

信用等级公告

联合[2014] 2157 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⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年十二月十六日



天士力控股集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2014 年 12 月 16 日

财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	104.18	108.64	135.50	159.28
所有者权益(亿元)	40.74	45.14	50.24	58.07
长期债务(亿元)	11.91	17.33	14.22	20.48
全部债务(亿元)	44.32	45.64	62.21	76.47
营业总收入(亿元)	92.80	99.71	118.42	96.95
利润总额(亿元)	8.62	9.55	12.88	13.07
EBITDA(亿元)	12.20	13.84	17.98	--
营业利润率(%)	29.36	36.37	38.14	36.95
净资产收益率(%)	16.40	16.59	18.97	--
资产负债率(%)	60.89	58.45	62.92	63.54
全部债务资本化比率(%)	52.10	50.28	55.32	56.84
流动比率(%)	135.52	138.56	110.70	120.77
全部债务/EBITDA(倍)	3.63	3.30	3.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.76	5.80	5.73	--

注: 1. 2014 年三季度财务数据未经审计; 2. 将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整计入短期债务和长期债务。

分析师

马 栋 谭心远

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)

Http: //www.lhratings.com

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,整体盈利能力较强。联合资信也关注到,公司医药工业收入相对集中于单一产品,医药流通业务利润率低并面临一定的竞争压力等因素对公司偿债能力带来的不利影响。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 中国医疗体制改革的推进促使市场大幅扩容,国家出台多项政策扶持中药产业发展,中成药市场长期将保持增长趋势。
2. 公司形成了较为完整的中药产业链,品牌优势显著。
3. 公司自主研发能力处于国内中药行业领先水平,公司产品质量管理体系率先实现与国际标准接轨,为长期持续发展奠定了基础。
4. 公司对中药材资源掌控能力较强,有助于从源头控制药品质量,抵御中药材价格波动风险。
5. 公司近年来销售收入持续快速增长,盈利能力较强。

关注

1. 公司医药流通业务尚不具备规模优势，未来以大型医药流通企业为主导的兼并重组和市场竞争加剧将对其构成压力。
2. 公司保健品产业目前仍处于起步阶段，未来发展不确定性较大。
3. 公司销售费用增长较快，期间费用控制能力有待加强。
4. 部分被担保企业近年来经营业绩大幅下滑，公司存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天士力控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天士力控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因天士力控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天士力控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、天士力控股集团有限公司主体长期信用等级自 2014 年 12 月 16 日至 2015 年 12 月 15 日有效；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。

一、主体概况

天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”或“公司”）原名天津市天士力联合制药有限公司，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；截至 2014 年 9 月底，公司注册资本 2.38 亿元，其中天津帝士力投资控股集团有限公司持股 61.68%，浙江尖峰集团股份有限公司持股 20.76%，天津市中央药业有限公司持股 17.56%。自然人闫希军通过控股天津富华德科技开发有限公司间接控股帝士力（另外两名股东闫凯境、吴迺峰为闫希军的一致行动人），是公司的实际控制人。股权结构图详见附件 1-1。

2002 年 8 月，公司发起设立的天士力制药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”，股票代码：600535）成功在上海证券交易所上市。截至 2014 年 9 月底，公司持有天士力股份 47.27% 的股权。

公司经营范围：对外投资、控股；天然植物药物种植及相关加工、分离；组织所属企业开展产品生产、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；公司研制开发的技术和生产的科研产品的出口业务；公司科研和生产所需的技术、原辅料、机械设备、仪器仪表、零配件的进口业务；公司的进料加工和“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）。

公司设有财务中心、投资发展中心、工程

技术中心、审计中心、品牌中心、法务中心、基建部、人力资源中心、物流中心和信息中心等 10 个部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2013 年底，公司资产总额 135.50 亿元，所有者权益 50.24 亿元（含少数股东权益 24.99 亿元）；2013 年，公司实现营业总收入 118.42 亿元，利润总额 12.88 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 159.28 亿元，所有者权益 58.07 亿元（含少数股东权益 28.75 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业总收入 96.95 亿元，利润总额 13.07 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、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长

7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可

分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.10%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金【2013】2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内

容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、行业分析

1. 医药工业现状

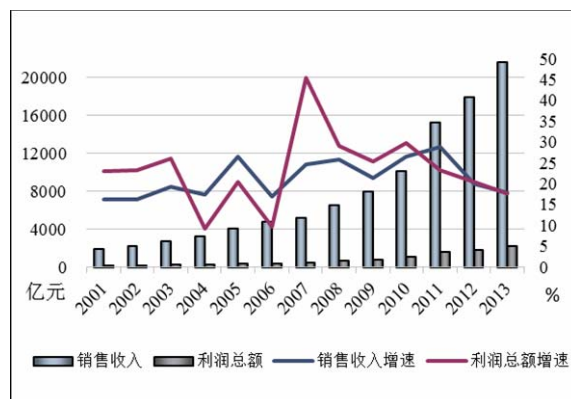
运行概况

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。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的

增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。1998~2004 年中国医药工业总产值年复合增长率达到 17.5%，高于同期 GDP 复合增长率 4.85 个百分点。2005~2006 年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007~2008 年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2010 年实现医药工业总产值 11933.82 亿元，同比增长 27.07%。2011 年、2012 年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，分别实现产值 15707 亿元、18255 亿元，分别同比增长 31.62%、16.22%。2013 年，中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元，同比增长 18.00%，利润总额 2071.67 亿元，同比增长 17.76%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2014 年前三季度，中国医药制造业实现主营业务收入 16541.49 亿元，同比增长 13.15%，利润总额 1584.11 亿元，同比增长 12.50%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

图 1 2001~2013 年中国医药行业效益情况



资料来源：Wind 资讯

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速

增长，收入规模年均增速保持在 20%以上；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成

药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元；%）

	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
医药制造业合计	14522.05	1494.30	10.29	17083.26	1731.68	10.14	20592.93	2071.67	10.06
化学药品原药制造	3050.18	247.86	8.13	3289.72	243.02	7.39	3819.88	284.74	7.45
化学药品制剂制造	4104.98	442.35	10.78	5023.69	556.03	11.07	5730.93	639.40	11.16
中药饮片加工	853.72	64.42	7.55	990.29	71.04	7.17	1259.35	94.18	7.48
中成药制造	3378.67	372.44	11.02	4079.16	436.48	10.70	5064.98	538.43	10.63
兽用药品制造	698.15	71.09	10.18	802.52	80.21	10.00	938.21	90.33	9.63
生物、生化制品制造	1515.47	206.69	13.64	1775.43	230.13	12.96	2381.36	282.41	11.86
卫生材料及医药用品制造	920.88	89.45	9.71	1122.44	114.77	10.22	1398.22	142.18	10.17

资料来源：国家统计局

主要子行业概况

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大；中药饮片和生物制药的增速最高。

（1）化学原料药行业

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球 19.3%的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。根据中国医保商会统计，2013 年中国原料药出口 235.98 亿美元，同比增长 3.98%，保持稳定增长，从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原

料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2013 年原料药行业继续消化过剩的产能，盈利情况仍不容乐观。

（2）化学药制剂行业

随着国内医药经济的快速增长，目前中国有能力生产的化学药品制剂共有 60 个剂型、4500 余个品种，产能居世界首位。近年来，化学药品制剂出口发展迅速，在国内医药市场复杂多变的形势下，对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

据国家药监局统计，中国基本药物费用比重明显高于非基本药物。而随着基本药物目录

为代表的国家药物政策的逐渐成型，中国通用名药品的发展将进入一个新阶段，未来化学药品制剂的需求量还将保持较快增长，疗效确切、价格低廉的国产普药及新药继续占有较大的市场份额，药品分类管理制度的实施将推动 OTC 药品进入快速发展阶段。但行业持续不断的调整势必难免，整个化学药品制剂行业在面临压力的同时也将会得到很大的发展机遇。

(3) 中药子行业

中药即按中医理论的用药，为中国传统中医特有药物。中药包括中药材、中药饮片、中成药，为中药行业的三大支柱。其中中药材是中药饮片和中成药的原料。

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入从 2011 年至 2013 年复合增长率分别达到 22.44% 与 21.46%，市场呈现稳定增长态势。2013 年，中成药制造行业和中药饮片加工行业分别实现销售收入 5064.98 亿元和 1259.35 亿元，同比增长 21.09% 和 26.89%。2014 年 1~9 月，中成药营业收入同比增长 13.74%，利润总额同比增长 11.06%。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

目前国内中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

2. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业存在一个显著特征是数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2010 年底已经有 7000 多家，初步统计百强比重已上升至约 40%。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的

业绩相比差距甚远。造成中国医药产业集中度低的主要原因是制药企业的规模经济水平低，绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制根本不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势。中国的制药企业进行规模化生产的非常少，虽有一些如哈药集团有限公司、扬子江药业集团有限公司、石药集团及华北制药集团有限责任公司等大型制药集团，但与世界级制药企业相比还有很大差距。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，这些严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。针对医药价格虚高，国家发改委已对政府定价范围内药品的最高零售价格进行了多次调整。化学药方面，从 2010 年开始，发改委针对化学药品进行了多轮降价，平均降幅在 17%~41%，涉及抗生素、循环、神经、激素、消化、抗肿瘤、免疫和血液等各个品类。2013 年 1 月，发改委发出通知，决定从 2013

年2月1日起调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品最高零售限价，共涉及20类药品，400多个品种、700多个代表剂型规格，平均降价幅度为15%，其中高价药品平均降幅达到20%，这是国家发改委近15年来启动的第31轮药品降价，医保目录中的化学药品全品类调价已经完成。中成药方面，近7年来尚未进行降价调整，但发改委从2013年11月14日开始密集举行了7场有关中成药的价格评审会，评审范围包括了2010版医保目录里中成药部分的所有种类。2014年2月13日，发改委药品价格评审中心在北京召开了妇科、眼科、耳鼻喉科、骨伤科和皮肤科中成药的价格预评审会议，预计将在年内实现中成药近年来首次降价。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

中药材价格波动

近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。

中药材价格每3-4年呈现一个周期，波动明显，在2009-2012年价格持续上涨，激发了药农的种植积极性，使得中药材市场迎来了扩种潮。

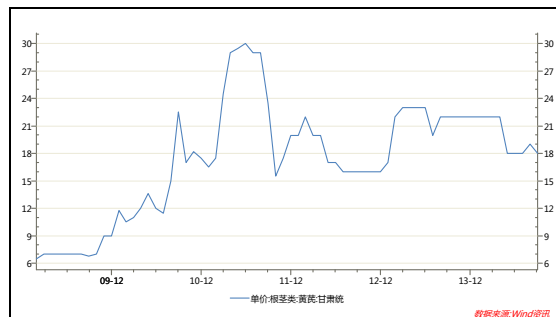
以甘肃省黄芪，党参和三七为例。2009年以前，黄芪行情长期徘徊于7-8元/千克上下，药农收益甚微，种植积极性低下。2009-2010年黄芪行情随药市利好环境带动开始上升，但受限于黄芪种苗不丰的情况，黄芪的种植规模无法跟上行情的发展趋势，并且往年累积库存不丰，至2011年黄芪行情攀升至30元/千克高点。随后，药材市场整体松动加之黄芪产量逐渐得到恢复，黄芪的价格出现回落，长期波动于17-21元/千克之间。从2014年情况看，中药

材价格有所回落，甘肃地产黄芪价格从22元/千克下跌至18元/千克。

党参价格从2010年5月开始急剧上涨，一直持续到2013年8月，价格涨至120元/千克，但随着药材市场整体萧条、产量供大于求，价格逐步下滑，党参统货价格逐渐回落至2014年9月的20元/千克。

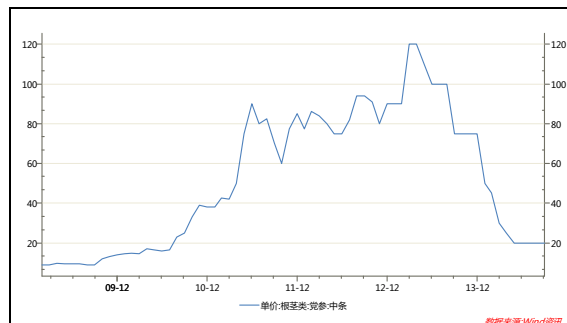
自2011年以来三七价格波动上涨，至2013年四季度三七大量上市，导致市场供大于求，造成三七价格快速下降，2014年一季度三七价格保持稳定，二季度至今下降明显。

图2 根茎类黄芪价格走势（单位：元/千克）



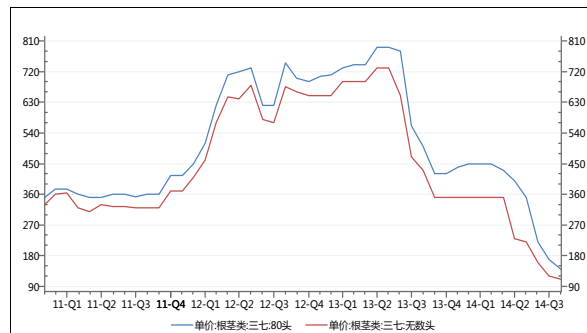
资料来源：Wind 资讯

图3 根茎类党参价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

图4 2011年以来三七价格走势（单位：元/千克）



数据来源：wind 资讯

近年来，中药材价格波动较大，将直接影响中成药生产企业原材料采购成本。

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力明显不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的 12 个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

3. 医药商业概况

美国、日本、欧盟等发达国家和地区的医药商业相对成熟，企业处于相对垄断地位，企业寡头化、经营规模化是国际医药商业产业的总体特点和发展趋势。

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗需求，并带动了药品需求的增长。2010-2013 年药品销售市场规模总体虽呈增长态势，增速从 24.6% 逐步递减到 16.7%，但仍远高于中国 GDP 的增

速。2013 年中国药品流通行业实现销售总额 13036 亿元。

以药品流通直报企业经营数据来分析药品流通行业经营效益，2013 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 9873 亿元，同比增长 17%，增幅回落 3 个百分点；实现利润总额 202 亿元，同比增长 16%，增幅回落 0.5 个百分点；平均毛利率 6.7%，同比下降 0.2 个百分点；平均费用率 5.1%，同比下降 0.1 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.2 个百分点。

从经营模式看，目前医药流通企业可以分为批发（调拨）和纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）两种，纯销业务因为配送费率较高，毛利率一般可以达到 6~8%，下游客户主要以医院客户为主，回款周期相对较长，一般在 3~6 个月以上；调拨业务毛利率相对纯销业务较低，一般在 4% 以下，回款周期相对较短。

从集中度看，根据 2011 年颁布的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015)》，至 2015 年要形成一至三家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上。2013 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模为 64.3%，比上年提高 0.3 个百分点，其中前三位药品批发企业占 29.7%，比上年提高 0.9 个百分点；主营业务收入 100 亿元以上的批发企业占同期全国医药市场总规模的 44.5%，比上年提高 3 个百分点，50-100 亿元之间的批发企业占 6.4%，与上年基本持平，10-50 亿元之间的批发企业占 13.1%，比上年下降 3 个百分点。2013 年公布的新修订《药品经营质量管理规范》（简称 GSP）对药品仓储、运输、购销全链条提出了更高要求，并于 2013 年 6 月正式实施，过渡期截至 2016 年，过渡期之后仍未达标的企业药品经营活动将被停止。新版 GSP 的实施将有利于进一步提高行业集中度。总体看，中国医药流通行业基本形成了三

大版图，全国性大型企业已具雏形，中型企业区域化布局，小型企业面临较大的生存压力。

从销售终端看，药品销售主要有医院市场、零售终端和基层卫生机构（包括农村药品供应网点、社区卫生服务站和乡镇卫生院）三大终端市场，其中医院市场居于主要地位，占据一半以上的市场份额。

从各主要区域市场来看，2013 年，全国六大区域销售总额比重分别为：华东 39.2%、华北 18.7%、中南 20.7%、西南 12.4%、东北 5.3%、西北 3.7%；其中华东、华北、中南三大区域销售额占到行业销售总额的 78.6%，同比下降 0.8

个百分点。

4. 行业政策

2011~2013 年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

表 2 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2012 年 1 月	工信部	《医药工业“十二五”发展规划》	加快医药工业结构调整和转型升级，培育发展生物医药产业，促进医药工业由大变强。	重点领域包括生物技术药物、化学药新品种、现代中药、先进医疗器械、新型药用辅料、包装材料及制药设备等五大领域。
2012 年 4 月	卫生部	《抗菌药物临床应用管理办法》	从 2012 年 8 月起，开始实行抗菌药物临床应用分级管理制度，具体划分为非限制使用、限制使用、特殊使用三级管理。	使得抗菌药物限用走向常态化，将逼迫许多医药企业进行调整和转型。
2012 年 9 月	国家发改委	《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》	提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则，通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收付费方式和落实政府办医责任。	县级公立医院改革开始进入实质性阶段，其中提出革除药品加成，改为服务收费和政府补助两个补偿渠道，将对医药行业产生长远影响。
2013 年 2 月	国务院	《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》	在经济技术标评审中，对药品质量、生产企业的服务和信誉等进行全面审查，将企业通过《药品生产质量管理规范（2010 年版）》（GMP）认证作为质量评价的重要指标。	强调新版 GMP 标准的重要性，有利于行业的升级与重组。
2013 年 2 月	食品药品监督管理局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》	进一步加快创新药物审评，实行部分仿制药优先审评，加强药物临床试验质量管理，鼓励研制儿童用药，制定配套措施，注重协调配合。	鼓励医药行业进行创新，有助于推进产品结构调整、提升行业集中度。
2013 年 3 月	卫生部	2012 年版《国家基本药物目录》	药品品种扩容，新版基药目录在原来 09 版 307 种的基础上扩容至 500 多种，中西药各增加 100 种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础。新目录中化学药品和生物制品数量与世界卫生组织现行推荐的基本药物数据相近，能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展目录适用范围有利于基药产品的放量。
2013 年 12 月	国家卫生和计划生育委员会	《关于加快发展社会办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，鼓励社会资本举办中医专科医院。	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。

2014 年 3 月	卫生计生委、财政部、中央编办、发改委、人社部	《关于推进县级公立医院综合改革的意见》	全面推进公立医院改革	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。
------------	------------------------	---------------------	------------	---

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年9月底，公司注册资本为2.38亿元，其中，帝士力持股61.68%，尖峰集团持股20.76%，中央药业持股17.56%，自然人闫希军通过控股天津富华德科技开发有限公司间接控股帝士力，是公司的实际控制人。

2. 生产规模与竞争力

公司是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，业务涵盖现代中药、化学药、生物制药、保健品和健康食品等领域的高科技企业集团，重点产品包括复方丹参滴丸、

养血清脑颗粒、水林佳、藿香正气滴丸等心血管、脑血管、肝病用药。“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”。

中药制药方面，公司形成了集研发、药材种植、提取、药品制剂生产和销售为一体的现代中药产业链，并在各环节推行标准化管理。公司率先在国内建立了符合国际标准的中药材生产质量管理规范（GAP）药源基地；首创中药提取生产质量管理规范（GEP）概念，解决了中药材有效成分的萃取和毒性成分、重金属含量及农药残留量的纯化处理问题，全部生产剂型均符合国家药品生产质量管理规范（GMP）。公司核心产品复方丹参滴丸为独家生产品种，在国内心脑血管同类产品市场占有率排名前列，是中国第一例圆满完成向美国食品药品监督管理局（FDA）申请II期临床试验的中成药。养血清脑颗粒2012年实现了销量的快速增长，并于2013年5月进入《国家基本药物目录》（2012版）；益气复脉粉针剂、水林佳、芪参益气滴丸等十余个单品种药品销售收入超过亿元。

化学药方面，公司化学药以化学原材料药和口服固体制剂为主，形成了抗肿瘤用药、心血管用药、精神类用药及保肝护肝用药等产品系列。化学原料药主要品种有替莫唑胺、氟他胺、尼可地尔、舒必利等12个品种；口服固体制剂主要是片剂、胶囊剂，产品包括蒂清、帝益洛、阿贝他、文飞品种，目前设计总产能24亿片（粒），其中，片剂18.5亿片，硬胶囊剂5.5亿粒。蒂清和文飞已经列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2009年版）》。

生物制品方面，公司生物制药主要涉及基

因工程药物和疫苗等领域，代表产品为重组人尿激酶原。重组人尿激酶原是 2011 年唯一获批的一类生物新药，目前该产品已经上市。

整体看，公司在中药生产方面已经形成了较为完备的产业链，具备较强的抗风险能力；化学药、生物药方面投入较大，近年来发展良好；主要产品复方丹参滴丸市场占有率高，且在国际化探索方面取得阶段性成果，竞争优势突出。

3. 技术研发

公司先后承担了国家“九五”~“十二五”、“863”、“973”、国家重大新药创制研究与开发等重点科研项目 40 多项，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，截至目前已有近 300 种药材根据它们所含化学成分的理化性质及极性的不同分离获得 18000 千多个组分和 235 个化合物，并已申报发明专利近百项。

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。目前复方丹参滴丸 FDAIII 期临床试验正稳步推进，考虑到复方丹参滴丸在国内上市近 20 年，且每年服用的患者超过 1000 万，预计复方丹参滴丸通过 III 期临床实验的可能性较大，并有望提高国外市场对中药的关注和认可度。

公司下属子公司上海天士力药业实施的“重组人尿激酶原（rhPro-uk）产业化项目”被列入国家生物技术、生物医学工程高技术产业化专项，项目被命名为“高技术产业化示范工程”；

公司下属子公司上海天士力药业“注射用重组人尿激酶原”和公司“注射用丹参多酚酸”于 2011 年 4 月取得了国家食品药品监督管理局颁发的新药证书和药品注册批件。

2012 年，公司两大研究项目“代谢综合征的中医认识及整体治疗”与“芪参益气滴丸对心肌梗死二级预防的临床试验”获得国家科技进步二等奖；公司的水飞蓟宾胶囊（水林佳）固体分散体技术及其产业化应用获得天津市科学技术进步二等奖；公司研制的养血清脑颗粒被天津市知识产权局授予“天津市最有价值发明专利”称号。公司获得痰咳净滴丸生产批件，注射用益气复脉再注册生产批件；养血清脑颗粒、藿香正气滴丸获国家中药续保证书。

公司高度重视研发工作，近三年，公司研发投入分别为 1.99 亿元、2.39 亿元和 3.76 亿元，占医药工业收入的比例分别为 8.17%、6.99%和 7.64%，占比较高。

截至 2014 年 9 月底，公司共申请国内专利 1607 件，其中发明专利 1359 件；授权 943 件，其中发明专利 727 件；国际专利申请 60 件，涉及 60 余个国家或地区，境外授权专利达 222 件，全部为发明专利。

此外，公司已经成为中医药技术标准制定者之一；并作为国内申请美国 FDA 且有实质性进展的公司，联合了国内 17 家知名企业及院校，组成了中医药国际化联盟。目前，药品研发类包括中药、化学药、生物药以及预实验研究项目共计 133 项。

整体看，公司研发投入较大，科研成果较为丰富，在国内同行业中处于领先地位，较多的科研项目储备和新药研发成果陆续转化为生产，将为公司的长期可持续发展提供有力支撑。

4. 人员素质

公司拥有高层管理人员 8 人，其中，总裁 1 人，常务副总裁 1 人，副总裁 4 人，财务总监 1 人，董事会秘书 1 人。

公司董事长闫希军先生，1953 年生，博士

研究生，主任药师，曾任职于北京军区所属医院、北京军区后勤部医药集团、天津市天使力联合制药公司，2009年3月起至今，担任公司党委书记、董事长、天士力制药集团股份有限公司董事、天津帝士力投资控股集团有限公司董事长等职务，2005年获“全国劳动模范”称号。曾担任第十一届全国人大代表，第十四届、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、中国上市公司协会理事、天津上市公司协会会长等职务。

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。曾任职于天津市天使力联合制药公司、北京军区医药集团、天津天士力制药集团有限公司、天士力新资源药业有限公司，曾任公司副总裁、天津天士力医药营销集团有限公司董事长。现任公司董事、总裁和天津天士力医药营销集团有限公司董事长。

公司常务副总裁张建忠先生，1953年生，硕士，高级政工师。曾任北京军区所属医院政治委员、北京军区医药集团党委书记，天士力控股集团有限公司党委副书记、常务总监，天士力控股集团有限公司党委副书记、副总裁，天士力制药集团股份有限公司监事会主席，天津天时利服务有限公司、天时利物业发展有限公司董事长。现任公司董事、党委副书记、常务副总裁、天士力制药集团股份有限公司监事会主席，兼任中国老年协会健康与营养专业委员会副主任委员、天津市企业法律顾问协会常务理事等职务。

公司副总裁闫凯境先生，1979年生，博士在读，英国雷丁大学国际证券、投资与银行专业硕士。曾任博科林药品包装技术有限公司董事长。现任公司董事、副总裁，华金（天津）投资管理有限公司董事长等，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。

公司其他高层管理人员也都具有长期从事相关工作的业务和管理经验，整体素质较高。

公司建立了博士后工作站，引进了各类高级专家、博士，其中很多有海外研究工作背景。截至2014年9月底，公司职工总数17542人，从学历构成看，本科及以上占31.30%，大学专科占33.81%，高中占8.00%，中专及以下占22.72%，其他占4.17%；从工作岗位看，公司销售人员占57.38%，生产人员占25.97%，行政人员占10.48%，技术人员占3.68%，财务人员占2.49%；从年龄分布来看，30岁及以下占47.99%，30~40岁占34.98%，40~50岁占12.51%，50岁以上占4.52%。公司人员结构合理。

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；员工队伍学历结构合理，专业技术人员储备较多，团队管理和执行效率高。但未来随着经营规模扩张和国际化进程推进，对公司管理和人才将提出更高要求。

五、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》的规定，公司治理结构由四个部分组成，即股东会、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；公司设总裁1名，副总裁5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；公司设监事会，对公司的财务、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。

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制度体系。

子公司的管理方面，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进行有效的激励与约束；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的控制；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，运作较为规范，管理效率较高，整体管理水平尚可。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务为中成药、化学药、生物制品、保健品等产品的生产销售。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 13.11%，2013 年为 117.39 亿元，主要由医药工业和医药商业收入构成。

公司医药工业包括中成药、化学药、生物制品三大类产品的生产与制造，以中成药为主，经营主体为天士力股份。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、文飞等品种。随着厂区按照新版GMP要求验收完毕，蒂清和文飞成功进入医保目录；生物制品主要涉及基因工程药物和疫苗等领域，代表产品为重组人尿激酶原。

复方丹参滴丸已于2010年初完成FDA II期临床试验，目前III期临床试验阶段正在不断推进。由于III期临床试验整个周期较长，能否通过并实现上市仍存在不确定性。

医药商业方面，公司医药商业板块经营范围包括药品、医疗器械等产品的批发和零售连锁，经营主体为控股子公司天津天士力医药营销集团有限公司（以下简称“天士力营销集团”）。除销售公司产品外，医药商业板块还经销其他公司药品，非公司产品销售收入计入医药商业收入。

从收入结构看，医药商业是公司主要的收入来源，近三年占主营业务收入的比重分别为67.36%、58.82%和51.73%，其中2012年该板块收入下降主要由于出售天津天时力医药有限公司部分股权，不再纳入合并范围。医药工业的收入主要来自于自有中成药、化学药的生产销售，近三年占主营业务收入的比重分别为26.52%、34.44%和41.93%，受益于营销网络及产品销售规模的不断扩大，近三年该板块收入规模持续增长；同期，复方丹参滴丸对医药工业板块的收入贡献超过50%，是公司盈利的重要来源，随着公司化学药品、生物制剂等业务的进一步开展，公司盈利对复方丹参滴丸的依赖程度有望逐步减弱。

从毛利率来看，近三年公司毛利率持续增长，其中2012年为37.25%，较2011年明显增长，主要由于公司中药材基地种植面积扩大及种植效率提高，原材料成本有所下降。

2014年1~9月，公司实现主营业务收入96.60亿元，占到2013年的82.29%，其中医药商业占49.37%、医药工业占45.66%。公司毛利率较上年有所下滑，其中医药工业毛利率下滑4.32个百分点，主要受成本变动影响；其他业务毛利率下滑21.88个百分点，主要由于保健品新建项目陆续转固，折旧费用增加所致。

表3 公司主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

业务	2011年			2012年			2013年			2014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
医药商业	61.81	67.36	8.88	58.48	58.82	5.60	60.73	51.73	5.15	47.69	49.37	5.87
医药工业	24.34	26.52	73.05	34.24	34.44	83.96	49.22	41.93	75.00	44.11	45.66	70.68
其他	5.61	6.12	75.06	6.70	6.74	74.65	7.44	6.34	75.93	4.80	4.97	54.05
合计	91.76	100.00	29.95	99.43	100.00	37.25	117.39	100.00	38.92	96.60	100.00	37.86

资料来源：公司提供

注：其他业务是指公司的保健品及海外营销业务。

2. 原材料采购

中药材供应与保障

公司中成药生产所需主要原料药材为丹参和三七。

公司在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓

储中心，该药源基地为首家通过国家GAP认证的药材种植基地，该基地种植面积14200亩，其中丹参种植面积13200亩，产出丹参完全供应公司生产需求，目前已经实现自给，可充分保障公司对丹参药材的需求。

公司在云南文山设立子公司，主要通过向当地符合资质的供应商采购三七，结算方式一般为现款现货。公司根据三七市场价格变化和生需求对三七药材进行战略储备，在一定程度上避免三七药材价格或供应量的大幅波动对公司生产经营造成的不利影响。同时，公司在云南文山按照 GAP 要求建设良种育苗基地 1080 亩和三七生产基地 5400 亩，以满足现有产品产能扩张和开发新品对原料的需求，进一步加强对三七药材的品质和供应管理。

公司生产所需其他中药材原料需求量相对较小，均属于市场供应充足的大宗药材，主要通过供应商或市场直接采购的方式，结合采购计划和市场价格变动等因素，适时进行战略储备。另外，公司每年都有例行的供应商质量审计计划，对供应商的质量现场进行全面的审核以确保质量的稳定。

尽管近年来中药材价格波动较大，但由于公司丹参全部自给，并通过对三七市场行情的准确把握，原料成本控制较好，近年来毛利率较高且保持稳定。整体上，在国内同行业中公司对上游药材资源掌控能力较强，有助于从源头上控制产品质量，并抵御药材价格大幅波动的风险。

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。

2013 年，公司向前五名供应商共计采购 1.87 亿元，占采购总额的 2.30%，采购集中度很低。

表4 2013年公司向前五名供应商采购情况

供应商	采购种类	采购额 (万元)	占采购 总额比重
供应商一	原料	5853.62	0.72%
供应商二	原料	4863.61	0.60%
供应商三	原料	3148.64	0.39%
供应商四	包装物	2451.59	0.30%
供应商五	包装物	2369.41	0.29%
合计	--	18686.86	2.30%

资料来源：公司提供

3. 生产经营

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。

中药提取方面，公司从丹参中提取丹酚酸、三七皂苷等药物有效成份的工艺技术先进，溶出速率快，可提高药材利用度，实现了中药提取生产规范化、生产过程可控化和产品质量标准化。

公司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、产成品质量进行检验监控。

公司主导产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药市场占有率较高，2011~2013 年基本处于满负荷生产状态，产销率均在 96%以上；养血清脑颗粒（丸）2009 年以来市场需求迅速增加，带动产量大幅增长，产能利用率和产销率在 90%以上；水林佳于 2004 年投放市场，近年产能利用率和产销率均保持较高水平；化学原料药和化学制剂 2012 年产销率和产能利用率均有所下滑，主要受子公司江苏帝益生产基地搬迁影响；生物制品目前仍处于起步阶段，尚未正式投产。目前公司主导产品销售情况良好，仍存在一定的市场空间。

表 5 公司主要产品的产能利用率和产销率(单位: %)

产 品	项 目	2011 年	2012 年	2013 年
复方丹参滴丸	产能利用率	118.59	93.55	95.40
	产销率	96.60	103.87	97.31
养血清脑颗粒(丸)	产能利用率	117.99	97.80	93.30
	产销率	98.49	100.47	91.07
水林佳	产能利用率	125.74	92.58	96.01
	产销率	94.81	89.49	98.52
化学原料药	产能利用率	140	90.00	27.20
	产销率	91	71.84	110
化学药制剂	产能利用率	108	85.00	32.30
	产销率	91	85.22	103

资料来源: 公司提供

整体看, 公司生产设备先进, 产品质量控制水平较高, 产能释放较为充分, 产销率较高, 近年来生产经营较为稳定。

4. 产品销售

公司产品通过控股子公司天士力营销集团对外销售。在销售模式上, 面向全国各地选择优质的医药经销商进行分销, 结算方式上主要采用银行票据和电汇。天士力营销集团拥有 11 个区域子公司, 目前已形成由 249 家一级商业、1871 家二级商业、包括医院终端、社区终端、单体药店以及其他重点终端组成的网络, 渠道覆盖面广。

公司根据不同产品的市场需求和市场认可程度等进行细分, 针对市场认可度高的复方丹参滴丸, 实现终端全覆盖的销售策略; 针对养血清脑颗粒(丸)、水林佳等近年来快速发展的二线品种, 公司实行分线管理, 适当加大营销资源促进市场拓展。近三年, 随着营销网络的扩展, 公司前五大客户销售占比呈下降趋势, 2013 年公司前五大客户销售额 9.46 亿元, 占营业总收入的 7.99%, 集中度较低。面临国家医改的深化和复方丹参滴丸 FDAIII 期临床不断推进的良好机遇, 公司将增强复方丹参滴丸向中小城市及县级医院的渗透。公司有望借助这一契机提升医院对其全系列产品的认知度和使用率, 未来主要产品销量保持增长的可能性较高。

5. 医药商业

公司医药商业板块经营范围包括药品、医疗器械等产品的批发和零售连锁。除销售公司产品外, 医药商业板块还经销其他公司药品, 非公司产品销售收入计入医药商业收入。近年来公司医药流通业务收入有所波动, 毛利率水平较低。

销售网络方面, 公司建立了以广东、北京、山东、辽宁、湖南、天津和陕西七个区域为轴心的医药商业销售物流战略平台, 上述七大区域中, 除辽宁天士力大药房连锁有限公司从事连锁药店经营外, 其他均从事批发业务。

从产业链方面看, 公司上游为药品及器械生产厂家或者经厂家授权的经销商, 结算方式为现款现货、货到付款相结合。下游为医疗机构和分销配送商业单位, 医疗机构以三甲医院、专科特色医院为主, 以社区医疗、乡镇医院、村卫生室等为辅, 分销商为销售渠道健全、信誉度较高, 具有一定实力的流通企业和零售连锁企业, 能较好的保证回款和分销协议的完成, 结算方式主要为货到付款。

公司医药商业销售的药品既包括公司生产的药品, 也包括国内外其他医药企业生产的药品, 如云南白药、哈药集团、西安杨森、中美史克、深圳三九、贵州百灵等厂家生产的药品。

医药流通领域竞争充分, 公司该业务尚不具备规模优势, 未来市场以大型医药流通企业为主导的兼并重组和竞争加剧将对公司形成一定压力。

6. 其他业务

根据战略规划, 公司将在以现代中药的基础上, 以大健康产业为主线, 发展生命健康和特色医疗服务等产业。近年来, 公司其他业务持续发展, 近三年收入年均增长 15.16%, 毛利率保持在 70%以上。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。截至目前，公司生命健康和特色医疗服务产业仍处于起步阶段。

7. 经营效率

伴随近年来公司收入和利润较快增长，应收款项和存货均有所增长，从经营效率来看，公司 2011~2013 年销售债权周转次数和存货周转次数逐年下降，总资产周转次数有所波动，三年均值分别为 4.52 次、5.80 次和 0.96 次，2013 年分别为 4.40 次、5.33 次、0.97 次。

总体看，公司经营效率较高。

8. 未来发展

根据“十二五”规划，公司实施“大健康产业”战略，即在做专做精现代中药的基础上，向生物药、化学药、特色专科医疗行业扩展，并逐步发展生命健康和特色医疗服务等产业，稳步加快发展转型和产业结构升级。

未来，公司计划经过 3 至 5 年发展，形成以复方丹参滴丸为塔尖，以 3 至 5 个 10 亿元规模产品为塔身，一大批 5 千万到 1 亿元畅销品种为塔基的产品集群，形成完备的制药工业产业链。公司将不断推动复方丹参滴丸及其他药品的技术创新，并培养现代中药、化学药、生物药和保健食品等产品的持续创新能力。同时，公司将扩大营销网络，在天士力集团品牌整体

带动下，结合地域特色，形成以湖南、陕西公司为代表的，覆盖中南、西北的大型医药物流平台，以北京、广东公司为代表的专业医院销售商业，以山东、辽宁公司为代表的以区域性第三终端配送为主的物流商业，并以国内市场为基础，大力进军国际市场。

分板块来看，中药板块方面，公司将快速做大第二梯队产品并对上市产品进行二次开发，继续培育第三梯队新品，同时大力发展中药注射剂，使口服制剂与针剂产品共同发展；在中药原料方面实施“百沟计划”（即每年发展丹参种植专业沟 100 条），并发展土荆芥基地；到 2015 年，该板块拟实现销售目标 200 亿元，利润 15 亿元。化学药、生物药方面，进一步完善研产销一体化发展的平台，提升竞争力，生命健康产业方面，公司将进一步加快帝泊洱生物茶谷和吉林天士力矿泉饮品项目建设。

截至 2014 年 9 月底，公司主要在建项目主要围绕中药及保健品产业展开，计划总投资额为 30.09 亿元，已投资金额 21.25 亿元，未来投资规模不大。

整体上看，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。公司对保健品产业投资支出较大，该产业目前仍处于起步阶段，未来发展的不确定性较大。

表 6 截至 2014 年 9 月底在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2014 年 9 月底已投资额	未来资金投入计划				资金来源及到位情况
			2014 年 9-12 月	2015 年	2016 年	2017 年	
现代中药出口生产基地集成控制建设项目（在建）	20000.00	16296.16	716.55	267.17	491.85	174.82	募集资金及自有资金（已到位）
现代中药固体制剂扩产建设项目（在建）	25385.58	18424.26	789.93	3683.07	339.28		募集资金及自有资金（已到位）
天士力现代中药资源有限公司技改 GMP 项目（在建）	15489.00	15744.57	322.29	1200.00			募集资金及自有资金（已到位）
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂	15571.86	2051.09	12.00	1293.85	609.61	121.92	募集资金及自有资金（已到位）
现代物流配送中心建设项目	8520.00	8997.04	1533.37	3054.00			募集资金及自有资金（已到位）
制剂中试中心项目	3340.00	6960.72	270.00	187.45		350.00	募集资金、金融机构贷款及自有资金（已到位）
益气复脉、丹参多酚酸中药注射剂产业化项目	18000.00	17919.33	257.00	2487.00	337.00		金融机构贷款及自有资金（已到位）
中药注射剂原料提取产业化项目	10930.00	10085.83	455.00	3413.00			自有资金（已到位）
上海反应器扩能项目	8142.00	7323.79	350.00	--			自有资金（已到位）

阜新新固体制剂建设项目	5963.00	5762.44	216.00	1800.00			金融机构贷款及自有资金（已到位）
现代中药产业链信息系统建设项目	3091.00	1550.35	1511.46	654.00	714.00	824.00	募集资金及自有资金（已到位）
金士力新能源研究院项目	62258.97	22756.07	1650.30	7486.06			自有资金（已到位）
吉林产业基地厂房项目（在建）	26400.00	18552.36	7411.76	435.88			金融机构专项贷款及自有资金（已到位）
生物茶茶谷修建工程项目	77800.00	60110.06	9022.74	8667.20			金融机构专项贷款及自有资金（已到位）
合计	300891.41	212534.07	24518.40	34628.68	2491.74	1470.74	--

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务质量与财务概况

公司提供的 2011~2013 年财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，2014 年前三季度财务数据未经审计。

2011 年新纳入合并范围子公司 3 家，其中，新增天津天士力医疗健康投资有限公司（以下简称“天士力医疗”），截至 2011 年底天士力医疗净资产 0.50 亿元，2011 年实现净利润-2.31 万元；原有 3 家子公司天津崇石创业投资有限公司（以下简称“崇石创投”）因减资原因剔除合并范围。

2012 年，公司新纳入合并范围子公司 2 家，其中天津天士力帝泊洱销售有限公司（以下简称“帝泊洱”），主要经营生物茶、矿泉水销售业务，截至 2012 年底帝泊洱净资产-0.98 亿元，2012 年实现净利润-0.28 亿元；天津天士力圣特制药有限公司（以下简称“圣特制药”）主要从事化学药产品的研发生产；原有子公司天津天士力医药有限公司因出售部分股权剔除合并范围。

2013 年，公司新设立并纳入合并范围子公司三家，分别为安国中药都有限公司、天津天士力电子商务有限公司和西藏聚智创业投资有限公司。截至 2013 年底，三家子公司净资产分别为 0.30 亿元、0.10 亿元和 0.30 亿元。同期，由于对子公司实施清算，两家子公司不再纳入合并范围，分别为天津天士力我立德创业投资有限公司和天津天士力帝泊洱销售有限公司。

公司新增或剔除子公司规模较小，不影响

财务数据的可比性。

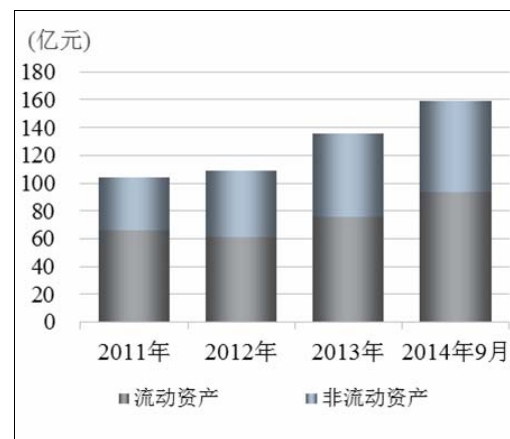
截至 2013 年底，公司资产总额 135.50 亿元，所有者权益 50.24 亿元(含少数股东权益 24.99 亿元)；2013 年，公司实现营业总收入 118.42 亿元，利润总额 12.88 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 159.28 亿元，所有者权益 58.07 亿元(含少数股东权益 28.75 亿元)；2014 年 1~9 月，公司实现营业总收入 96.95 亿元，利润总额 13.07 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，随着公司经营规模的扩张，公司资产规模逐年增长，年复合增长率为 14.04%。截至 2013 年底，公司合并资产总额 135.50 亿元，其中流动资产占 55.90%，非流动资产占 44.10%，公司资产以流动资产为主。

图5 2011~2014年9月底公司资产情况



资料来源：公司财务报表

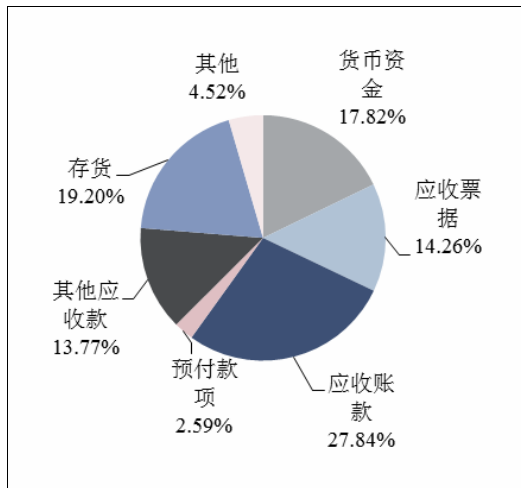
流动资产

2011~2013 年，公司流动资产规模呈波动增长趋势，分别为 65.95 亿元、60.93 亿元和 75.75 亿元。2012 年，公司流动资产规模较 2011

年下降 7.61%，主要来自于货币资金、应收账款的减少。2013 年底，公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款和存货构成，流动资产同比增长 24.31%，主要来源于应收账款的大幅增长。

2011~2013 年，公司货币资金规模波动下降，年均降幅 20.72%，主要由于公司业务规模继续扩大，经营性资产资金占用增加。截至 2013 年底，公司货币资金 13.50 亿元，其中银行存款、其他货币资金和库存现金分别占 63.03%、36.66%和 0.31%，其他货币资金主要为银行承兑汇票的保证金（占 71.64%）和信用证保证金（占 7.95%）。

图6 2013年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司交易性金融资产规模快速增长，年复合增长率 122.32%，截至 2013 年底为 1.83 亿元，主要是公司购买的金融机构短期或超短期保证资金收益理财产品。

2011~2013 年，公司应收票据快速增长，年复合变化率 18.56%，主要由于采用票据结算的销售规模扩大所致。截至 2013 年底，公司应收票据 10.80 亿元，主要由银行承兑汇票和商业承兑汇票构成，分别占比 98.16%和 1.84%。

2011~2013 年，公司应收账款规模波动增长，年均增长率为 16.93%，主要由于公司采取先发货后收款的销售策略，销售规模的上升导

致未结算应收账款增加。截至 2013 年底，公司应收账款账面余额 21.08 亿元，共计提坏账准备 1.16 亿元，计提比例不高；从账龄来看，1 年以内占 98.05%，1~2 年占 1.59%，2~3 年占 0.22%，3~5 年占 0.10%，5 年以上占 0.04%；从集中度来看，公司应收账款前五名客户占应收账款余额的 9.46%，集中程度不高。总体看，公司应收账款规模较大，坏账计提比例不高，账龄较短，坏账风险尚可。

表7 2013年末前五位应收账款客户构成情况

客户	年末金额 (万元)	占应收账款余 额比例	账龄	欠款原因
第一名	5869.31	2.78%	1 年内	货款
第二名	4391.37	2.08%	1 年内	货款
第三名	3412.02	1.62%	1 年内	货款
第四名	3179.10	1.51%	1 年内	货款
第五名	3094.71	1.47%	1 年内	货款
合 计	19946.50	9.46%	--	--

资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司预付款项不断下降，年复合变动率 13.94%。截至 2013 年底，公司预付款 1.96 亿元，从账龄来看，主要为 1 年以内（占比 96.06%）。

表8 2013年末前五位其他应收款客户构成情况

客户	金额 (万元)	占比	账龄	与公司 关系
国台酒业集团有限公司	41100	39.40%	1 年内	关联方
天津帝士力投资控股集团有限公司	23008	22.06%	1 年内	控股股东
天津宝士力置业发展有限公司	23000	22.05%	1 年内	关联方
宝士力（天津）科技发展有限公司	1240	1.19%	1 年内	关联方
昌黎金士葡萄酒庄有限公司	1000	0.96%	1 年内	关联方
合 计	89348	85.66%	--	--

资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司其他应收款不断增长，年均增幅 10.58%。截至 2013 年底公司其他应收账款账面余额 10.43 亿元，主要为关联方借款，共计提坏账准备 0.51 亿元。账龄方面，一年期以内其他应收款占 90.30%，1~2 年占

4.13%，2~3 年占 1.13%，3~5 年占 1.75%，5 年以上占 2.69%。截至 2013 年底，前五名欠款客户占欠款总额的 85.66%，集中度较高，且全部为关联方借款，存在一定的风险。

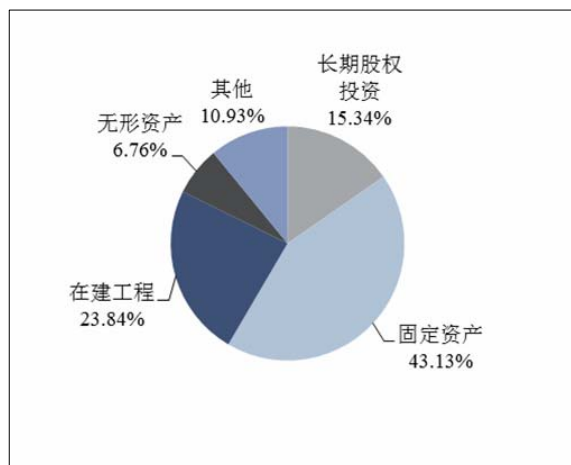
2011~2013 年，公司存货规模快速增长，年均增幅 22.03%，主要由于 2010 年以来中药材价格涨幅较大，公司为缓解原材料上涨压力加大了原材料储备，同时增加了库存商品所致。截至 2013 年底存货净额为 14.54 亿元，主要由库存商品（占 57.79%）、原材料（占 28.32%）构成，公司已计提存货跌价准备 0.24 亿元。

2011~2013 年，公司其他流动资产快速增长，分别为 18.79 万元、1.06 亿元和 1.24 亿元。2012 年底公司其他流动资产大幅增长，主要是根据财政部《营业税改征增值税试点有关企业会计处理规定》（财会〔2012〕13 号）有关规定，将年末待抵扣进项税 0.96 亿元转列至本科目所致。2013 年底，公司其他流动资产主要由待抵扣进项税构成（占比 96.47%）。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产规模快速增长，年均增长率为 25.01%，主要是固定资产与在建工程的增加所致。截至 2013 年底公司非流动资产 59.75 亿元，主要为固定资产（占 43.13%）、在建工程（占 23.84%）、长期股权投资（占 15.34%）和无形资产（占 6.76%）构成。

图7 2013年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

2011~2013 年，公司固定资产规模快速增长，年均增长 20.59%，主要由于公司部分在建项目达到可使用状态转化为固定资产所致；截至 2013 年底，公司固定资产原值 36.40 亿元，累计折旧 10.63 亿元，净值 25.77 亿元，公司固定资产成新率一般。从构成看，公司固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备、运输工具及其他设备等，占比分别为 60.15%、34.92%、1.48%、3.45%。

2011~2013 年，公司在建工程规模快速增长，年均增幅达到 76.91%。截至 2013 年底公司在建工程 14.24 亿元，较 2012 年底增长 38.66%，主要由于在建项目追加投资所致，主要包括（1）生物茶谷修建工程新增投资 1.62 亿元；（2）金士力新能源研究院项目新增投资 1.46 亿元；（3）现代中药固体制剂扩产建设项目新增投资 1.03 亿元；（4）益气复脉、丹参多酚酸中药注射剂产业化项目新增投资 0.65 亿元；（5）吉林产业基地厂房项目投资 0.59 亿元。

2011~2013 年，公司长期股权投资快速增长，年复合变动率 25.55%，主要是由于公司采取联营、参股方式扩大经营规模占领市场所致。截至 2013 年底，公司长期股权投资 9.17 亿元，主要为对联营合营企业投资（占 83.87%），行业主要涉及医药研发、医药医疗投资和医疗器械。

2011~2013 年，公司无形资产规模波动下降，分别为 4.14 亿元、3.97 亿元和 4.04 亿元。2013 年，公司无形资产主要由土地使用权（占 57.62%）、专有及专利技术（占 37.58%）构成。

近三年，公司商誉波动增长，分别为 0.45 亿元、0.40 亿元和 1.54 亿元。2013 年底，公司商誉大幅增长，主要系新增两家被投资单位：河南天地药业股份有限公司及济南平嘉大药房有限公司所致。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 159.28 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 58.70%和 41.30%，流动资产占比有所上升。截至 2014 年 9 月底，公司应收账款 37.04

亿元，较 2013 年底增长 75.62%，主要由于公司医药商业医院销售渠道扩大，回款周期加大所致；公司固定资产 28.54 亿元，较 2013 年底增长 10.74%，主要由于在建项目转固所致。

总体看，公司资产规模稳步增长，流动资产占比较高，公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主；非流动资产以固定资产和在建工程为主。公司资产质量较好，流动性一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2011~2013 年，公司负债总额呈增长趋势，年均增长率为 15.93%，截至 2013 年底，公司负债总额 85.26 亿元，其中流动负债占比 80.26%，非流动负债占比 19.74%，公司负债以流动负债为主。

2011~2013 年，公司流动负债规模波动中有所增长，分别为 48.66 亿元、43.98 亿元和 68.42 亿元。其中 2013 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 33.74%）、应付票据（占 13.87%）、应付账款（占 18.41%）和其他流动负债（占 15.87%）构成。流动负债同比增长 55.59%，主要来自于其他流动负债的增加。

2011~2013 年，公司短期借款规模波动增长，年复合增长率 9.58%。截至 2013 年底，公司短期借款 20.79 亿元，主要由信用借款（占 54.81%）和保证借款（占 40.76%）构成。

2011~2013 年，公司应付票据波动增长，年均增幅 15.06%，主要由于随着销售规模扩大，公司增加了票据结算货款方式所致。截至 2013 年底，公司应付票据 6.03 亿元，全部为银行承兑汇票。

2011~2013 年，公司应付账款波动中有所增长，年均增幅 4.23%，主要由于销售规模扩大，公司采购规模增长所致。截至 2013 年底，公司应付账款 9.37 亿元。

2011~2013 年，公司其他应付款快速增长，年均增幅 48.12%，其中 2013 年较 2012 年大幅增长，主要由于一级子公司天士力股份从关联方

受让江苏帝益股权，尚未支付的股权转让款以及与联营公司的往来款增加所致。截至 2013 年底，公司其他应付款 4.75 亿元，其中前五位客户占其他应付款的 43.10%，集中度较高。

表 9 2013 年末前五位其他应付款客户构成情况

项目	金额 (万元)	占比	形成原因
西藏崇石创业投资有限公司	17919.24	37.70%	未支付的股权转让款
周江林	1528.93	3.22%	向股东借款
天津金虹笛科技发展有限公司	450.00	0.95%	关联方借款
天津天士力中学	400.00	0.84%	往来款
广东爱得威建设(集团)股份有限公司	186.49	0.39%	未支付的工程款
合 计	20484.66	43.10%	--

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司其他流动负债快速增长，年复合变动率 73.35%。截至 2013 年底为 11.98 亿元，全部为公司发行的短期融资券。

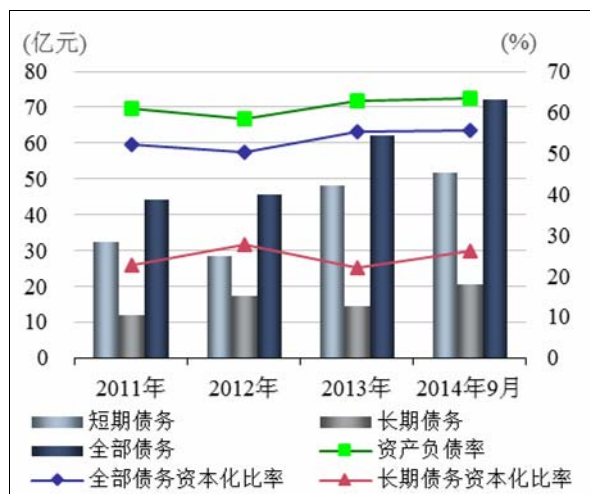
2011~2013 年，公司非流动负债波动增长，年均增长率为 6.73%。截至 2013 年底，公司非流动负债 16.83 亿元，主要由长期借款（占 37.04%）、应付债券（占 47.33%）和其他非流动负债（占 14.50%）构成。

2011~2013 年，公司长期借款规模快速增长，年复合变动率 68.11%，主要由于公司扩大经营规模发行债券所致。截至 2013 年底，公司长期借款 6.23 亿元，其中保证兼抵押借款占 74.26%，保证借款占 25.74%。

2011~2013 年，公司其他非流动负债迅速上升，年均增幅 54.57%。截至 2013 年底，公司其他非流动负债 2.44 亿元，全部为递延收益。

截至 2014 年 9 月底，公司负债规模为 101.21 亿元，其中流动负债占 76.50%，非流动负债占 23.50%，流动负债比重略有下降。同期，公司其他流动负债为 4.17 亿元，全部为短期融资券，较 2013 年底减少 65.19%，主要是由于“13 天士力集 CP001”按时兑付所致。

图8 2011~2014年9月公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司债务规模持续增长，年均增长率18.47%。截至2013年底，公司债务规模62.21亿元，其中短期债务占77.14%，长期债务占22.86%，短期债务占比较高。

2011~2013年，公司资产负债率、全部债务资本化比率波动上升，长期债务资本化比率波动下降，截至2013年底，分别为62.92%、55.32%和22.06%。

截至2014年9月底，公司债务规模76.47亿元，其中短期债务占73.22%，长期债务占26.78%，短期债务占比有所下降；截至2014年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为63.54%和56.84%，债务负担有所加重。

总体看，公司债务规模增长较快，债务负担增长较快，但处于合理水平，债务结构有待改善。

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益（含少数股东权益）规模持续增长，年均增长率为11.05%，主要受益于公司未分配利润及资本公积的增长。截至2013年底，公司所有者权益（含少数股东权益）50.24亿元，其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润、外币报表折算差额和少数股东权益占比分别为4.69%、23.65%、2.19%、19.73%、-0.45%与49.29%，公司所有者权益中少数股东权益及资本公积占

比较高。2013年底，公司资本公积同比增长42.72%，主要系公司转让原控股子公司江苏天士力帝益药业有限公司股权，获得的资本溢价所致。

截至2014年9月底，公司所有者权益58.07亿元（含少数股东权益28.75亿元），较2013年底增加7.83亿元，主要是未分配利润和少数股东权益增长所致。2014年9月底公司所有者权益结构较2013年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益及资本公积占比较高，稳定性较差。

4. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入逐年增长，年均增长率12.92%；营业成本波动增长，年复合变动率5.42%，明显低于收入增长速度。2013年公司实现营业总收入118.42亿元，包括营业收入118.32亿元和子公司天士力融通小额贷款有限公司发放贷款利息收入0.10亿元，实现利润总额12.88亿元。2011~2013年，公司营业利润率分别为29.36%、36.37%和38.14%，呈持续上升趋势。

2011~2013年，公司资产减值损失波动下降，分别为0.56亿元、3.41亿元和0.25亿元。2012年公司资产减值损失大幅增长，主要由于坏账损失大幅增长2.21亿元所致。

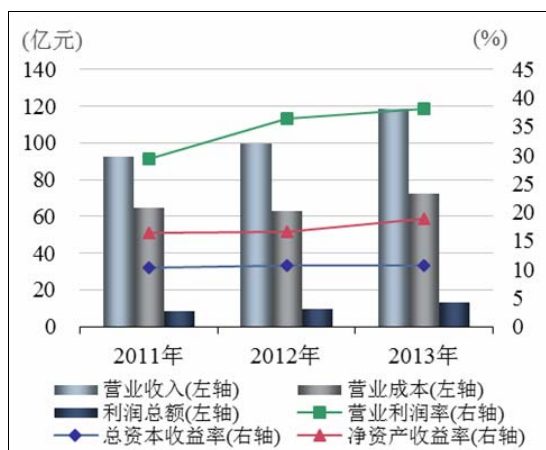
2011~2013年，公司投资收益波动下降，分别为1.50亿元、4.00亿元和0.08亿元。2012年投资收益较高主要由于公司于2012年出售子公司天士力医药36%股权。

2011~2013年，公司营业外收入波动下降，分别为1.25亿元、1.59亿元和0.61亿元。2013年同比大幅下降，主要系政府补助大幅减少所致。

从期间费用看，2011~2013年，公司销售费用与管理费用增长较快，年均增长率分别为28.77%和25.97%；财务费用年均增长7.10%。三年期间费用占营业收入的比重分别为22.20%、27.83%和27.55%，公司费用控制能力有待加强。

从盈利指标看, 2011~2013年, 公司总资产收益率三年分别为10.26%、10.69%与10.93%; 净资产收益率三年分别为16.40%、16.59%与18.97%, 2013年公司整体盈利能力较强。

图9 2011~2013年公司盈利能力



资料来源: 公司审计报告

2014年1~9月, 公司营业总收入为96.95亿元, 为2013年全年的81.87%, 利润总额13.07亿元, 为2013年全年的101.48%, 营业利润率36.95%, 较2013年略有上升。

总体看, 公司营业收入稳定增长, 盈利能力较强, 但期间费用控制能力有待提高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2011~2013年, 公司流动比率呈波动下降趋势, 速动比率呈持续下降趋势, 截至2013年底分别为110.70%与89.45%。2013年公司经营现金流动负债比为5.80%。截至2014年9月底, 公司流动比率与速动比率分别为120.77%与99.55%, 与2012年底相比, 流动比率和速动比率均有所提高。总体看, 公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看, 2011~2013年, 公司EBITDA分别为12.20亿元、13.84亿元和17.98亿元, 年均增长率19.84%。2011~2013年, EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA三年平均值分别为5.95倍和3.47倍。总体看, 公司对全部债务保护能力较好。

截至2014年9月底, 公司对外担保10.53亿元, 担保比率为18.13%, 被担保企业主要为关联方国台酒业集团有限公司(以下简称“国台集团”)、贵州国台酒业有限公司(以下简称“贵州国台”)以及公司第二大股东浙江尖峰集团股份有限公司(以下简称“尖峰集团”)。目前, 国台集团和贵州国台受白酒行业景气度下行影响, 经营业绩出现较大下滑, 尖峰集团业绩较为稳定。总体看, 被担保企业经营业绩下滑, 且集中度高, 公司存在一定或有负债风险。

表10 2014年9月底公司对外担保情况

被担保公司名称	担保额度(万元)	担保到期日
贵州国台酒业有限公司	6000	2015/3/13
贵州国台酒业有限公司	7067	2015/7/29
国台酒业集团有限公司	15000	2015/3/31
国台酒业集团有限公司	10000	2015/6/29
国台酒业集团有限公司	9700	2015/3/28
贵州国台酒业有限公司	15000	2016/5/28
贵州国台酒业有限公司	8000	2016/3/1
贵州国台酒业有限公司	4500	2016/4/27
浙江尖峰集团股份有限公司	30000	2018/6/5
合计	105267	--

资料来源: 公司提供

表11 被担保公司经营情况

被担保公司名称	营业总收入(亿元)			利润总额(亿元)		
	2012年	2013年	2014年1~9月	2012年	2013年	2014年1~9月
国台酒业集团有限公司	0.47	0.08	0.01	0.12	-0.14	-0.04
贵州国台酒业有限公司	4.83	1.54	0.58	2.50	0.04	-0.22
浙江尖峰集团股份有限公司	16.49	21.51	16.21	2.19	2.82	3.22

资料来源: 公司提供

截至2014年9月底, 公司共获得银行授信97.17亿元, 尚未使用额度为37.69亿元; 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。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告(机构信用代码: G10120113009600708), 截至2014年12月8日, 公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录, 过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

中国医药行业发展前景广阔，公司作为国内实践中药现代化的领军企业，将充分受益于行业发展。公司主要子公司天士力制药集团股份有限公司自主研发能力突出，产品质量管理体系完备，具有较强的竞争实力。近年来，公司资产和收入规模稳定增长，保持较强的盈利能力，整体财务状况良好。

总体看，公司整体抗风险能力很强。

八、结论

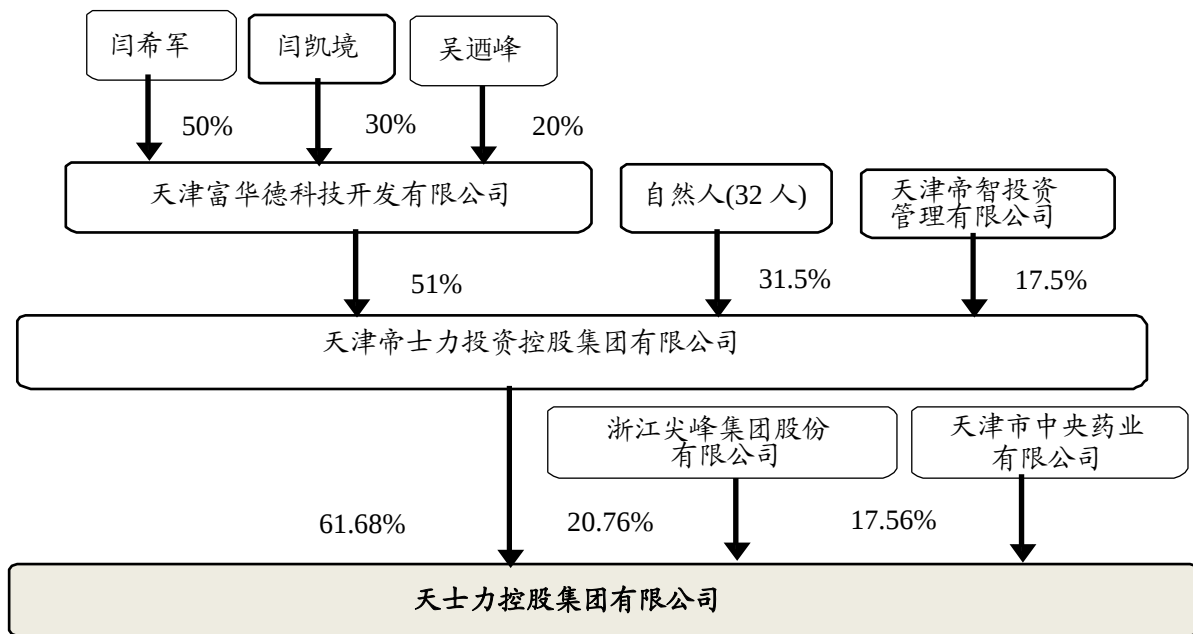
近年来，受益于医药卫生体制改革的逐步深入、中国经济发展带动居民消费意识和消费能力的升级，中国医药行业面临良好的发展机遇。

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，公司销售收入持续快速增长，并保持较强的盈利能力。

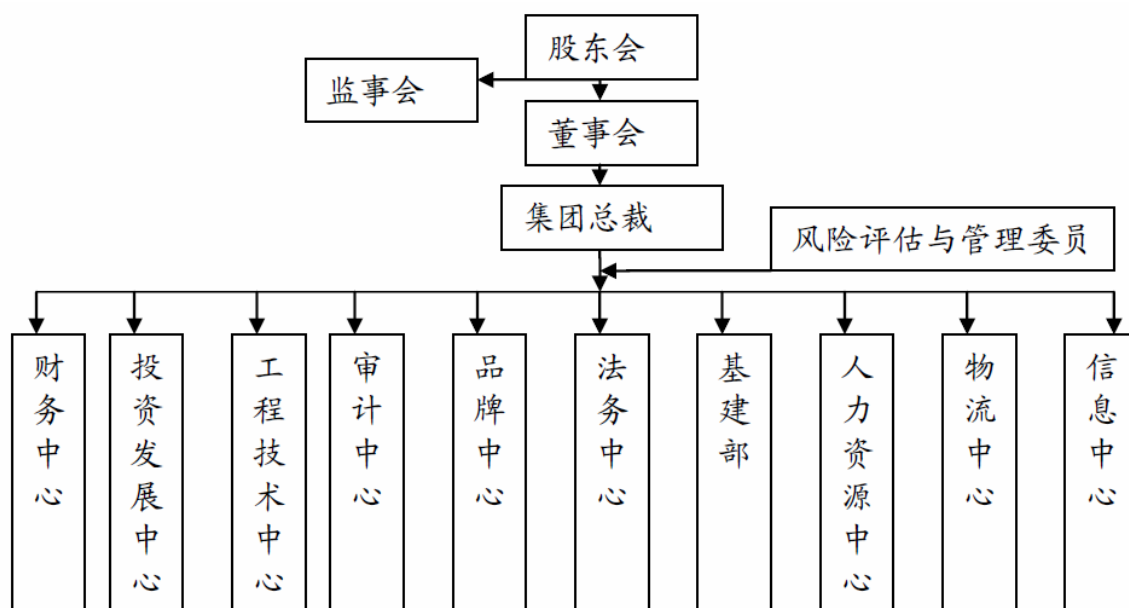
目前，公司基本形成了一线产品复方丹参滴丸市场地位稳固，二线产品养血清脑颗粒、水林佳等产品销售规模快速增长的发展格局。未来，公司将进一步完善制药工业产业链，扩大营销网络，并以国内市场为基础，大力进军国际市场。

综合分析，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2014 年 9 月底纳入合并范围子公司

序号	企业名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	子公司层级	业务性质
1	天士力制药集团股份有限公司	103284.26	47.27%	一级	医药、生物制品
2	天津贝特药业有限公司	500.00	100.00%	一级	医药技术开发
3	金士力佳友(天津)有限公司	8000.00	51.00%	一级	保健品
4	天津金士力佳友日化用品有限公司	2000.00	85.00%	一级	日化用品
5	天津天士力进出口贸易有限公司	1900.00	100.00%	一级	零售、批发业
6	天津天士力国际营销控股有限公司	5500.00	100.00%	一级	零售、批发业
7	天津天士力创业投资有限公司	10000.00	60.00%	一级	投资、咨询
8	天津天士力广告有限公司	200.00	70.00%	一级	广告
9	天津天时利物业管理有限公司	300.00	100.00%	一级	物业管理
10	天津天时利服务管理有限公司	198.00	100.00%	一级	餐饮
11	云南天士力帝泊洱生物茶集团有限公司	30000.00	83.33%	一级	生物茶制品
12	北京博思威盾咨询有限公司	300.00	80.00%	一级	咨询
13	天津天士力医疗健康投资有限公司	5000.00	100.00%	一级	医疗投资
14	安国数字中药都有限公司	10000.00	100.00%	一级	中药材批发
15	吉林天士力矿泉饮品有限公司	10000.00	100.00%	一级	矿泉水生产
16	天津天士力生物医药研究开发有限公司	3000.00	100.00%	一级	生物医药研发
17	天津天士力电子商务有限公司	1000.00	100.00%	一级	电子商务
18	天津天士力租赁有限公司	20000.00	100.00%	一级	租赁
19	西藏聚智创业投资有限公司	9120.00	100.00%	一级	投资、咨询
20	发泰(天津)科技有限公司	1000 万港币	60.00%	一级	设计研发
21	发泰(天津)医药工程有限公司	1000 万港币	60.00%	一级	设计咨询
22	天津天士力商业保理有限公司	5000.00	80.00%	一级	保理
23	天津康桥生物科技发展有限公司	10000.00	100.00%	一级	生物技术研发

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.54	22.57	26.14	18.65
资产总额(亿元)	104.18	108.64	135.50	159.28
所有者权益(亿元)	40.74	45.14	50.24	58.07
短期债务(亿元)	32.41	28.32	47.99	55.99
长期债务(亿元)	11.91	17.33	14.22	20.48
全部债务(亿元)	44.32	45.64	62.21	76.47
营业总收入(亿元)	92.80	99.71	118.42	96.95
利润总额(亿元)	8.62	9.55	12.88	13.07
EBITDA(亿元)	12.20	13.84	17.98	--
经营性净现金流(亿元)	2.77	0.53	3.97	1.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.96	4.43	4.40	--
存货周转次数(次)	7.26	5.61	5.33	--
总资产周转次数(次)	0.97	0.94	0.97	--
现金收入比(%)	108.57	108.75	105.96	101.99
营业利润率(%)	29.36	36.37	38.14	36.95
总资本收益率(%)	10.26	10.69	10.93	--
净资产收益率(%)	16.40	16.59	18.97	--
长期债务资本化比率(%)	22.62	27.74	22.06	26.07
全部债务资本化比率(%)	52.10	50.28	55.32	56.84
资产负债率(%)	60.89	58.45	62.92	63.54
流动比率(%)	135.52	138.56	110.70	120.77
速动比率(%)	115.46	110.03	89.45	99.55
经营现金流动负债比(%)	5.69	1.20	5.80	2.65
EBITDA 利息倍数(倍)	5.76	5.80	5.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.63	3.30	3.46	--

注：1. 公司 2014 年三季度财务数据未经审计；

2. 将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整计入短期债务和长期债务。

附件 4 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/主营业务收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×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%
担保比率	担保余额/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/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

联合资信评估有限公司关于 天士力控股集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在天士力控股集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。天士力控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现天士力控股集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如天士力控股集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送天士力控股集团有限公司、主管部门、交易机构等。

