

信用等级公告

联合〔2020〕421号

联合资信评估有限公司通过对天士力控股集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的2020年度第一期中期票据（疫情防控债）的信用状况进行综合分析和评估，确定天士力控股集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，天士力控股集团有限公司2020年度第一期中期票据（疫情防控债）的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年三月三日



天士力控股集团有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务及补充疫情防控相关流动资金

评级时间：2020 年 3 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由			调整子级	
公司本部通过基金持有部分上市公司股权，变现能力较强；公司已展开部分股权资产退出，预计优质股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充			1	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”或“公司”）主要从事中成药、化学药、生物制品、保健品的生产与销售业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对天士力集团的评级反映了公司作为国内实践中药现代化的领军企业，具备较为完善的产业链、先进的产品质量管理体系和较强的自主研发能力，公司核心产品复方丹参滴丸市场份额领先，多个独家品种纳入《2019 年医保目录》。近年来，公司权益规模不断增长，收入规模稳步提升，主业盈利能力较强。同时联合资信也关注到，医药招标限价、医保控费等政策使得药品价格面临下行压力，应收账款占比高且增速快，债务规模快速增长，期间费用对利润形成侵蚀及公司本部债务负担重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2019 年 12 月，公司控股子公司天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）发布公告，重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）拟收购天士力股份所持有的天津天士力医药营销集团股份有限公司（以下简称“天士力营销集团”）的 87.47% 股权。上述股权出售事项尚具有不确定性，可能对公司经营及财务带来较大影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

未来，公司将进一步完善制药工业产业链，并积极进行纵向延伸，扩大营销网络，以国内市场为基础，大力进军国际市场。随着医保产品的逐步放量，公司未来盈利能力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

优势

1. 公司形成了较为完整的中药产业链，对中药材资源掌控能力较强，有助于从源头控制药品质量。

分析师：孔祥一 闫力

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 公司品牌优势显著，主导产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药中市场份额第一。
3. 公司自主研发能力处于国内中药行业领先水平，产品质量管理体系率先实现与国际标准接轨。截至2019年9月底，公司及主要子公司拥有专利总数1517件，其中发明专利1429件。
4. 截至2019年底，公司及控股子公司共有197个产品（260个批号）进入《2019年医保目录》，其中甲类114个品种（155个批号），乙类83个品种（105个批号）。2019年，注射用益气复脉（冻干）和注射用丹参多酚酸首次被纳入国家医保目录。
5. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障程度高；公司本部通过基金持有部分上市公司股权，目前已展开部分股权资产退出，预计优质股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。

关注

1. 随着医药体制改革深入开展，招标限价、医保控费等政策的逐步落实，医药行业整体增速放缓，公司药品价格面临下调压力。
2. 随着“两票制”的推行、公司销售终端规模扩大、销售政策调整及医药商业业务发展较快，应收账款规模较大且呈增长趋势，对资金形成一定占用。
3. 公司销售费用增长较快，期间费用对利润形成侵蚀。公司利润对投资收益依赖度高，投资收益主要源于处置资产收益，可持续较弱。
4. 近年来，公司债务规模快速增长，对外担保比率较高，被担保方以关联方为主，且关联方占款规模大，存在一定或有负债风险。
5. 公司本部的其他应收款对资金形成较大占用，利润主要依赖投资收益，债务负担重，偿债能力弱。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	45.50	60.90	76.29	53.67
资产总额(亿元)	307.32	381.75	409.46	407.27
所有者权益(亿元)	108.28	113.98	125.84	129.04
短期债务(亿元)	97.36	144.01	119.82	110.32
长期债务(亿元)	55.10	69.69	114.43	107.10
全部债务(亿元)	152.45	213.71	234.25	217.42
营业总收入(亿元)	158.05	178.57	197.97	153.43
利润总额(亿元)	18.06	16.98	16.77	8.58
EBITDA(亿元)	29.25	30.37	34.04	--
经营性净现金流(亿元)	1.70	-36.50	6.02	22.04
营业利润率(%)	36.16	34.67	35.32	29.75
净资产收益率(%)	12.13	10.12	9.36	--
资产负债率(%)	64.77	70.14	69.27	68.32
全部债务资本化比率(%)	58.47	65.22	65.05	62.76
流动比率(%)	130.76	116.56	150.93	145.55
经营现金流动负债比(%)	1.24	-18.99	3.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	3.62	2.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.21	7.04	6.88	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额 (亿元)	105.62	119.29	112.08	112.55
所有者权益 (亿元)	25.14	23.73	21.09	19.04
全部债务(亿元)	78.74	90.84	88.33	82.11
营业收入(亿元)	0.00	0.02	0.01	0.00
利润总额(亿元)	0.31	0.14	0.49	-1.85
资产负债率 (%)	76.20	80.11	81.19	83.08
全部债务资本化比率(%)	75.80	79.29	80.73	81.18
流动比率 (%)	170.73	103.30	94.27	92.24
经营现金流动负债比(%)	-7.82	-2.14	-5.40	--

注: 2019 年 1—9 月财务数据未经审计; 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标; 长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/7/15	孔祥一、闫力	工商企业信用评级方法总论 (2018 年) 综合类企业信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2014/12/16	马栋、谭心远	企业信用评级方法 (2014 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由天士力控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天士力控股集团有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

一、主体概况

天士力控股集团有限公司原名天津市天使力联合制药公司，由中国人民解放军第二五四医院全资下属的天津市华兴医药设备商行（持股 70%）、天津市中央制药厂（持股 30%）于 1994 年 5 月 6 日共同出资成立，初始注册资本 1200 万元，1997 年改制为公司制企业，并更名为天津天士力制药集团有限公司，2013 年更名为天士力控股集团有限公司。2016 年 5 月，天津帝士力投资控股集团有限公司（2019 年 3 月已更名为天士力大健康产业投资集团，以下简称“大健康集团”）和浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“尖峰集团”）分别对公司进行投资，公司注册资本共增加 1.06 亿元。截至 2019 年 8 月底，公司注册资本 3.44 亿元，其中大健康集团持股 67.09%，尖峰集团持股 20.76%，天津市中央药业有限公司（以下简称“中央药业”）持股 12.15%。截至目前，公司实际控制人为闫希军、吴迺峰、闫凯境、李响慧四人，四人通过其控制的天津富华德科技开发有限公司持有大健康集团 51% 的股权，进而控制公司。

2002 年 8 月，公司发起设立的天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”股票代码：600535.SH）成功在上海证券交易所上市。截至 2019 年 9 月底，公司持有天士力股份 683481524 股，持股比例为 45.18%，其中质押 221118313 股，质押比例为 32.35%。

公司经营范围：对外投资、控股；天然植物药种植及相关加工、分离；组织所属企业开展产品的生产、科研、销售、进出口经营业务；各类商品、物资的批发、零售；技术开发、咨询、服务、转让生物技术（不含药品生产与销售）及产品；自有设备、房屋的租赁；各类经济信息咨询；本企业研制开发的技术和生产的科研产品的出口业务；本企业科研和生产所需

的技术、原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件的进口业务；本企业的进料加工和“三来一补”业务；矿业开发经营；原料药（盐酸非索非那定、右佐匹克隆）生产；因特网信息服务（除新闻、出版、教育、医疗器械和电子公告以外的信息服务内容，业务覆盖范围：天津市）；会议及展览服务；游览景区管理；旅游管理服务；旅游信息咨询服务；门票销售与讲解服务；旅游商品、纪念品开发与销售。（以上经营范围内国家有专营专项规定的按规定办理）。

截至 2019 年 9 月底，公司设有秘书处、人力资源中心、培训中心、财务中心、经济运营中心和物流中心等 15 个职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2018 年底，公司资产总额 409.46 亿元，所有者权益 125.84 亿元（含少数股东权益 71.34 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 197.97 亿元，利润总额 16.77 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 407.27 亿元，所有者权益 129.04 亿元（含少数股东权益 75.86 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 153.43 亿元，利润总额 8.58 亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

二、本期中期票据概况

公司拟申请注册总金额为 5 亿元的中期票据，2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）（以下简称“本期中期票据”）拟发行额度 5 亿元，发行期限为 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集资金用途为偿还有息债务 4.50 亿元及补充疫情防控相关流动资金 0.50 亿元。其中疫情防控流动资金主要用于公司子公司汉广中药科技（天津）有限公司和甘肃中

天药业有限责任公司与防控疫情相关的药品采购及运营支出。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速

均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind 资讯

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在

2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固

定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 医药工业现状

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20世纪70年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药制造行业属于弱周期行业，在监管、环保、资金和技术层面均有一定进入壁垒，下游需求的稳定为医药制造行业的发展提供了有力的支撑，但目前医药制造行业仍然存在集中度低、

产品同质化严重等问题。

2018年以来,受医改政策持续推进的影响,行业整体收入和利润增速承压。国家统计局发布的数据显示,2018年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入23986.3亿元,同比增长12.6%,增速较上年提高0.1个百分点,高于全国规模以上工业企业同期整体水平4.1个百分点;实现利润总额3094.2亿元,同比增长9.5%,增速较上年同期下降8.3个百分点,低于全国规模以上工业企业同期整体水平0.8个百分点;医药制造业主营业务收入利润率为12.90%,较上年同期提升1.14个百分点,高于全国规模以上工业企业同期整体水平6.41个百分点。2019年1—9月,医药制造业收入和利润增速均表现出下降趋势,其中,医药制造业实现营业收入18184.2亿元,同比增长8.4%,增速较上年同期下降5.1个百分点;实现利润总额2390.3亿元,同比增长10%,增速较上年同期下降1.5个百分点。

总体看,医药制造行业在经过前期高速增长

后已步入结构性调整阶段,随着一致性评价进程的深入、由国家医保局主导的带量采购在全国推行、基药目录和医保目录完成新一轮调整以及重点监控目录的发布,医药制造行业收入和利润增长仍将面临一定压力,行业间分化趋势愈加明显,研发能力、成本控制能力、品种储备、资金实力将对企业竞争力产生重要影响,行业集中度也有望得以提升。

2. 行业政策

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来,新医改政策密集推出并逐步向纵深推进,2018年以来,医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力,包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等,都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用,并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。

表2 2018年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2018年3月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整:(1)组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门;(2)组建国家医疗保障局作为国务院直属机构,主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施,监督管理相关医疗保障基金,完善国家异地就医管理和费用结算平台,组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准,制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施,监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等;(3)组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构,并基于药品监管的特殊性,组建国家药品监督管理局,由国家市场监督管理总局管理	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能,药品价格下降趋势仍将延续
2018年4月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发,提升仿制药质量疗效和完善支持政策3个方面提出了15项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向,对推进一致性评价工作具有重要意义,医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018年4月	国家中药管理局关于发布《古代经典名方目录(第一批)》的通知	收录100首经典名方(《中医药法》对经典名方的定义为,目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂)	有利于促进中医药文化传承,有助于加快中药产业科学发展,有助于推动经典名方复方制剂简化审评,并为生产企业提供了方向
2018年4月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂(不含首次在中国销售的化学药品)在进口时不再逐批强制检验;口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》,口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程,减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018年4月	财政部	自2018年5月1日起,以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药物及有实际进口的中成药进口关税降为零	进一步降低国内患者,特别是癌症患者的药费负担
2018年5月	国家药品监督管理局《关	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免	BE试验作为一致性评价的核心,时

	于发布可豁免或简化人体生物等效性 (BE) 试验品种的公告》	或简化人体生物等效性 (BE) 试验的48个品种, 其中可豁免人体BE品种15个, 可申请豁免人体BE品种17个, 可简化人体BE品种 (包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE) 13个, 进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	间和资金成本较高, 随着2018年底大限临近, 此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用, 有利于推进一致性评价进程
2018年5月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品, 进一步落实药品优先审评审批工作机制; 境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请; 基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视, 有利于提高创新药上市审批效率, 科学简化审批程序
2018年5月	医保局成立	三项医保统一管理	结束城乡医保分立, 有助于推进支付方式改革、医保谈判、医保控费等改革
2018年6月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市, 符合本规定要求的, 实施简化审批, 仅提供药学及非临床安全性研究资料, 免报药理学研究及临床试验资料, 申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性, 更好地满足中医临床使用经典名方的需要, 利好于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018年10月	国家卫健委《国家基本药物目录 (2018年版)》	目录品种由原来的520种增加到685种, 包括417种化学药/生物药、268种中成药, 新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构, 保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求, 提升基层用药水平
2018年11月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法 (征求意见稿)》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款, 并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018年11月	国家医保局《4+7 城市药品集中采购文件》	选取了31种通过一致性评价的药品, 在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点, 采取带量采购的方式, 单一货源, 最低价者中标	仿制药价格大幅下降, 缓解医保压力, 行业集中度进一步提升
2019年7月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录 (化药及生物制品)》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理, 同时提出了要加强目录外药品的处方管理, 加强药品临床使用监测和绩效考核, 并要求各省级卫生健康行政部门会同中医药主管部门在《目录》基础上, 形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平; 纳入该目录的产品, 可预见销量将大幅下跌, 促使生产企业优化产品布局
2019年8月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个, 其中西药1322个、中成药1321个, 中药饮片采用准入发管理, 共纳入892个; 另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平, 有利于优化用药结构, 促进国内医药产业创新发展; 但对医保基金的支付造成一定压力, 未来药品降价仍为趋势
2019年9月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展, 采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019年10月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个, 包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等, 属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请, 或临床供应短缺 (竞争不充分) 以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产, 有利于促进仿制药研发, 提高药品供应保障能力
2019年10月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求 (征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅料质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平, 促进产业升级和结构调整

资料来源: 联合资信整理

3. 行业关注

(1) 行业集中度低, 兼并重组步伐加快, 需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低, 呈粗放型发展的态势, 制药企业数量多、规模小, 集中度低, 市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右 (不包含医药综

合类企业), 与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外, 中国医药生产企业数量众多, 品种雷同现象普遍, 部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”, 随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控, 行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络,

整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生商誉减值情形。2018年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

（2）医保目录调整

2019年8月20日，国家医保局、人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（以下简称“2019版医保目录”），将于2020年1月1日起正式实施。2019版医保目录分为常规准入和谈判准入两部分，其中，常规准入部分共包含2643个药品，较2017版医保目录增幅约4.3%，包括西药1322个、中成药1321个（含民族药93个），共调出150个品种，包括被国家药监部门撤销文号的药品和临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品（其中《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》中的产品全部被调出）。

尽管品种数量变化不大，本次医保目录调整仍有几个特征：第一，从甲乙类品种来看，2019版医保目录中收录西药甲类药品398个，中成药甲类药品242个，甲类药品数量适当增加；第二，中药饮片由排除法改为准入法，共纳入892个，使得中药饮片的范围更加明确，且各地区的保障范围相对统一，便于医保支付管理；第三，常规准入部分新增了148个品种，其中重大疾病治疗用药5个，糖尿病等慢性病用药36个，儿童用药38个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单；第四，确定了128个拟谈判药品，包括109个西药和19个中成药，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等，谈判成功的药品将纳入医保目录乙类，支付标准有效期2年（2020~2021年）；第五，中药注射剂被限品种范围扩大。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通

方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这意味着地方医保目录即将取消。

2019年11月28日，国家医保局、人社部发布《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》，本次谈判共97个药品谈判成功（其中新增70个品种，续约谈判品种中27个谈判成功）并确定了支付标准，涉及癌症、罕见病、肝炎、糖尿病等10余个治疗领域；其中包括22个抗癌药、7个罕见病用药、14个慢性病用药和4个儿童用药。

总体看，作为国家医保局成立后首次对医保药品目录做出的全面调整，本次医保目录调整从整体上提升了保障能力和水平，但同时，也可能为医保支付带来更大压力。对于中标企业来说，特别是新增的重大疾病治疗用药、慢性病治疗用药生产企业，将面临严苛的降价压力，需要通过规模效益和支付效率进行弥补，但长期看，仍有利于相应产品销售收入的增长。因此，在未来一段时间内，提高国内生产企业药品质量、优化用药结构以及药品降价仍将会是医药行业政策的主旋律，而医保目录的调整也将对医药制造企业的收入及利润水平产生一定分化影响。

（3）一致性评价进程加快，带量采购扩面，将加速企业间分化

自2016年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。截至2019年11月4日，共有455个品种完成一致性评价，2019年10月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》，对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及

企业更多。

2018年11月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了31种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018年12月7日，招标工作完成，31个试点通用名药品有25个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药22个，原研药3个，仿制药替代效应显现；与试点城市2017年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅52%，最高降幅96%，降价效果明显。

2019年9月1日，上海阳光医药网公布《联盟地区药品集中采购文件》，标志着第二批集采即将开始。第二批集采的联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区（“4+7”集采试点城市除外），采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种，申报资格为原研或参比制剂、通过一致性评价、按照新注册分类提交申请并获批上市的药品、纳入《上市药品目录集》的药品，申报价格不得高于“4+7”集采的中标价。不同的是，在“4+7”集采中，每个品种只有1家生产企业中标，而第二批集采中，中标企业可以为1~3家。采购周期方面，中选企业不超过2家（含）的品种，本轮采购周期原则上为1年；中选企业为3家的品种，本轮采购周期原则上为2年。采购周期视实际情况可延长一年。

2019年9月24日，上海阳光医药网公布拟中标结果，从拟中标结果来看，多品种药价再次下调，与“4+7”试点中标价格水平相比，平均降幅25%。以有3家企业拟中标的阿托伐他汀钙片10mg为例，该品种“4+7”集采中标价为0.55元/片，第二批集采中标价格分别为0.12元/片、0.13元/片和0.32元/片。

总体看，一致性评价无疑对提升国内仿制药产品质量、促进行业集中度提升起到了重要作用；同时，作为一致性评价的关联政策，第二批带量采购的完成也意味着仿制药降价范围已扩大至全国，而2019年11月20日召开的国务院常务会议在部署进一步深化医药卫生体制改革重点时，要求进一步推进药品集中采购和使用。在带量采购下，预计未来仿制药生产企业的利润空间仍将承压，对于有品种中标的医药制造企业，还需要通过提升技术水平、控制成本来保证利润率，具备产业链一体化以及生产规模化的生产企业在竞争中受到的冲击或较小。

4. 未来发展

作为弱周期行业，在人口基数大、人口结构老龄化趋势加重、居民收入水平的提高、医疗保险的扩容等因素的支撑下，未来医药产品仍将保持旺盛的下游需求。2018年以来，受医保控费、药品降价等因素影响，医药制造行业收入和利润整体增速放缓。预计2020年，随着“两票制”高开的边际影响逐渐减弱，一致性评价持续推进且配套的带量采购向全国扩面，以及医保目录调整、重点监测名单发布释放出了在医保支付面临压力的环境下对辅助用药从严监管的信号，医药制造行业收入和利润增长或将面临一定压力；另一方面，经过新一轮调整，企业间分化愈加明显，研发能力突出、成本控制能力强、具有优质品种、具备资金实力的医药制造企业将在竞争中获益，医药制造行业集中度将有所提升，并加速产业结构调整 and 升级调整。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，公司注册资本为3.44亿元，其中，大健康集团持股67.09%，为公司控股股东；自然人闫希军、吴迺峰、闫凯境、李昀慧通过控股天津富华德科技开发有限公司间

接控股大健康集团，是公司的实际控制人。

2. 生产规模与竞争力

公司是国内实践中药现代化的领军企业，经过多年的发展，逐步发展成为以大健康产业为主线、以制药业为中心。“天士力”商标于2005年被国家工商总局商标局认定为天津市首例医药类“中国驰名商标”。

医药工业方面，2019年公司及其控股子公司共有197个品种（260个批号）进入《2019版医保目录》，其中甲类有114个品种（155个批号），乙类83个品种（105个批号）。2019年，注射用益气复脉（冻干）和注射用丹参多酚酸首次被纳入国家医保目录。同期，公司药品吡达帕胺片（2.5mg）、文飞（3mg）和蒂清（5mg、50mg、100mg）通过仿制药一致性评价。

表3 公司主要产品概况

药品名称	分类	治疗领域
复方丹参滴丸	中药	心脑血管
养血清脑颗粒（丸）	中药	心脑血管
替莫唑胺胶囊（蒂清）	化药	抗肿瘤
注射用益气复脉	中药	心脑血管
水飞蓟宾胶囊（水林佳）	化药	肝病治疗
芪参益气滴丸	中药	心脑血管
注射用丹参多酚酸	中药	心脑血管
穿心莲内酯滴丸	中药	感冒发烧
藿香正气滴丸	中药	感冒发烧
右佐匹克隆（文飞）	化药	精神类
普佑克	生物药	心脑血管

资料来源：联合资信根据公司年报整理

医药商业方面，公司采取立足城市、辐射乡村、区域管理、重点突破的营销战略，下设29个大区，761个办事处，形成医院板块（并按病种细分专业产品线）、城市社区及乡镇卫生院基药板块、OTC板块及第三终端广覆盖商销板块，形成了覆盖全国市场的营销网络：通过医院渠道，覆盖了65%的三级、二级、一级以及其他民营医院；通过药店渠道，覆盖78%的社区医疗服务单位以及各大OTC终端市场；通过基层医疗机构渠道，覆盖了88%的社区中心、

乡镇卫生院等用药单位。2018年8月，公司医药商业业务经营主体天津天士力医药营销集团股份有限公司（以下简称“天士力营销集团”）在新三板进行股权融资，完成定向增发，募集资金5.34亿元，营运能力进一步提升。未来公司将进一步挖掘营销网络市场潜力和商业价值，提高运营效率，增强市场竞争能力。

整体看，公司医药工业板块产品种类较为丰富，核心产品复方丹参滴丸和养血清脑颗粒（丸）等产品市场占有率高，竞争优势突出；医药商业重点区域覆盖率较高，随着天士力营销集团在新三板挂牌，营运能力及业务竞争力得到加强。

3. 技术研发

公司先后承担了国家“九五”“十二五”“863”“973”和“国家重大新药创制研究与开发”等重点科研项目，建立“组分中药”研发新模式，率先提出并制定出中药有效成分分离GEP新标准，另外，公司还以复方丹参滴丸为研究对象，创建了多元化学指纹图谱计算分析技术，建立了一体化、标准化的产品质量控制体系。

公司与天津中医药大学、浙江大学合作，组建了天津组分中药技术工程中心。2015年度公司“天津市组分中药企业重点实验室”获批建设国家科技部“创新中药关键技术国家重点实验室”及国家发改委“中药先进制造技术国家地方联合工程实验室”。公司主打产品复方丹参滴丸及其系列研究先后被国家科技部列入“中药现代科技产业行动计划”项目、九五国家重大科技成果推广项目、国家973基础研究项目、国家高新技术产业示范工程项目、2012年度国家重点新产品计划战略性创新产品立项项目，并荣获国家科学技术进步三等奖。

2018年，公司在研产品共77款，构筑涵盖心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大治疗领域优势，其中包括22款1类创新药，并有43款药品（其中含仿制药一致性评价9款药物）已

进入临床阶段。公司构建了包括核心专利、外围专利、防御专利、竞争专利的立体网状知识产权保护体系，并通过了国家知识产权管理体系认证。

截至 2019 年 9 月底，公司及主要子公司拥有专利总数 1517 件，其中发明专利 1429 件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 334 件，养血清脑颗粒拥有专利 74 件。

公司高度重视研发工作，公司医药工业的经营主体天士力股份 2016—2018 年研发投入分别为 4.40 亿元、6.16 亿元和 12.02 亿元，占医药工业收入的比重分别 7.12%、9.04% 和 16.87%，研发投入较高。

整体看，公司自主研发能力较为领先，并通过多种研发模式获得储备项目，为可持续发展提供了有力支撑。

4. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司高层管理人员共 10 人，其中，董事局主席 1 人，董事局副局长 1 人，董事局执行主席 1 人，总裁 1 人，副总裁 5 人，财务负责人 1 人。

公司董事局主席闫希军先生，1953 年生，汉族，博士、主任药师，国务院特殊津贴专家，天士力集团创始人。曾任天津天士力制药集团有限公司董事长兼总经理。现任公司董事长，天士力制药集团股份有限公司董事。为第十一、十二届全国人大代表，第十五届、第十六届天津市人大代表，并任天津市工商业联合会副会长、中国光彩事业促进会副会长、天津全球成长型企业协会副会长、中国医药工业科研开发促进会轮值会长、中国上市公司协会理事、天津上市公司协会会长等职务。

公司董事局执行主席闫凯境先生，1979 年生，曾任天士力股份董事总经理，天士力集团副总裁、战略投资事业群首席执行官。现任天士力股份董事长，天士力控股集团有限公司董事局执行主席，华金（天津）投资管理有限公司创始合伙人，天津天士力医药营销集团有限

公司董事长等，兼任中华全国青年联合会第十一届委员会委员、天津市青年联合会第十二届委员会委员、天津市青年创业就业基金会副理事长等职务。

公司总裁吴迺峰女士，1952 年生，蒙古族，博士，主任药师，国务院特殊津贴专家。曾任天津天士力制药集团有限公司副总裁。现任公司董事、总裁、天士力制药集团股份有限公司董事、天津天士力医药营销集团有限公司董事长。为第十一届、第十二届、第十三届天津市政协委员，中国妇女第十次全国代表大会代表，并任中国企业联合会副会长、中国女企业家协会副会长、中国医师协会第三届理事会常务理事、中国药学会药剂工程专业委员会委员等职务。

截至 2019 年 9 月底，公司职工总数 21793 人，从学历构成看，本科及以上学历占 34.58%，大学专科占 35.52%，高中占 29.90%；从年龄构成来看，30 岁及以下占 33.36%，30~40 岁占 43.15%，40~50 岁占 18.39%，50 岁以上占 5.10%。公司人员结构合理。

总体看，公司高级管理人员大多具有较深的专业素养和丰富的管理经验；人员结构符合行业特征。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10120113009600708），截至 2020 年 2 月 17 日，公司已结清信贷业务中，有 4 笔关注类贷款，1 笔欠息（已于 2013 年 4 月结清）。根据银行提供的说明文件，主要系银行系统原因所致；公司无未结清的不良信贷信息记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》的规定，公司设立股东会、董事会、监事会和经理层。股东会是公司的权力机构；董事会由股东大会选举产生，是生产经营的决策机构，由 9 名董事组成，设董事长

1 人，副董事长 1 人，董事会设董事会秘书；公司设监事会，对公司的财务状况、董事及经营者的行为发挥监督作用，由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名；公司设总裁 1 名，副总裁 6 名，由董事会聘任或解聘，董事可受聘兼任公司总裁、副总裁或者其他高级管理人员。

2. 管理水平

公司建立了一套较为完整的涵盖公司及子公司生产经营、财务管理、关联交易、重大投资等内部控制制度，构成了公司的内部控制体系。

子公司管理方面，公司严格依照有关法律法规和上市公司的有关规定对控股子公司进行管理，控股子公司根据《公司法》的要求建立了较为规范的法人治理结构，结合实际情况建立健全经营和财务管理制度。公司通过行使股东权力决定公司各控股子公司董事会及主要领导的任命和重要决策，并通过绩效合同和薪酬机制实现了对控股公司高管有效的激励与约束；制订了《重大信息内部报告制度》等规定，对控股子公司实施了战略规划、年度计划、经营分析、信息披露等管理，并督促和指导控股子公司建立了相应的内部控制制度，有效地形成对控股子公司重大业务事项和风险控制；公司对下属控股公司有健全的投资、财务、审计管理制度，并直接参与控股子公司的战略制定及预算审核，对部分重点关注的控股子公司直接介入业务管理。

关联交易管理方面，根据《公司法》、《公司章程》相关法律法规，股东会、董事会在审议关联交易时，关联股东、关联董事回避表决。核心子公司天士力股份，根据《上海证券交易所上市公司规则》等相关法规制订了《关联交易管理制度》，对关联交易协议类别、判断标准、合同签订、信息披露等内容做了具体规定。

融资管理方面，公司对集团成员企业及关联企业的存款、融资及结算业务实行集中统筹

管理。公司财务中心资金管理部负责办理公司银行业务的调配申请、签订协议及法律文件；集团成员企业及相关企业办理需申报的银行业务由该公司财务部门申请上报，并办理向集团财务中心资金管理部备案等事项。公司总裁授权财务总监对各项银行业务进行最终审批。

重大投资管理方面，公司重大投资坚持合法、科学、审慎、安全、有效的原则，控制投资风险、注重投资效益。根据公司战略，当年股权投资计划并连同上一年股权投资实施情况需向年度股东会进行汇报。具体股权投资项目，由公司投资发展部进行论证并提出投资方案后，由公司投资决策委员会进行复审，股权投资决策权属于股东会。为提高集团投资管理效率，对单笔投资额不高于集团最近经审计净资产 10% 的投资项目，由董事长审批。对于拟由下属子公司投资的股权投资项目，视同公司直接股权投资项目获得批准后，再报送该公司股东会进行审议。

财务管理制度，公司制定了《资金管理规定》《融资、担保工作程序》《财务重大事项提报管理规定》《应收账款管理规定》《集团现金流管理委员会业务管理规定》等制度，对资金的使用管理等建立了严格的授权批准程序，办理货币资金业务的相关岗位已经作分离，相关机构和人员存在相互制约关系。公司制定了收付款审批权限等系列程序，严格执行对款项收付的稽核及审查。公司财务总监负责对各项资金调配（借款）事项进行复核，公司总裁负责对各项资金调配（借款）事项进行审批。

药品质量管理方面，公司在药品质量控制方面加强与国际标准接轨，实施 GMP 管理制度。公司质量控制部在各车间均设有工艺组和检测组，从原材料的质量控制开始，负责产品的工艺技术质量、产成品质量检测和监督，以保证产品质量符合标准。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，整体管理水平较高。

七、重大事项

1. 天士力股份子公司存续分立，并在新三板挂牌

2016年9月，天士力股份召开第六届董事会第10次会议，专项审议了《关于全资子公司天津天士力医药营销集团有限公司拟进行存续分立、股份制改造及申请在全国中小企业股份转让系统挂牌的议案》，同意天士力营销集团进行存续分立，并在条件成熟的情况下申请在新三板挂牌。具体方案：采用存续分立的方式进行，分立后天士力营销集团继续存续，同时新设天津天士力企业管理有限公司（以下简称“新设公司”）。分立后，存续公司与新设公司的股权结构、持股比例与原公司保持一致。天士力营销集团作为存续公司，注册资本为38000万元人民币，法定代表人为闫凯境，经营范围不变；新设公司注册资本为7900万元人民币，法定代表人为闫凯境。分立基准日确定为2016年9月30日，存续公司和新设公司将根据经审计的原天士力营销集团2016年9月30日的资产负债表明细，签署分立协议，同时确定分立后存续公司与新设公司具体的资产及负债。天士力营销集团已于2017年3月份完成股份制改造。

天士力营销集团主营业务为医药及医疗器械的批发、零售，其主要经营的品种可分为第三方制药企业所生产的品种（以下简称“商业品种”）与天士力股份及子公司所生产的品种（以下简称“工业品种”）。此次分立后，天士力营销集团将主要经营商业品种，原工业品种将转至天士力股份全资子公司天津天士力医药商业有限公司经营（以下简称“天士力商业公司”）。

2017年8月，天士力营销集团收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具的《关于同意天津天士力医药营销集团股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函〔2017〕4808号），同意天士力营销集团股票在全国中小企业股份转让系统挂

牌（股票代码：872087.OC），转让方式为协议转让。同时，因天士力营销集团申请挂牌时股东人数未超过200人，按规定中国证监会豁免核准天士力营销集团股票公开转让，挂牌后纳入非上市公众公司监管。天士力营销集团新三板挂牌手续已全部完成。

2. 天士力股份筹划重大资产出售

2019年12月17日，天士力股份发布《关于筹划重大资产出售的提示性公告》（以下简称“《公告》”）称，2019年12月16日，天士力股份与重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）签署了《框架协议》，就出售公司控股子公司天士力营销集团股权进行了约定。根据《框架协议》，重庆医药拟通过支付现金对价的方式收购公司直接及间接持有天士力营销集团的87.47%的股权以及天士力营销集团其他股东所持有天士力营销集团的股份。本次交易拟按照2019年12月31日作为审计、评估基准日，双方将参考评估结论对最终交易对价进行进一步协商。天士力营销集团主要负责公司原医药商业业务板块，通过本次资产出售，天士力股份将进一步聚焦医药工业，继续推进现代中药、生物药和化学药的协同发展，构筑创新医药研发集群。

根据《公告》，截至2019年12月17日，天士力股份持有天士力营销集团87.47%股权（其中：直接持股比例86.87%、间接持股比例0.60%），为天士力营销集团控股股东。截至2018年底，天士力营销集团资产总额969898.12万元，所有者权益合计131660.00万元；2018年，天士力营销集团实现营业收入1165938.14万元，净利润10035.93万元。截至2019年9月底，天士力营销集团资产总额953280.71万元，所有者权益合计139224.06万元；2019年前三季度，天士力营销集团实现营业收入1000650.68万元，净利润6424.36万元。天士力营销集团合并报表口径2018年度营业收入总额和净利润占公司2018年度营业收入总额

和净利润的比例分别为 64.81%和 6.30%。如本次交易能够顺利完成，天士力股份将不再持有天士力营销集团股权，天士力营销集团将不再纳入天士力股份合并报表范围。目前，天士力营销集团已在全国中小企业股份转让系统终止挂牌。

本次签署的《框架协议》仅为意向性协议，交易方案需要进一步论证和沟通协商，本次交易尚存在不确定性。联合资信将持续关注上述事项进展。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以药品和保健品的生产和销售为主要业务，其中药品涵盖中成药、化学药、生物制品等。近年来，公司主营业务收入呈逐年增长趋势，三年复合增长率为 11.22%；2018 年，公司实现主营业务收入 194.75 亿元，同比增长 10.31%，主要系来源于医药行业增长。

表 4 公司主营业务收入和毛利率构成(单位: 亿元、%)

业务	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药行业	143.18	90.95	35.86	166.27	94.18	35.80	186.21	95.61	35.16	146.74	96.65	30.67
其他业务	14.25	9.05	54.11	10.28	5.82	32.68	8.54	4.39	46.02	5.09	3.35	12.58
合计	157.43	100.00	37.51	176.55	100.00	35.62	194.75	100.00	35.64	151.83	100.00	30.07

注：其他业务是指公司的大健康（保健品）、中药材贸易、海外营销及融资租赁等业务
资料来源：公司提供

从收入构成看，医药行业板块是公司最主要的收入来源，公司医药行业板块包括中成药、化学药、生物药的研发和制造以及药品、医疗器械等产品的批发和零售连锁业务，分为医药工业和医药商业两大板块。近三年医药行业板块占主营收入比重均在 90%以上，2016—2018 年，公司医药行业板块稳定增长，年均增幅 14.04%，2018 年实现收入 186.21 亿元，同比增长 11.99%。2018 年，公司在医药工业和医药商业方面均实现增长，一方面系现代中药、化学药和生物药协同发展，多项产品进入国家基药目录及地方医保目录，生物药普佑克 2017 年纳入国家医保后收入放量增长；另一方面，公司逐渐加大纯销业务占比，扩展医院终端销售，销售网络得到优化。公司其他业务板块主要包括保健品及海外营销业务，近三年公司其他业务板块收入有所回落，2018 年为 8.54 亿元，同比下滑 16.93%，主要系保健品及日用品的直销业务下降所致。

从毛利率来看，近三年公司主营业务毛利率波动下降，分别为 37.51%、35.62%和 35.64%。其中医药行业毛利率逐年下滑，主要系毛利率

较低的医药商业收入占比提高所致；公司其他业务毛利率波动较大，主要系产品结构调整所致。

2019 年 1—9 月，公司实现主营业务收入 151.83 亿元，同比增长 6.17%；医药行业实现收入 146.74 亿元，同比增长 8.81%；受公司战略收缩影响，其他业务实现收入 5.09 亿元，同比大幅下滑 37.55%。随着医药商业收入占比的持续提升，公司综合业务毛利率下滑至 30.07%；医药行业和其他毛利率分别为 30.07%和 12.58%，同比均有所下降。

总体看，近年来，公司收入规模稳步提升，医药工业及医药商业均实现持续增长。同时，由于毛利率较低的医药商业收入占比提升，公司综合毛利率水平所下滑，但仍处于较好水平。

2. 医药工业

公司医药工业板块的经营主体为天士力股份和江苏天士力帝益药业有限公司，包括中成药、化学药、生物制品三大类产品的生产与制造，以中成药为主。近三年，公司医药工业板块收入规模持续增长，分别为 61.78 亿元、68.14

亿元和 71.27 亿元，占主营业务收入的比重持续下降，分别为 39.24%、38.60%和 36.60%。公司主要中成药产品包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、水林佳、芪参益气滴丸、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸、益气复脉冻干粉针等。其中，核心产品复方丹参滴丸系独家产品，主治冠状动脉粥样硬化性心脏病，2009 年入选国家基本药物目录；养血清脑颗粒（丸）主治血虚肝亢所致的头痛等疾病于 2012 年入选国家基本药物目录，水林佳、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、芪参益气滴丸、注射用益气复脉（冻干）和注射用丹参多酚酸等已进入医保目录。公司化学药以抗肿瘤及精神领域药品为主，产品包括蒂清、帝益洛、阿贝他、文飞等 12 个品种。2019 年，吡达帕胺片（2.5mg）、文飞（3mg）和蒂清（5mg、50mg、100mg）通过国家仿制药一致性评价。

目前，公司基本形成了一线产品复方丹参滴丸市场地位稳固，二线产品养血清脑颗粒、水林佳等产品销售规模快速增长的发展格局。

（1）原材料采购

中药材供应与保障

公司生产主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、黄芪等。为保证主要原材料丹参的供应和品质，公司在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓储中心，实行“公司+基地+种植户”、“公司+基地+中药材种植专业合作社”等的现代中药种植基地模式，与当地种植大户和产业合作社签订合同，通过技术指导、资金支持等方式对丹参种植进行规范化管理，农户根据协议将所种丹参销售给公司。此外，公司在三七药材主产地云南文山设立了云南天士力三七药材储备及种植基地，该基地综合运用基因重组、指纹图谱等现代技术选育、繁育优质种苗，采用规范化的田间管理模式，按照 GAP 标准，制定 SOP 操作程序，利用生物农药防治病虫害，培育规格统一、成活率高、质量稳定、药效可靠的高品质绿色三七中药材，以满足公

司对三七药材的日常需求。

对于其他中药材原料，由于需求量相对较小，且均属于市场供应充足的大宗药材，因此，公司主要按市场价格向供应商直接采购的方式，结合采购计划和市场价格变动等因素，适时进行部分战略储备。

总体看，公司丹参全部自给，并根据三七的市场行情进行战略储备，对原材料的质量和成本控制能力较好。

化学药原材料采购

公司化学药生产所需的原材料主要有右佐匹克隆、水飞蓟素、氨基物、氨磺甲酯、盐酸苯海索等。

公司化学药的原材料通过经销商或者医药公司采购，一般根据实际库存确定采购量，对于小品种且季节性较强的原料，采用集中采购的方式，如盐酸苯海索；对于较为稀缺的原料，公司每次至少采购半年的用量，以防价格上涨，如消旋山莨菪碱；对于战略采购的，一般至少库存 1 年的用量。

公司原材料采购采取的结算方式主要以银行转账和银行承兑汇票两种方式，付款周期 1-3 个月。

包装材料采购

公司主要通过向子公司天津博科林采购药瓶和瓶盖，均参考市场价格按照协议价格定价。其他包装材料市场供应充足，主要通过市场采购的方式，由具备资质的长期合作供应商供货。

（2）产品生产

公司拥有国内一流的现代中药生产车间、目前国内生产能力最强的全自动滴丸生产设备（100 滴/秒）及全自动外包装生产线，可实现生产数据的在线采集、质量标准的实时监控、物流信息的追踪管理、设备状态的自诊分析等过程控制。

公司采用以销定产的模式，由生产部门根据销售部门提出的各产品年度销售预测以及月度发货情况制定生产计划，各生产车间负责具体产品的生产流程管理，质量保证部、质量检

验部对在整个生产过程中关键生产环节的原料、中间产品、半成品、产成品的质量进行检验监控。

产品生产方面，2016—2018年，复方丹参滴丸产量波动增长，分别为12801.00万盒、14474.56万盒和14383.35万盒，同期，产能利用始终保持较高水平，分别为88.90%、100.52%和99.88%；养血清脑颗粒产量有所波动，2018年为2345.83万盒，同比增长3.12%；水林佳产量则逐年提升，2018年为1290.55万盒。养血清脑颗粒和水林佳受市场需求影响，产能利用率较低，2018年分别为65.16%和64.53%，但同比均有所提升。

2019年前三季度，受销量下降的影响，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒和水林佳的产能利用率较2018年明显回落。

总体看，公司生产工艺和设备领先，产品质量控制水平较高，主导产品复方丹参滴丸产能释放较为充分；养血清脑颗粒和水林佳的产能利用率有待提高。

（3）产品销售

公司产品主要通过全资子公司天士力商业公司对外销售。公司下设29个大区，809个办事处，形成了较为完整的营销网络。公司销售

系统设医院、OTC、社区、商销四个职能板块。其中，商销系统对签约、供货、回款等销售事项进行统一商务管理；医院、OTC、社区板块各自负责目标市场的业务拓展。

公司的产品销售主要采用分销模式进行，即产品由经销商向各地医疗机构和零售药店进行配送和销售。为适应规模化、专业化经营的要求，公司将市场划分为大中城市医疗板块、包括农村和小城市的城乡板块和OTC板块，并针对三个板块进行市场细分，对各细分市场采用一级商业经销、二级商业分销、覆盖终端的三级网络销售模式，从而达到最大的市场覆盖效果。在经销商的选择方面，公司主要考量市场覆盖能力、信用状况，并结合市场情况进行综合分析，确定区域内一级经销商，再根据一级经销商的业务覆盖范围结合行政区划选择二级分销商。目前，公司拥有1级商业经销商452家，二级经销商4377家，并将逐步签署新协议，将更多二级经销商转为一级。

结算方式和账期方面，公司与下游客户主要通过电汇或银行承兑汇票结算，账期约60天。

表5 公司主要产品产销情况（单位：%、万盒）

产品	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
复方丹参滴丸	产量	12801.01	14474.56	14383.35	8854.86
	产能利用率	88.90	100.52	99.88	81.99
	销量	13649.28	14744.41	13844.93	8492.70
	产销率	106.63	101.86	96.07	95.91
养血清脑颗粒（丸）	产量	2444.69	2274.86	2345.83	1408.90
	产能利用率	67.91	63.19	65.16	52.18
	销量	2669.24	2314.31	2174.44	1557.08
	产销率	95.65	101.73	93.28	110.52
水林佳	产量	948.01	1233.74	1290.55	826.44
	产能利用率	61.56	61.69	64.53	55.10
	销量	920.70	1237.49	1280.09	793.14
	产销率	97.12	100.30	99.04	95.97

资料来源：公司提供

注：2019年1—9月产能已季度化

近几年，受招标限价、医保控费与公立医院规模限制及调整产品结构等多重因素影响，

公司中成药产品销量增速有所放缓，部分产品的销量存在波动。2018年，复方丹参滴丸和养血清脑颗粒的销量分别为13844.93万盒和2174.44万盒，分别同比下滑6.10%和6.04%，其中复方丹参滴丸在心脑血管中成药中市场份额保持第一。同期，水林佳的销量同比增长3.44%至1280.09万盒。上述三种产品2018年的产销率分别为96.07%、93.28%和99.04%，虽同比均有所下降，但均处于较高水平。

2019年1—9月，复方丹参滴丸销量、养血清脑颗粒及水林佳的销量同比均有所下降；同期，各产品产销率维持在较高水平。

总体看，公司营销网络较为完善，在招标限价、医保控费的行业政策影响下，部分产品的产销情况有所波动，但整体经营较为稳健。

3. 医药商业

公司医药商业板块经营主体为天士力营销集团及其下属子公司，主要经营药品、医疗器械和保健品等产品的分销配送、零售连锁和慢病管理与药事增值服务。

2018年，天士力营销集团在新三板完成三次股权融资，募集资金金额5.40亿元，进一步拓宽了融资渠道及资本实力。截至2018年底，天士力营销集团资产总额96.99亿元，所有者权益13.17亿元，2018年实现营业收入116.59亿元，利润总额1.52亿元。

公司业务模式分为分销配送、零售连锁及慢病管理与药事增值服务三种模式。

分销配送业务是指公司向医药工业企业或上游分销商采购药品，然后批发给下游分销商或配送至医院、诊所、连锁药店等终端客户，公司通过购销差价获取利润。公司在天津、北京、湖南、广东、陕西、辽宁和山东等七个省市布局医药商业流通子公司，截至2019年3月底，公司已建立了覆盖超过3000余家医疗机构、1100余家下游医药商业公司、1000余家终端诊所和380余家连锁药店的渠道网络，主要经营的药品、医疗器械等产品品规超过3400

种。2019年上半年，公司分销配送业务实现收入58.81亿元，同比增长18.41%，其中公司医院配送业务占分销配送业务收入60.15%，同比增长25.63%。

公司零售连锁业务主要以各类非处方药为主，常用处方药为辅，兼营中药饮片，同时销售医疗器械与保健品等产品；公司的零售连锁业务分为线上及线下两部分，其中线下业务主要采用直营方式。截至2019年6月底，共经营695家零售连锁药店，其中直营药店569家、加盟药店126家。2019年上半年，公司零售连锁业务实现收入4.71亿元，同比增长11.43%。

公司积极实践“医保+医药+互联网”的服务创新模式，公司与天津市人力资源与社会保障局合作，建立了全国首个基于在线医保支付的慢病管理服务创新项目——天津市糖尿病门诊特殊病患者送药服务项目，为慢性病人提供在线处方药购买、在线医保结算、药品送药到家的全流程服务。2018年，公司成立了11家慢病管理中心，实现419项会员信息数字化，累计管理糖尿病人26786人，服务316000人次。2018年，启动了“人头付费”支付模式的创新试点，已签约1.8万名付费会员，与17家医院签订系统直连实现电子处方外流的优先机会，与津南区签订智慧慢病试点协议。2019年上半年，公司慢病管理与药事增值服务实现收入1.52亿元，同比下降23.04%。

近年来公司一直着手对医药商业板块进行整合，相关措施的落实使该板块商业业态得以优化，加之销售终端规模的延伸，促使公司医药商业板块收入规模扩大。

总体看，天士力营销集团目前仍为区域性医药流通企业，渠道覆盖区域与终端覆盖率低于全国性医药流通企业，公司面临一定竞争压力。目前，天士力股份与重庆医药签署了《框架协议》，拟出售所持天士力营销集团股权，进一步聚焦医药工业（详见重大事项）。若上述交易完成，公司将剥离医药商业板块，对公司经营产生重大影响。

4. 其他业务

根据战略规划，公司将在现代中药的基础上，以大健康产业为主线，发展生命健康、特色医疗服务和中药材贸易等产业。目前，公司的生命健康产业主要拥有保健食品、日化用品、帝泊洱茶和高档矿泉水等保健产品；特色医疗服务主要包括医疗康复及健康管理等；中药材贸易经营主体为甘肃天士力中天药业有限责任公司，主要经营原药材、中药饮片和中成药销售业务。

融资租赁业务是公司战略新兴板块，经营主体为天士力融资租赁有限公司，注册资本5亿元，业务投向为医药公司、公立医院以及大消费领域，期限为3~5年；2018年实现收入1.52亿元，净利润0.39亿元。截至2019年9月底，天士力融资租赁有限公司累计投放存量25.14亿元，累计计提减值准备452.60万元，主要产品为医疗设备。

5. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数逐年下降，存货周转次数呈波动下降态势，上述指标三年均值分别为1.91次、0.52次和3.47次，2018年分别为1.76次、0.50次和3.41次。总体看，公司经营效率有待提高。

6. 未来发展

未来，公司继续发挥现有“四位一体”研发资源优势，以现代中药为核心，快速丰富“两翼”内涵，调整产品结构，在发展新产品的同时，围绕产业链打造和培育大品种，开展一系列产品与技术升级重点项目，提升大产品的市场竞争地位；同时，公司将继续坚持全面国际化、国际标准的全产业链构建、产业与资本的双轮驱动、管理与模式创新的发展逻辑，践行中药国际化“走出去、走进去、走上去”的三步走战略。以资本为纽带，加强与国际领先企业的合作，助力公司从传统制药公司向综合医学服务提供商的逐步转型。

截至2019年9月底，公司主要在建工程包括医药生物反应器扩能和GMP改造项目、天地药业新厂区建设项目、仁康医院新院区以及生物茶谷修建工程项目，总预计投资额为42.43亿元，截至2019年9月底已投资金额26.21亿元，未来尚需投资16.22亿元，未来计划投资18.99亿元，公司在建工程后续待投入资金规模较大，公司存在一定融资需求。

整体上看，公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整，随着公司自身能力的提升和资源的不断整合，公司整体竞争实力有望增强。公司战略规划目标较为明确，将在巩固现有优势产品市场地位的基础上，进一步发展保健品产业。公司保健品产业目前仍处于起步阶段，未来发展存在一定不确定性。

表6 截至2019年9月底公司投资计划（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至2019年9月底已投资额	未来投资计划		
			2020年	2021年	2022年
天士力现代中药出口生产基地集成控制建设项目（FDA及EMA-CMC项目）	20000.00	18174.05	500.00	--	--
医药生物反应器扩能和GMP改造项目	34007.59	36726.96	5537.61	--	--
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	15571.86	15164.86	2092.21	--	--
帝益无菌药品车间项目	7350.00	8927.43	28.25	--	--
天地药业新厂区建设项目	27528.46	14355.45	10340.59	1161.68	--
天士力现代中药产业园建设项目	11246.34	7995.76	2766.38	173.77	--
辽宁保健品厂房建设项目	5300.00	3589.00	--	--	--
生物茶谷修建工程项目	236536.00	119665.00	859.00	--	--
文山三七数字本草检验中心有限公司基建项目	5249.28	4003.66	758.53	--	--
仁康医院新院区	42000.00	26736.64	2000.00	3000.00	--

幼儿健康研究教育中心综合服务楼项目	12000.00	4806.47	4589.00	--	--
樟树中药材初加工厂房项目	7530.30	1910.55	2516.00	2316.00	--
合计	424319.83	262055.83	31987.57	6651.45	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；2019 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年公司合并范围增加 3 家子公司，减少 1 家子公司；2018 年公司合并范围增加 1 家子公司，减少 1 家子公司；2019 年前三季度合并范围增加 3 家子公司。总体看，公司合并范围增减的子公司规模较小，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 409.46 亿元，所有者权益 125.84 亿元（含少数股东权益 71.34 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 197.97 亿元，利润总额 16.77 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 407.27 亿元，所有者权益 129.04 亿元（含少数股东权益 75.86 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 153.43 亿元，利润总额 8.58 亿元。

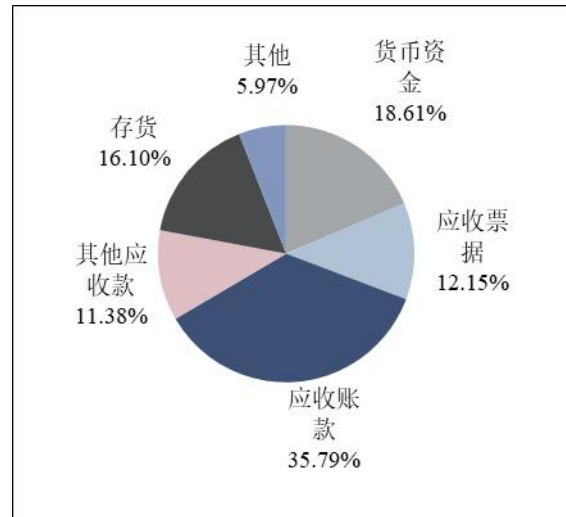
2. 资产质量

近三年，公司资产规模快速增长，截至 2018 年底为 409.46 亿元，同比增长 7.26%，主要来自货币资金和应收账款的增加；其中流动资产占 60.55%，非流动资产占 39.45%。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产年均复合增长率为 17.56%。截至 2018 年底，公司流动资产 247.92 亿元，同比增长 10.68%，构成以货币资金（占 18.61%）、应收票据（占 12.15%）、应收账款（占 35.79%）、其他应收款（占 11.38%）和存货（占 16.10%）为主。

图 1 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率为 40.49%。截至 2018 年底，公司货币资金较上年底增长 66.93%至 46.13 亿元，主要系公司及其子公司发行多期债券所致。其中银行存款占 74.77%；使用受限的货币资金 11.62 亿元，主要为各类保证金。

2016—2018 年，公司应收票据波动增长。截至 2018 年底，公司应收票据 30.13 亿元，较上年底下降 9.42%，主要系公司增加票据贴现所致，其中银行承兑汇票占 98.14%，已质押票据 3.42 亿元，受限比例较低。

受公司医药商业拓展医院终端销售业务，应收账款回款期加长影响，公司应收账款规模较大且增长较快。2016—2018 年，公司应收账款年均复合增长 27.54%。截至 2018 年底，公司应收账款 88.72 亿元，较上年底增长 21.96%；2018 年，公司对应收账款计提坏账准备 2.68 亿元，计提比例 2.93%，计提比例较低；应收账款账龄在 1 年以内的占 98.12%，账龄短。

2016—2018 年，公司其他应收款波动下降。截至 2018 年底，公司其他应收款 28.22

亿元，较上年底下降 23.49%，其中应收关联方款项 24.00 亿元；累计计提坏账准备 1.57 亿元，计提比例 5.27%，计提比例较低。从账龄来看，账龄在 1 年以内的其他应收款占 95.27%，账龄短。总体看，公司其他应收款集中度较高，且大部分为关联方借款，对公司资金形成占用，存在一定回收风险。

表7 截至2018年底其他应收款中的关联方款项

关联方名称	金额(万元)
天津天士力大健康产业投资集团有限公司	700.00
贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司	3200.00
国台酒业集团有限公司	153359.67
天津宝士力鼎膳餐饮管理有限公司	2.00
天津宝士力置业发展有限公司	76919.78
甘肃天誉医院(有限合伙)	5500.00
天津智祥企业管理有限公司	197.71
天津帝泊洱生物茶连锁有限公司	100.00
合计	239979.16

资料来源：公司2018年审计报告，联合资信整理

2016—2018年，公司存货不断增长。截至2018年底，公司存货 39.92 亿元，较上年底增长 18.06%，累计计提跌价准备 0.04 亿元；主要由库存商品（占 54.32%）和原材料（占 27.49%）构成。

2016—2018年，公司其他流动资产波动下降，截至2018年底为 6.88 亿元，主要为短期理财产品。

（2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产年均复合增长 12.36%。截至2018年底，公司非流动资产 161.54 亿元，较上年底变化不大，主要由可供出售金融资产（占 15.36%）、长期应收款（占 10.77%）、长期股权投资（占 20.14%）和固定资产（占 31.50%）构成。

2016—2018年，公司可供出售金融资产年均复合增长 18.12%。截至2018年底，公司可供出售金融资产 24.81 亿元，较上年底增长 16.27%。其中可供出售债务工具 2.71 亿元，可供出售权益工具 22.10 亿元。按成本计量的

可供出售金融资产 15.81 亿元，主要包含甘肃众友健康医药股份有限公司 4.32 亿元和 C-BRIDGE HEALTHCARE FUND L,P 3.85 亿元等；按公允价值计量的可供出售金融资产 9.00 亿元，被投资对象主要包括曙光信息产业股份有限公司（以下简称“曙光信息”，截至2018年底公司持股比例为 1.08%，账面价值 1.88 亿元）和成都市贝瑞和康基因技术股份有限公司（以下简称“贝瑞和康”，截至2018年底公司持股比例为 2.33%，账面价值 2.53 亿元）。

表8 截至2018年底公司主要可供出售金融资产明细

被投资单位	账面价值(亿元)
甘肃众友健康医药股份有限公司	4.32
C-BRIDGE HEALTHCARE FUND II L.P.	3.85
成都市贝瑞和康基因技术股份有限公司	2.53
PHARNEXT SA	2.39
曙光信息产业股份有限公司	1.88
Genova Inc Limited	1.39

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司长期应收款逐年下降。截至2018年底，公司长期应收款 17.39 亿元，较上年底下降 9.11%，主要系融资租赁业务规模回落所致，构成主要为融资租赁款，其中 13.09 亿元用于质押担保。

2016—2018年，公司长期股权投资有所波动。截至2018年底，公司长期股权投资 32.53 亿元，较上年底下降 14.56%。公司长期股权投资为对联营及合营企业的投资，行业主要涉及医药研发、医药医疗投资和医疗器械，均为权益法核算，被投资主体主要有天津同仁堂集团股份有限公司和西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）等。同期，对 CARDIODA, INC 计提 1.25 亿元减值，主要系其产品 2018 年未能进入医保，导致销售额大幅下降，无法收回投资，全额计提减值准备。

表 9 截至 2018 年底公司主要长期股权投资明细

被投资单位	账面价值 (亿元)
西藏华金天马股权投资合伙企业 (有限合伙)	4.00
天津同仁堂集团股份有限公司	5.03
C-BRIDGE HEALTHCARE FUND,L.P	4.22
天津华金境天投资合伙企业 (有限合伙)	3.23
I-BRIDGE HEALTHCARE FUND,L.P	3.08
I-MAB	3.09

资料来源: 公司审计报告

2016—2018 年, 公司固定资产规模较为稳定。截至 2018 年底, 公司固定资产账面原值 72.52 亿元, 累计折旧 26.52 亿元, 账面价值 50.89 亿元, 较上年底变动不大。从构成看, 主要由房屋建筑物 (占 67.36%) 和机器设备 (占 28.16%) 构成。

2016—2018 年, 公司无形资产波动下降, 年均复合下降 3.58%。截至 2018 年底, 公司无形资产原值 39.80 亿元, 累计摊销和减值准备合计 10.47 亿元, 账面价值 29.32 亿元, 较上年底下降 3.77%。其中, 采矿权占 85.28%, 土地使用权占 11.85%。

2016—2018 年, 公司开发支出快速增长, 年均复合增长 68.28%。截至 2018 年底, 公司开发支出 11.45 亿元, 较上年底增长 111.13%, 包括技术受让款及技术出资款 (6.13 亿元) 和其他研发支出 (资本化支出, 5.31 亿元)。

截至 2019 年 9 月底, 公司 (合并) 资产总额 407.27 亿元, 资产规模和资产结构均较上年底变化不大。其中, 货币资金 33.14 亿元, 较 2018 年底下降 28.18%; 应收账款 98.62 亿元, 较 2018 年底增长 11.16%; 其他应收款较 2018 年底增长 19.92% 至 33.85 亿元; 在建工程较上年底 57.33% 至 11.50 亿元; 其他科目变动不大。

表 10 截至 2019 年 9 月底其他应收款中的关联方款项

关联方名称	金额 (万元)
国台酒业集团有限公司	151160.00
天津宝士力置业发展有限公司	76493.00
天津天士力大健康产业投资集团有限公司	27500.00
贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司	3200.00

贵州国台酒业股份有限公司	12.00
合计	258365.00

资料来源: 公司提供

资产受限方面, 截至 2019 年 9 月底, 公司受限资产合计 60.01 亿元, 以货币资金、应收账款和长期应收款为主。

表 11 截至 2019 年 9 月底公司资产受限明细

受限资产名称	受限账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	10.49	开立银行承兑汇票的保证金、借款保证金等
应收票据	0.04	为银行融资、开立银行承兑票据提供质押担保
应收账款	33.78	包括 ABS、ABN 质押、银行贷款质押、信用证贴现融资
固定资产	5.96	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
长期应收款	9.01	为银行融资、开立银行承兑票据提供质押担保
无形资产	0.73	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
合计	60.01	--

资料来源: 公司提供

总体看, 近年来公司资产规模波动增长, 医药商业经营规模的扩张、“两票制”的影响推高了公司应收账款规模, 以关联方借款为主的其他应收款规模较大, 对资金形成占用; 公司资产流动性一般, 整体资产质量尚可。

3. 所有者权益和负债

(1) 所有者权益

2016—2018 年, 公司所有者权益年均复合增长 7.80%。截至 2018 年底, 公司所有者权益 125.84 亿元 (含少数股东权益 71.34 亿元), 同比增长 7.80%, 主要源于少数股东权益的增加; 归属于母公司的权益主要由资本公积 (占 41.75%) 和未分配利润 (占 38.84%) 构成。

2016—2018 年, 公司其他综合收益逐年下降。截至 2018 年底, 公司其他综合收益同比大幅下降 43.83% 至 5.92 亿元, 主要系可供出售金融资产的公允价值变动损益 -2.74 亿元 (持

有的曙光信息和贝瑞和康股票的公允价值变动)。

截至 2019 年 9 月底, 公司所有者权益合计 129.04 亿元, 较上年底小幅增长 2.54%。

总体看, 公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高, 权益稳定性偏弱。

(2) 负债

2016—2018 年, 公司负债年均复合增长 19.37%。截至 2018 年底, 公司负债 283.63 亿元, 同比增长 5.92%, 主要来自长期借款和应付债券的增加; 其中非流动负债占比由上年底的 28.23% 提升至 42.08%。

流动负债方面, 2016—2018 年, 公司流动负债波动增长。截至 2018 年底, 公司流动负债较上年底下降 14.53% 至 164.26 亿元, 主要由短期借款 (占 42.87%)、应付账款 (占 14.34%) 和一年内到期的非流动负债 (占 14.33%) 构成。

2016—2018 年, 公司短期借款规模波动增长, 分别为 46.18 亿元、86.47 亿元和 70.42 亿元。截至 2018 年底, 公司短期借款中信用借款 29.79 亿元, 保证借款 26.46 亿元和质押借款 11.97 亿元。

2016—2018 年, 公司应付账款波动增长, 主要为应付货款。截至 2018 年底, 公司应付账款 23.55 亿元, 较上年底变动不大。

2016—2018 年, 公司其他应付款波动增长。截至 2018 年底, 公司其他应付款 13.90 亿元, 较上年底下降 13.01%, 主要系往来款减少所致。

2016—2018 年, 公司一年内到期的非流动负债快速增长, 年均复合增长率为 66.20%。截至 2018 年底, 公司一年内到期的非流动负债 23.54 亿元, 同比增长 82.20%, 主要为一年内到期的长期借款和应付债券 (“16 天士力 PPN001”)。

2016—2018 年, 公司其他流动负债分别为 27.96 亿元、35.14 亿元和 14.98 亿元, 主要为公司发行的超短期融资券。

非流动负债方面, 2016—2018 年, 公司非流动负债不断增长, 年均复合增长率为 38.90%。截至 2018 年底, 公司非流动负债 119.36 亿元, 较上年底增长 59.87%, 主要由长期借款 (占 31.35%)、应付债券 (占 51.26%) 和长期应付款 (占 13.33%) 构成。

2016—2018 年, 公司长期借款快速增长, 年均复合增长率为 88.14%。截至 2018 年底, 公司长期借款 37.41 亿元, 较上年底增长 42.71%, 其中信用借款和保证借款分别为 15.13 亿元和 8.80 亿元。

2016—2018 年, 公司应付债券分别为 29.35 亿元、25.83 亿元和 61.18 亿元。

2016—2018 年, 公司长期应付款有所波动。截至 2018 年底, 公司长期应付款 15.91 亿元, 较上年底下降 10.80%; 公司长期应付款主要系应付股权收购款和融资租赁款项。

截至 2019 年 9 月底, 公司负债总额为 278.23 亿元, 较 2018 年底变化不大。其中流动负债占 59.76%, 非流动负债占 40.24%。截至 2019 年 9 月底, 公司预收账款 8.74 亿元, 较 2018 年底增长 7.32 亿元, 主要系安国开发中药都商铺预销售回款。

有息债务方面, 2016—2018 年, 公司有息债务年均复合增长 23.96%。截至 2018 年底, 公司全部债务 234.25 亿元, 较上年底增长 9.61%。其中短期债务占 51.15%, 较上年底下降 16.24 个百分点, 长期债务占 48.85%; 公司债务结构有所改善。2016—2018 年, 公司资产负债率和全部债务资本化比率波动上升, 长期债务资本化比率逐年上升。截至 2018 年底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.27% 和 65.05%, 较上年底略有下降; 长期债务资本化比率为 47.63%, 较上年底大幅增长 9.68 个百分点。截至 2019 年 9 月底, 公司全部债务为 217.42 亿元, 较 2018 年底下降 7.18%。其中短期债务占 50.74%, 长期债务占 49.26%, 与上年底基本持平。同期, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本

化比率分别为 68.32%、62.76%和 45.36%。下表列示了公司本部存续债券概况，其中 2020 年剩余待偿债券余额 15.00 亿元，债券到期日集中于 2021 年。

表 12 截至本报告出具日公司本部存续债券概况

债券简称	发行日期	到期日期	余额 (亿元)
17 天士力 PPN001	2017-09-06	2020-09-07	5.00
18 天士力 PPN001	2018-11-27	2021-11-29	2.50
18 天士力 MTN001	2018-01-08	2021-01-10	5.00
18 天士力 MTN002	2018-03-05	2021-03-07	10.00
18 天士力 MTN003	2018-04-16	2021-04-18	5.00
19 天集 03	2019-11-29	2021-12-03	8.00
20 天士力 SCP001	2020-01-14	2020-10-12	5.00
20 天士力(疫情防控债) SCP002	2020-02-11	2020-11-9	5.00
合计	--	--	45.50

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

总体看，近年来，公司负债规模快速增长，整体债务规模较重，但 2018 年以来债务结构有所改善。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入和营业成本¹均不断增长，年均复合增长率分别为 11.92% 和 12.84%。2018 年，公司实现营业总收入 197.97 亿元，同比增长 10.87%，医药商业的增长对营业总收入的支撑作用较为明显。2018 年，公司营业成本 125.87 亿元，同比增长 10.52%。2016—2018 年，公司营业利润率波动下降，2018 年为 35.02%。

随着公司业务规模的扩大，公司期间费用呈增长趋势。2016—2018 年，公司期间费用分别为 50.29 亿元、54.43 亿元和 61.74 亿元，占营业总收入的比重分别为 31.82%、30.48% 和 30.91%。2018 年，公司管理费用和研发费用合计 19.74 亿元，同比增长 13.24%；财务费用 10.56 亿元，同比增长 34.83%。总体看，公司期间费用对利润侵蚀较大。

¹含利息支出和手续费及佣金支出

2016—2018 年，公司资产减值损失快速增长，2018 年为 3.53 亿元，同比增加 2.26 亿元，主要系坏账损失 1.99 亿元和长期股权投资减值损失 1.25 亿元。同期，公司投资收益大幅增长，分别为 11.24 亿元、9.84 亿元和 10.70 亿元。2018 年，公司投资收益中处置可供出售金融资产产生的投资收益 8.07 亿元，主要系出售曙光信息部分股权所致。

2016—2018 年，公司营业外收入和其他收益合计分别为 0.97 亿元、1.16 亿元和 1.95 亿元，主要为政府补助。

2016—2018 年，公司分别实现利润总额 18.06 亿元、16.98 亿元和 16.77 亿元。

从整体盈利指标看，2016—2018 年，公司总资产收益率波动下降，净资产收益率不断下降，三年加权平均值分别为 6.65% 和 10.14%，2018 年为 6.58% 和 9.36%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 153.43 亿元，较上年同期增长 6.59%；同期，公司期间费用 42.76 亿元，占营业收入的比重为 27.87%；公司实现投资收益 4.78 亿元，主要系出售曙光信息股权所致。2019 年 1—9 月，公司实现利润总额 8.58 亿元，同比下降 48.45%；同期，公司营业利润率为 29.75%，较上年同期有所下滑。

总体看，公司营业总收入不断增长，主业盈利能力较为稳定且保持在较高水平；但期间费用对利润形成较大侵蚀；利润水平对非经营性损益依赖大，且投资收益可持续性弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动的现金流入量不断增长，年均增幅 12.67%。2018 年，公司经营活动现金流入为 225.67 亿元，同比增长 23.23%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 216.52 亿元，同比增长 23.40%，主要系收回融资租赁和保理业务收回租赁款和贷款以及加大票据贴现所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量亦不

断增长，年均增幅 11.69%。2018 年，公司经营
活动现金流出为 219.66 亿元，同比基本持平，
主要为购买商品、接受劳务支付的现金（141.29
亿元）和支付其他与经营活动有关的现金
（36.11 亿元）。近三年公司经营活动产生的现
金流量净额分别为 1.70 亿元、-36.50 亿元和 6.02
亿元，波动较大。从收入实现质量来看，
2016—2018 年，公司现金收入比分别为
109.31%、98.27%和 109.37%，公司收入实现质
量尚可。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资
活动现金流入规模波动增长。2018 年，公司投
资活动现金流入 42.41 亿元，同比下降 25.12%，
主要由收回投资收到的现金（29.75 亿元）和收
到其他与有关的现金（10.85 亿元）构成。
2016—2018，公司投资活动现金流出波动下降。
2018 年，公司投资活动现金流出 31.54 亿元，
同比大幅下降 52.59%，主要为支付其他与投资
活动有关的现金大幅下降所致。近三年，公司
投资活动产生的现金流量净额分别为-22.36 亿
元、-11.88 亿元和 10.88 亿元。

筹资活动方面，2016—2018 年，为满足投
资需求，公司通过取得借款和发行债券等渠道
筹集资金，筹资活动现金流入量快速增长，分
别为 160.29 亿元、171.15 亿元和 230.20 亿元。
同期，公司筹资活动现金流出分别为 132.69 亿
元、118.42 亿元和 234.45 亿元，主要为偿还债
务支付的现金。2016—2018 年，公司筹资活动
产生的现金流量净额分别为 27.59 亿元、52.73
亿元和-4.25 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动产生的现
金流量净额为 22.04 亿元，同比大幅增加，主
要系公司增加票据贴现及融资租赁业务收到回
款所致；投资活动产生的现金流量净额为-8.11
亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-26.40
亿元。同期现金收入比为 117.46%，收入实现
质量有所提升。

总体看，受贴票及融资租赁业务回款影响，
公司经营活动产生的现金流入规模不断增长，

收入实现质量有所提高，2018 年以来经营性净
现金流由负转正；随着公司主业运营发展及对
外投资的进一步投入，公司存在一定融资压力。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，近三年，公司流动比
率和速动比率呈波动上升态势，三年加权平均
值分别为 136.58%和 114.63%，2018 年底分别
为 150.93%和 126.63%，分别较上年底提升
34.37 个百分点和 27.66 个百分点。2016—2018
年，公司经营现金流流动负债比分别为 1.24%、
-18.99%和 3.66%。截至 2019 年 9 月底，公司
流动比率和速动比率分别下降至 145.55%和
120.33%。考虑到公司应收票据规模较大，可供
出售金融资产可变现性强，公司短期偿债能力
尚可。

长期偿债能力方面，2016—2018 年，公司
EBITDA 逐年增加，分别为 29.25 亿元、30.37
亿元和 34.04 亿元。2016—2018 年，公司全部
债务/EBITDA 分别为 5.21 倍、7.04 倍和 6.88
倍；EBITDA 利息倍数呈波动下降趋势，分别
为 4.27 倍、3.62 倍和 2.86 倍。总体看，公司
长期偿债能力逐步弱化。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额
12.55 亿元，主要为对关联方的担保。

表 13 截至 2019 年 9 月底公司对外担保情况

被担保单位	担保额度(亿元)	担保到期日
国台酒业集团有限公司	1.50	2019.12.26
	0.50	2020.07.03
贵州国台酒业有限公司	0.50	2019.12.27
	0.80	2020.03.26
贵州国台酒庄有限公司	3.30	2021.12.04
贵州国台酒业销售有限 公司	0.50	2020.01.02
	0.20	2020.03.26
贵州汇珠薏仁米产业开 发有限公司	0.22	2023.11.22
浙江尖峰集团股份有限 公司	2.53	2019.11.20
江西中通融资租赁有限 公司	3.00	2021.12.24
合计	12.55	--

注：1.贵州国台酒业销售有限公司、贵州国台酒业有限公司、贵州
国台酒庄有限公司均受大健康集团控制，贵州汇珠薏仁米产业开

发有限公司为联营企业，江西中通融资租赁有限公司与公司无关联关系；2. 公司为尖峰集团发行债券提供不可撤销的连带责任保证担保；同时，大健康集团向公司在该担保责任范围内提供保证方式的反担保；3. 截至2018年底，江西中通融资租赁有限公司资产总额20.00亿元，所有者权益6.45亿元，2018年实现收入4.07亿元，利润总额0.07亿元

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司共获得银行授信236.39亿元，尚未使用额度为117.90亿元；子公司天士力股份为上市公司，公司间接和直接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

资产及负债方面，截至2018年底，公司本部资产总额112.08亿元；其中流动资产占比为50.96%。流动资产主要为其他应收款，占85.75%。非流动资产以长期股权投资为主，主要为对子公司和联营企业的投资。公司本部通过基金持有西藏易明西雅医药科技股份有限公司、重药控股股份有限公司和歌礼制药有限公司等上市公司优质股权，变现能力较强。公司已展开部分股权资产退出，预计优质股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。

截至2018年底，公司负债总额91.00亿元，构成主要为短期借款、一年内到期的非流动负债和应付债券，分别为28.91亿元、14.05亿元和27.34亿元。所有者权益方面，截至2018年底，公司本部所有者权益为21.09亿元，主要由资本公积构成（15.40亿元）。截至2019年9月底，公司本部资产总额112.55亿元，规模和构成与2018年底基本持平；负债总额93.51亿元，规模和结构较2018年底变化不大；所有者权益较2018年底有所下降，主要系未分配利润为负数所致。

盈利能力方面，公司本部为控股型公司，本部基本无收入。2018年，公司本部实现营业收入0.01亿元；公司本部的期间费用主要为管理费用和财务费用，分别为1.41亿元和1.93亿元。同期，投资收益为5.06亿元；2018年公司本部实现利润总额0.49亿元。2019年1—9月，

公司利润总额为-1.85亿元，其中投资收益2.14亿元。

现金流方面，公司本部经营性现金流量较小，2018年经营活动现金流入量为0.22亿元，经营活动产生的现金流量净额为-3.27亿元；投资活动产生的现金流入量净额为20.01亿元；同期，公司筹资活动现金流量主要系取得借款、发行债券和偿还债务产生的现金流量，筹资活动产生的现金流量净额为-18.23亿元。2019年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额为3.42亿元，投资活动产生的现金流量净额为2.49亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-5.66亿元。

有息债务方面，截至2019年9月底，公司本部有息债务为82.11亿元，其中短期债务50.66亿元，长期债务31.45亿元。从债务指标看，截至2019年9月底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期资本化比率分别为83.08%、81.18%和62.29%，整体债务负担很重。

总体看，公司本部作为控股型公司，本部收入规模很小，盈利主要依赖投资收益；本部资产以其他应收款和长期股权投资（上市公司天士力股份股权）为主，资产质量尚可；公司本部债务负担重，承担较多融资职能，偿债能力弱。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2019年9月底，公司全部债务为217.42亿元，其中长期债务为107.10亿元。本期中期票据发行额度为5亿元，分别占2019年9月底全部债务和长期债务的2.30%和4.67%，对公司现有债务规模有一定影响。以2019年9月底数据为基础，本期中期票据发行后，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比例将分别上升至67.26%和46.49%。考虑到本期中期票据资金将部分用于偿还公司有息债务，发行后公司实际债务负担将小于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的35.55倍、36.63倍和45.13倍，公司经营活动现金流净额分别为本期中期票据拟发行额度的0.34倍、-7.30倍和1.20倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高；2016—2018年，公司EBITDA/本期发债额度分别为5.85倍、6.07倍和6.81倍，公司EBITDA对本期中期票据保障能力强。

综合分析，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

十一、结论

近年来，受益于医药卫生体制改革的逐步深入、中国经济发展带动居民消费意识和消费能力的升级，中国医药行业面临良好的发展机遇。

公司作为国内实践中药现代化的领军企业，自主研发能力处于国内中药行业领先水平，产品质量管理体系率先与国际接轨，品牌影响力和中药材自给优势明显。近年来，公司销售收入持续增长，并保持较强的盈利能力。

目前，公司基本形成了一线产品复方丹参滴丸市场地位稳固，二线产品养血清脑颗粒、水林佳等产品销售规模快速增长的发展格局。未来，公司将进一步完善制药工业产业链，扩大营销网络，并以国内市场为基础，大力进军国际市场。

近年来，公司资产规模有所波动，资产质量尚可，整体债务规模有所加重，权益稳定性有待增强；收入规模稳定增长，盈利能力较为稳定，但期间费用对利润形成侵蚀，利润水平对非经营性损益依赖大，且投资收益可持续性弱；公司本部债务负担重。

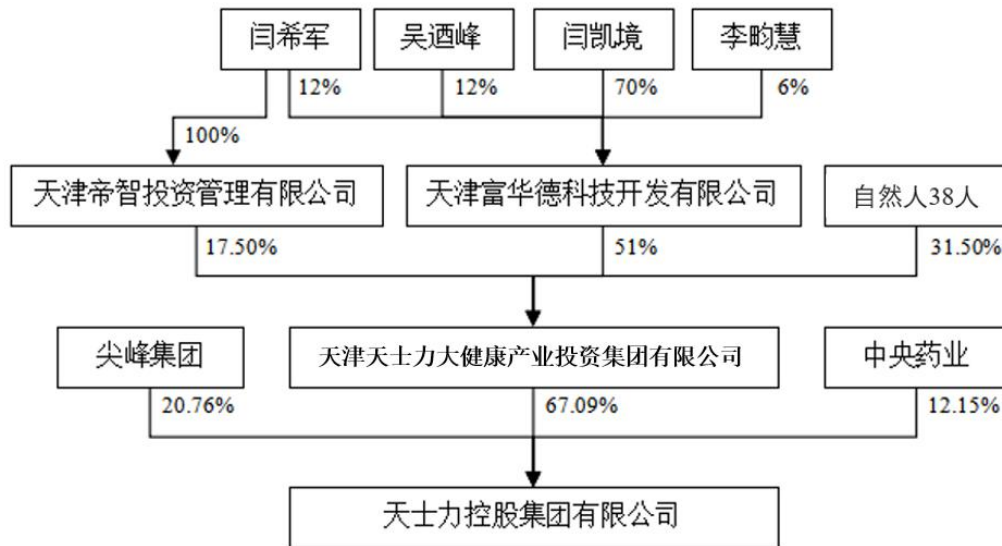
公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

未来，公司将进一步聚焦医药工业，继续推进现代中药、生物药和化学药的协同发展，

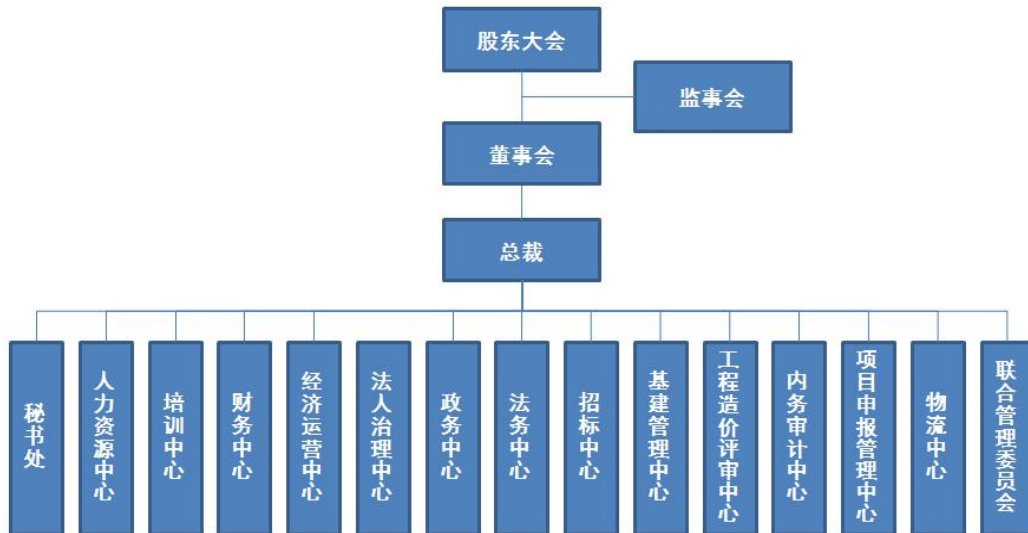
构筑创新医药研发集群；扩大营销网络，以国内市场为基础，大力进军国际市场。随着医保产品的逐步放量，公司未来盈利能力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	45.50	60.90	76.29	53.67
资产总额(亿元)	307.32	381.75	409.46	407.27
所有者权益(亿元)	108.28	113.98	125.84	129.04
短期债务(亿元)	97.36	144.01	119.82	110.32
长期债务(亿元)	55.10	69.69	114.43	107.10
全部债务(亿元)	152.45	213.71	234.25	217.42
营业总收入(亿元)	158.05	178.57	197.97	153.43
利润总额(亿元)	18.06	16.98	16.77	8.58
EBITDA(亿元)	29.25	30.37	34.04	--
经营性净现金流(亿元)	1.70	-36.50	6.02	22.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.20	1.95	1.76	--
存货周转次数(次)	3.51	3.53	3.41	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.52	0.50	--
现金收入比(%)	109.31	98.27	109.37	117.46
营业利润率(%)	36.16	34.67	35.02	29.75
总资本收益率(%)	7.67	6.08	6.58	--
净资产收益率(%)	12.13	10.12	9.36	--
长期债务资本化比率(%)	33.72	37.94	47.63	45.36
全部债务资本化比率(%)	58.47	65.22	65.05	62.76
资产负债率(%)	64.77	70.14	69.27	68.32
流动比率(%)	130.76	116.56	150.93	145.55
速动比率(%)	108.13	98.97	126.63	120.33
经营现金流流动负债比(%)	1.24	-18.99	3.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	3.62	2.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.21	7.04	6.88	--

注：2019 年 1-9 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标；长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标

附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.29	2.35	7.25	7.51
资产总额(亿元)	105.62	119.29	112.08	112.55
所有者权益(亿元)	25.14	23.73	21.09	19.04
短期债务(亿元)	33.84	59.87	57.93	50.66
长期债务(亿元)	44.90	30.96	30.40	31.45
全部债务(亿元)	78.74	90.84	88.33	82.11
营业收入(亿元)	0.00	0.02	0.01	0.00
利润总额(亿元)	0.31	0.14	0.49	-1.85
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-2.78	-1.38	-3.27	3.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.52	0.00	--
现金收入比(%)	91.72	134.78	64.61	28.55
营业利润率(%)	36.16	34.67	-262.60	-243.47
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	1.24	0.58	2.33	--
长期债务资本化比率(%)	64.11	56.62	59.04	62.29
全部债务资本化比率(%)	75.80	79.29	80.73	81.18
资产负债率(%)	76.20	80.11	81.19	83.08
流动比率(%)	170.73	103.30	94.27	92.24
速动比率(%)	170.73	103.30	94.27	92.24
经营现金流动负债比(%)	-7.82	-2.14	-5.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	---	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2019年1-9月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标；长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 天士力控股集团有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）的跟踪评级安 排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

天士力控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

天士力控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对天士力控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，天士力控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天士力控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现天士力控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对天士力控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如天士力控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对天士力控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天士力控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。