

信用等级公告

联合[2018] 3158 号

联合资信评估有限公司通过对天士力医药集团股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定天士力医药集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，天士力医药集团股份有限公司 2018 年度第二期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。



天士力医药集团股份有限公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：2 亿元

本期中期票据期限：2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：偿还本部银行贷款

评级时间：2018 年 12 月 4 日

财务数据：

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	28.72	35.39	48.19	48.86
资产总额(亿元)	154.13	171.26	215.32	242.99
所有者权益(亿元)	77.07	82.07	89.74	109.92
短期债务(亿元)	44.97	55.22	81.14	60.43
长期债务(亿元)	8.00	4.01	8.93	37.87
全部债务(亿元)	52.96	59.23	90.06	98.30
营业收入(亿元)	132.28	139.45	160.94	130.25
利润总额(亿元)	17.95	14.96	17.36	16.79
EBITDA(亿元)	23.83	20.74	24.32	--
经营性净现金流(亿元)	3.40	11.54	-8.23	11.59
营业利润率(%)	37.83	35.43	35.12	34.36
净资产收益率(%)	19.77	14.86	15.62	--
资产负债率(%)	50.00	52.08	58.32	54.76
全部债务资本化比率(%)	40.73	41.92	50.09	47.21
流动比率(%)	150.27	136.98	132.71	186.98
经营现金流动负债比(%)	5.16	14.14	-7.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.22	2.86	3.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.89	8.94	7.62	--

注：1. 2018 年前三季度财务数据未经审计；2. 短期债务中包含其他流动负债中的有息债务，长期债务中包含长期应付款中的有息债务。

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

评级观点

天士力医药集团股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事医药产品的研发、生产及销售业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司产品种类丰富、品牌优势显著、具备较为完善的中药产业链、研发实力较强、销售网络健全等竞争优势。近年来，公司在医药工业方面坚持中药、生物药和化学药协同发展，生物药普佑克进入《2017 版国家医保目录》后快速放量，并抓住“两票制”契机加速医药商业经营规模扩张，资产、权益及收入规模不断增长，整体盈利能力较强。同时，联合资信也关注到招标限价、医保控费等政策使得药品价格面临下行压力、应收账款占比高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续坚持全面国际化、国际标准的全产业链构建，发挥现有“四位一体”研发资源优势，打造中药、化学药、生物药三大体系协同发展的产业格局。随着医保产品的逐步放量，医药商业资源持续整合，公司未来收入及利润规模有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度强。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，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司是中药现代化的领军企业，形成了较为完整的符合国际标准的中药产业链；对中药材资源掌控能力较强，有助于从源头控制药品质量。
2. 公司产品种类丰富，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

- 场份额连续多年保持第一，截至2017年底，公司及控股子公司共有237个产品进入《2017版医保目录》，包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、普佑克等10个独家产品。
3. 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，819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。
 4. 公司重视研发工作，研发实力较强，并通过自主研发、合作研发、外部引进和投资优先许可权“四位一体”的研发模式拓宽了产品研发管线，为长期可持续发展提供了有力支撑。
 5. 公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度强。

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；同时，公司销售费用增长引起期间费用占营业收入的比重有所上升，压缩了其整体利润空间。

声 明

一、本报告引用的资料主要由天士力医药集团股份有限公司（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。

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。

天士力医药集团股份有限公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

天士力医药集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为 1994 年 5 月 6 日成立的天津市天使力联合制药公司。2000 年 4 月 27 日，经天津市人民政府津股批（2000）4 号文批准，公司依法整体变更为天津天士力制药股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2002]79 号文核准，公司于 2002 年 8 月首次公开发行 5000 万股人民币普通股并在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“天士力”，股票代码“600535.SH”）。2017 年 4 月，公司更名为现名。经过多次增资、分红送股、公积金转增股本和股权转让后，截至 2018 年 9 月底，公司注册资本 15.13 亿元，天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力控股”）持有公司 45.18% 的股份（质押比例 34.33%），为公司控股股东，实际控制人为闫凯境先生、闫希军先生、吴迺峰女士、李昀慧女士¹。

公司属于制药行业，经营范围：滴丸剂、颗粒剂、硬胶囊剂、软胶囊剂、片剂、丸剂的生产；汽车货物运输；货物及技术的进出口业务。

截至 2018 年 9 月底，公司下辖 10 家全资子公司，设市场营销部、质量保证中心、研究所等 30 个部门。

截至 2017 年底，公司资产总额 215.32 亿元，所有者权益合计 89.74 亿元（其中包含少数股东权益 3.20 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 160.94 亿元，利润总额 17.36 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 242.99 亿元，所有者权益 109.92 亿元（含少数股东权

益 6.13 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 130.25 亿元，利润总额 16.79 亿元。

公司注册地址：天津市北辰区普济河东道 2 号（天士力现代中药城）；法定代表人：闫凯境。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册中期票据额度 20 亿元，并于 2018 年 5 月发行 2018 年度第一期中期票据（10 亿元，3 年）。公司本期计划发行 2018 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 2 亿元，期限为 2 年。本期中期票据募集资金将全部用于偿还本部银行贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价

¹闫希军先生和吴迺峰女士为夫妻，闫凯境先生和李昀慧女士为夫妻，闫凯境先生与闫希军先生、吴迺峰女士分别为父子、母子关系，因此四人构成一致行动人。

格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发

投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或

呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。

总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业分析

1. 医药工业

(1) 行业概况

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，药品需求弹性普遍较小，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。

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。据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017年医药产业经济运行分析》，2017年中国规模以上医药企业实现主营业务收入29826.0亿元，增速恢复至两位数，达12.2%，较2016年提高2.3个百分点。同时，随着医药产业结构调整不断深化，规模以上医药企业实现利润总额3519.7亿元，同比增长16.6%，增速同比提高1.0个百分点，利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

表1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2015年		2016年		2017年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034.90	445.25	4991.70	436.10
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534.70	950.49	8340.60	1170.30
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956.36	138.27	2165.30	153.40
中成药制造	6167.39	668.48	6697.05	736.28	5735.80	707.20
生物药品制造	3164.16	386.53	3350.17	420.10	3311.00	499.00
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124.61	191.75	2266.80	213.90
制药专用设备制造	182.02	19.00	172.60	15.80	186.70	14.70
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765.47	318.49	2828.10	325.10
医药工业	26885.19	2768.23	29635.86	3216.43	29826.00	3519.70

资料来源：国家统计局

(2) 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、中成药制造、

化学原料药和生物药品制造对整个行业的收入和利润贡献最大。

化学原料药行业

作为中国医药工业重要组成部分，化学原料药发展迅猛，行业销售收入和利润总额继续保持上升通道，增势不减。2017年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入4991.70亿元，同比增长14.7%；实现利润总额436.10亿元，同比增长13.7%，销售利润率有所提高。

中国是全球最大的原料药生产国之一，经过几十年发展，已形成较完整的工业体系。化学原料药行业特点包括规模大、成本低、产量高等，是医药产业升级的重要推力。化学原料药按照功效和用途可分为抗感染类、维生素类、呼吸系统用药等；按产品价值和特性可分为大宗原料药及特色原料药。大宗原料药是指需求量大、工艺成熟、不涉及专利纠纷的传统化学原料药，如抗生素、维生素等，与基础医疗保障关系紧密。特色原料药则是指专利刚过期产品的原料药，一般来说特色原料药利润相对较高。

目前，中国化学原料药企业大多数是简单的原料供应商，依靠规模和低成本赢得市场，在特色原料药方面竞争力较弱。随着人工成本上升、环保压力加大，化学原料药难以保持价格优势，向中高端原料药挺近是未来发展趋势。

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。

2017年，中国化学药品制剂制造行业实现主营业务收入8340.60亿元，同比增长12.9%；实现利润总额1170.30亿元，同比增长13.7%。

中成药行业

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。2014年~2016年，中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入复合增长率分别达到7.40%与14.37%，市场呈现稳定增长态势。2017年，中成药制造行业实现营业收入5753.80亿元，同比增长8.4%；实现利润总额707.20亿元，同比增长10.0%。

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。目前国内有中药企业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. 医药商业

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，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自2006年以来快速增长。2010年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

根据商务部发布的《2017年药品流通行业运行统计分析报告》，2017年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额20016亿元，扣除不可比因

素同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点。其中，药品零售市场 4003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。

药品批发企业销售增长有所放缓。2017 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 14620 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 2.6 个百分点；利润总额 363 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速与上年持平；平均毛利率 7.2%，同比上升 0.2 个百分点；平均费用率 6.1%，同比上升 0.9 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，与上年基本持平。2017 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 8.4%，增速下降 5.6 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 9.3%，增速下降 2.9 个百分点。

从市场占有率看，药品批发企业集中度略有下降。2017 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.0%，同比下降 0.2 个百分点。其中 4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点。

按销售渠道分类，2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额的 0.5%，同比上升 0.2 个百分点；对批发企业销售额 7227 亿元，占销售总额的 36.1%，同比下降 4.8 个百分点；对终端销售额 12682 亿元，占销售总额的 63.4%，同比上升 4.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 8766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 3916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9 个百分点。

总体看，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

图 1 2013~2017 年药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》

3. 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。总体看，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

表 2 2016 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2016 年 2 月	国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略
2016 年 2 月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明显改进）的优先审批，规定 17 种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力

2016年3月	国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药, 凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的, 均须开展一致性评价; 国家基本药物目录(2012年版)中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂, 应在2018年底前完成一致性评价, 其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种, 应在2021年底前完成一致性评价; 逾期未完成的, 不予再注册	有利于提升中国制药行业整体水平, 保障药品安全性和有效性, 促进医药产业升级和结构调整, 增强国际竞争能力, 医药企业间竞争分化将愈加明显
2016年4月	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”, 鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款, 药品生产企业与配送企业结算配送费用, 压缩中间环节, 降低虚高价格	有利于控制药品价格虚高, 促进药品流通市场健康发展
2016年6月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省(区、市)制定当地年度医疗费用增长幅度, 力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下	未来医药控费将从严并逐步渗透, 行业增速可能继续放缓
2017年2月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系, 促进药品市场价格信息透明; 食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制, 建立统一的跨部门价格信息平台, 做好与药品集中采购平台(公共资源交易平台)、医保支付审核平台的互联互通, 加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度, 推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017年2月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个, 较2009年版目录增幅约15.4%, 其中西药部分1297个, 中成药部分1238个(含民族药88个); 经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品, 均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显, 对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜, 有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017年4月	国务院办公厅《关于全面推开公立医药综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等, 其中要求2017年9月30日前所有公立医院全部取消药品加成(中药饮片除外)	破除“以药养医”, 落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任, 充分发挥市场机制作用, 提高医疗服务质量和效率, 更好地解决群众看病就医问题; 药房成为公立医院成本科室, 处方药外流或为DTP药房带来发展机遇
2017年10月	中共中央办公厅和国务院办公厅《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施6部分共36项改革措施	有利于推进医药产业供给侧结构性改革, 提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力
2017年12月	CFDA《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围(艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病)、程序、工作要求	有利于加强药品注册管理, 解决药品注册申请积压的矛盾, 同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市
2017年12月	《已上市化学仿制药(注射剂)一致性评价技术要求(征求意见稿)》	力争用5至10年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作, 通过再评价的, 享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策	有利于提升中国制药行业整体水平, 保障药品安全性和有效性, 促进医药产业升级和结构调整, 增强国际竞争能力, 未来医药企业间竞争分化将愈加明显
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, 医药企业间竞争分化将愈加明显
2018年4月	国家中医药管理局关于发布《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日期,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品及有实际进口的中成药进口关税将为零	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《关于发布可豁免或简化人体生物等效性(BE)试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免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	BE试验作为一致性评价的核心,时间和资金成本较高,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、国家卫生健康委员会《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,免报药效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

资料来源:联合资信整理

4. 行业关注

(1) 行业集中度低

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。中国的制药企业在20世纪80年代初期只有800余家,2015年底已经超过7000家。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。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。

(2) 研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药,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,严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

(3) 药品降价

2014年起,随着各省份基药招标开始,全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则,吉林、湖南等地降价也是主要趋势,新版基药目录实施以来,新进目录基药价格均有一定降幅,个别省份创出历史新低。

2014年11月25日,发改委下发《推进药品价格改革方案(征求意见稿)》(以下简称“《征求意见稿》”),欲取消药品最高零售限价,通过医保控费和招标采购,由市场竞争形成药品价格。根据《征求意见稿》,从2015年1月1日起,国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015年5月,发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》,从2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价,完善药品采购机制,发挥医保控费作用,药品实际交易价格主要由市场竞争形成,其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格;对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕器具,通过招标采购或谈判形成价格;麻醉药品和第一类精神药品,仍暂时实行最高出厂价格和最

高零售价格管理。2015年10月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等16个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016年5月20日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中慢性乙肝一线治疗药物“替诺福韦酯”、非小细胞肺癌靶向治疗药物“埃克替尼”和“吉非替尼”与此前公立医院的采购价格相比，谈判价格降幅均在50%以上。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

（4）仿制药质量和疗效一致性评价

仿制药是与原研药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用的药品。开展仿制药质量和疗效一致性评价（以下简称“一致性评价”）工作，要求已经批准上市的仿制药品，要在质量和疗效上与原研药品能够一致，临床上与原研药品可以相互替代。2015年8月，国务院启动药品医疗器械审评审批制度改革，其中推进仿制药一致性评价是改革的重点任务之一。2016年3月5日，国务院办公厅发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（以下简称“《意见》”），标志着中国已上市仿制药一致性评价工作全面展开。

《意见》明确了仿制药一致性评价的对象和时限：^①化学药品新注册分类实施前²批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；^②国家基本药物目录（2012年版）（以下简称“基药目录”）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册；^③化学药品新注册分类实施前批准上市的其他

仿制药，自首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在3年内完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。

为鼓励医药制造企业开展仿制药一致性评价工作，《意见》还从医保支付和集中采购方面提出，通过一致性评价的药品品种，在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用；同品种药品通过一致性评价的生产企业达到3家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。

初步统计，2007年10月前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，在基药目录中有289个品种、17740个批准文号或注册证号，涉及1817家国内生产企业、42家进口药品企业。联合资信在对相关医药制造企业的尽职调查中了解到，目前一个一致性评价项目的成本在人民币600万元以上，这对医药制造企业的资金实力提出了很高要求。289个品种内的药品多为片剂、胶囊，且属于基药，这类药品数量众多、竞争充分，部分药品利润空间已经有限，高额的一致性评价费用可能使得部分资金实力薄弱的医药制造企业被淘汰。另外，一致性评价在时间的要求上十分紧迫，除了《意见》给出的2018年底、2021年底、3年三个影响药品注册的时间点外，由于“同品种药品通过一致性评价的生产企业达到3家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种”，医药制造企业只有尽快通过一致性评价，才能在招标采购中抢占先机。此外，由于《意见》明确了通过一致性评价的药品将在医保支付方面得到支持，医疗机构将优先采购通过一致性评价的药品，在目前招标限价的大背景下，确立先发优势才能奠定市场基础，未通过一致性评价的药品则很难在销售上实现突破。

另外，仿制药一致性评价为中国药品市场创造了自发遴选机制，未来市场上大量“僵尸文号”会逐步清除。

总体看，仿制药一致性评价的目的在于保障药品的安全性和有效性、促进医药产业升级

²2016年3月4日发布。

和结构调整,也是对中国医药制造企业研发(仿制)质量的检验。对于资金实力雄厚、研发能力强且质量管理完善的医药制造企业来说,完成一致性评价的可能性更大、时间更短,进而在医保支付和招标采购中受益。通过企业和产品的优胜劣汰,医药制造行业的集中度将得到进一步提升。

5. 未来发展

总体看,未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势,政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求,同时,随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地,药品价格下降趋势仍将持续,具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出,行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说,销售增长可期;两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业,为提高终端控制力度,医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看,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。

6. 区域经济环境

根据《2017年天津市国民经济和社会发展统计公报》,2017年,天津市生产总值(GDP)18595.38亿元,按可比价格计算,比上年增长3.6%。其中,第一产业增加值218.28亿元,增长2.0%;第二产业增加值7590.36亿元,增长1.0%;第三产业增加值10786.74亿元,增长6.0%。三次产业结构为1.2:40.8:58.0。

2017年天津市一般公共预算收入2310.11亿元。其中,税收收入1611.71亿元,占一般公共预算收入的比重为69.50%,比上年提高9.9个百分点。从主体税种看,增值税649.05亿元,增长42.40%;企业所得税309.90亿元,增长

11.30%;个人所得税116.51亿元,增长20.40%。全年一般公共预算支出3282.16亿元。其中,社会保障和就业支出458.92亿元,增长21.40%;教育支出435.29亿元,增长0.2%。

总体看,天津市经济持续增长,为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质

1. 产权状况

截至2018年9月底,公司注册资本15.13亿元,控股股东天士力控股持有公司45.18%股份,公司实际控制人为闫希军先生、吴迺峰女士、闫凯境先生、李昀慧女士四人。

2. 企业规模与竞争力

公司以药品的生产和销售为主要业务,构建了现代中药、生物药、化学药协同发展的产业格局,产品聚焦心脑血管、消化代谢、抗肿瘤等治疗领域。

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

中成药方面,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;提出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，是全球首例顺利完成FDA III期临床研究的复方中药制剂，并于2018年又获得了FDA对另一新临床适应症的IND批准，用于预防和治疗急性高原综合征（AMS），公司将近期在美国地区开展一个多中心、双盲、随机对照的临床验证性研究（试验代码：T89-08-ORESA），用于满足FDA对CSA适应症的药政审批要求。

公司化学药以化学原料药和口服固体制剂为主，其中化学原料药主要品种有替莫唑胺、氟他胺等12个品种；口服固体制剂主要是片剂、胶囊剂，其中抗肿瘤药物蒂清自上市以来保持较高增速。

生物药方面，公司代表性产品为“十一五”期间唯一的1类生物治疗药——重组人尿激酶原（普佑克），该产品主要用于急性心肌梗死的治疗，具有特异性溶栓、快速溶栓等特点，进入多部《临床治疗指南》。2017年，普佑克纳入新版医保目录，销量显著提高。公司凭借在心脑血管、肿瘤及免疫、消化代谢三大治疗领域的研发优势，正在快速推进具有国际竞争优势的在研管线，已通过自主研发和投资引进等多种方式，共布局超过15个品种。

截至2017年底，公司共有237个产品纳入《2017版医保目录》，其中甲类136个，乙类101个，包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等独家产品。此外，公司共有81个品种纳入《国家基本药物目录（2018年版）》。

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，819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。2017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”）在新三板挂牌（股票代码：872087，股票简称：天士营销），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、养血清脑颗粒（丸）等产品市场占有率高，且在国际化探索方面取得阶段性成果，竞争优势突出；医药商业重点区域覆盖率较高，借助天士力营销集团在新三板挂牌，未来有望得到较快发展。

3. 研发与创新

公司以创新药物开发和上市产品大品种培育为核心，构建多元化的研发资源配置模式，形成自主研发、合作研发、外部引进和投资优先许可权“四位一体”的模式，研发方向主要包括抗肿瘤、心脑血管、代谢等领域。近三年，公司研发投入占医药工业收入的比重分别为7.90%、7.12%和9.04%。目前，公司在研产品共77项，自主研发管线产品37项、产品引进34项、合作研发管线产品2项、投资市场优先许可权4项。2018年上半年，公司共计获得临床批件10项，其中中药6项，化学药4项。

表4 公司研发投入情况

项目	2015年	2016年	2017年
研发投入（亿元）	5.03	4.40	6.16
医药工业收入占比（%）	7.90	7.12	9.04

资料来源：公司提供

公司是国家认定的高新技术企业，是科技部、国务院国资委和中华全国总工会联合认定的创新型企业。公司研究院系由国家发改委、财政部、国家税务总局、海关总署联合认定的

国家级企业技术中心，先后承担了国家“九五”、“十五”、“十一五”、“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。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，建立了品类齐全的组分中药库，为发现现代中药奠定了理论基础和物质基础。公司 2015 年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”。

专利方面，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 2018 年 6 月底，公司及主要子公司拥有专利总数 1518 件，其中发明专利 1329 件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 385 件，养血清脑颗粒拥有专利 72 件。

国际化方面，复方丹参滴丸防治急性高原综合症(AMS)取得 FDA 临床批件，并进入 II 期临床阶段；为保证 FDA 心绞痛 III 期验证试验的顺利进行，招标确定了协助公司开展相关试验的 CRO 公司；目前正在积极与 FDA 及合作机构完善最终临床方案。

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，为长期可持续发展提供了有力支撑。

4. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司拥有高层管理人员 5 人，其中，董事长 1 人，副董事长 1 人，董事总经理 1 人，财务总监 1 人，董事会秘书兼副总 1 人。

公司董事长闫凯境，39 岁，曾任博科林药品包装技术有限公司董事长、公司董事总经理。现任公司董事长，天士力控股董事、副总裁、战略投资事业群首席执行官，天士力营销集团董事长，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等职务。

公司副董事长孙鹤，59 岁，曾任美国食品药品监督管理局（FDA）转化医学和计量药理学首席科学家和主审官。现任公司副董事长、天士力控股董事、副总裁、科技创新事业群首席执行官，天士力北美药业有限公司总经理，天津雅昂医药国际化发展促进有限公司总经理。中医药世界联盟秘书长，国家首批“千人计划”国家特聘专家、评审委员，国家教育部“2011 计划”评审专家，国家重大创新专项总体专家组成员，国家中医药标准化专家技术委员会委员。兼任天津大学药学院教授、博导，中国科学院上海生命研究院特聘教授，天津国际医药联合研究院专家指导委员会委员，英国诺丁汉大学医学院特聘教授等职务。

截至 2017 年底，公司共有员工 9871 人。从专业构成来看，销售人员占 53.05%、技术人员占 7.57%、生产人员占 28.16%、行政人员占 9.92%、财务人员占 1.30%；按教育程度划分，研究生以上占 5.24%、本科占 37.28%、大专 40.71%、中专及以下占 16.77%。

总体看，公司高管团队整体较为稳定，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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构。

股东大会是公司的权力机构；董事会对股东大会负责。董事会由 7 至 9 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 至 2 人，独立董事 3 人。董事会每年至少召开两次会议，由董事长

召集，应当由过半数的董事出席方可举行。董事会决议表决方式为：对每一决议事项逐一表决，实现一人一票的表决制和少数服从多数的组织原则。董事会作出决议，必须经全体董事的过半数通过。

公司设监事会。监事会由 3 至 5 名监事组成，设监事会主席 1 名，监事会副主席 1 名。监事会主席和监事会副主席由全体监事过半数选举产生。

总体看，公司法人治理结构完善，运作较为规范，管理有序，股东大会、董事会、监事会、经理层均依法行使职权，各机构独立运作。

2. 管理水平

公司按照现代企业制度进行管理，建立了较为规范的公司经营管理机制。

质量管理方面，公司施行全过程的严格质量控制，建立了一条符合国际标准的现代中药产业链：①药材生产基地 2003 年首家获得国家药监局 GAP 认证，从源头控制产品质量；②建立药材、中间体、成品过程的质量检验方法，质量检验参照国际 GLP 规范要求进行，利用与国际水平同步的高效液相色谱法（HPLC）、气相色谱法（GC）、气质联用法（GC-MS）等方法建立了指纹图谱和含量测定方法，对丹参、三七、冰片三种成分均用含量测定的标准来控制质量；③按标准化进行生产管理。公司生产程序按 GMP（药品生产质量管理规范）标准建立，并已获国家 GMP 认证。公司每年的国家药监局检验均为合格，并通过了 ISO9000 等一系列相关质量体系认证。

目前，公司 E01 项目（丹参胶囊）已经顺利通过了欧盟的现场检查，并取得欧盟的 GMP 认证证书，标志着该产品生产工艺和质量管理体系已达到欧盟标准。产品质量标准不断提升，继复方丹参滴丸载入药典后，又有养血清脑颗粒（丸）、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸 4 个品种进 2015 版中国药典。

资金管理方面，公司建立资金共享中心，

既对子公司实施资金的集中管理，同时为子公司提供资金服务、融资支持，统筹安排母子公司的资金资源，实现资金管理统一银行账户管理、统一融资授信管理、统一资金预算管理、统一内部交易资金结算管理。公司制定了《现金和银行存款管理制度》、《票据管理制度》、《财务审批制度》、《资金共享中心管理制度》等对资金的审批、使用、管理等进行了详细的规定。通过银企直连平台、网上报销与支付管理系统等工具，实现资金管理的信息化，运用信息化技术有效控制财务风险，提高资金的使用效率。公司严格执行《募集资金管理制度》，建立专门账户存储并使用所有的募集资金，严格按照招股说明书承诺的投资项目投入资金。募集资金项目变更经公司董事会、股东大会审议通过，合法有效。对于募集资金的使用做到层层审批、专款专用，严格按计划开支，杜绝浪费。

对外担保方面，公司严格遵守中国证监会《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》文件、《中华人民共和国担保法》、《公司章程》及其他相关规定来规范公司的担保行为，明确公司担保原则和担保审批程序，有效控制担保带来的财务风险，并保护投资者和债权人的利益。制定了《结算中心担保管理细则》，规定了对外担保的授权批准方式、权限、程序、责任和 Related 控制措施。

公司推进组织创新与转型，在原有直线式层级汇报结构上，嵌入由各部门组成的项目团队，专门负责一次性的跨部门工作，将企业职能管理和项目管理结合起来，实现精益化管理，提高经营效率。公司把过程管理作为项目性工作与日常性工作的重点，通过对考核目标进行层层分解，找出关键绩效指标及项目偏差的原因，评估过程管理的质量，并进行滚动调整，保证目标的顺利实现。

综合看，公司建立健全了一系列管理规章制度，并根据发展需要不断改革，运作和执行较为规范，管理风险较低。

七、重大事项

1. 实际控制人家族成员之间调整股权比例及实际控制人变更

公司原实际控制人闫希军先生与闫凯境先生、吴迺峰女士和李昀慧女士于 2016 年 3 月 27 日分别签署了《天津富华德科技开发有限公司股权转让协议》（闫凯境先生、吴迺峰女士、李昀慧女士分别为闫希军先生的儿子、配偶、儿媳），闫希军先生拟将其持有的天津富华德科技开发有限公司（以下简称“富华德”）5% 的股权转让给闫凯境先生；吴迺峰女士将其持有的富华德 6% 股权转让给李昀慧女士。鉴于富华德间接控制公司控股股东天士力集团之股份，上述股权变更完成后，公司最终控制层面变为四位自然人共同控制的情形，且四人构成一致行动人，故导致公司实际控制人发生了变化，由闫希军一人实际控制变为闫希军、吴迺峰、闫凯境、李昀慧四人共同控制，相应工商变更于 2016 年 4 月 1 日完成。

公司于 2016 年 4 月 23 日发布公告，闫希军先生和吴迺峰女士（分别持有富华德 45% 和 14% 的股份）拟将其持有的富华德 33% 和 2% 的股份转让于闫凯境先生，并已签署《股权转让协议》，上述股权结构变更属于一致行动人之间的调整，不会导致公司控股股东和实际控制人发生变更，公司的控股股东仍为天士力集团，公司的实际控制人仍为闫希军先生、吴迺峰女士、闫凯境先生、李昀慧女士，相应工商变更于 2016 年 4 月 22 日完成。

2. 子公司存续分立，并在新三板挂牌

为突出医药商业业务，优化资产运营效率，2016 年 9 月，公司发布公告称将对原医药商业业务经营主体天津天士力医药营销集团有限公司进行存续分立和股份制改造，并申请在全国中小企业股份转让系统挂牌。具体方案为：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”），存续公司与新设公司的股东结构、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。

天士力营销集团主营业务为医药及医疗器械的批发、零售。分立前，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”）与公司及子公司所生产的品种（以下简称“工业品种”）。分立后，天士力营销集团主要经营商业品种，原工业品种转至公司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”）。

天士力营销集团于 2017 年 3 月份完成股份制改造，并于 2017 年 8 月完成股份公开挂牌转让（证券代码“872087”，证券简称“天士营销”）。2018 年以来，天士力营销集团三次定向发行新股，分别新增股票数量 1596000 股、1066666 股和 55614973 股，截至 2018 年 10 月 15 日，公司持有天士力营销集团 86.87% 的股份。

天士力营销集团完成新三板挂牌后，不断扩张经营规模。截至 2017 年底，天士力营销集团资产总额 72.64 亿元，所有者权益 6.01 亿元；2017 年营业收入 98.48 亿元，利润总额 1.21 亿元。截至 2018 年 9 月底，天士力营销集团资产总额 91.70 亿元，所有者权益 12.67 亿元；2018 年 1~9 月实现营业收入 85.92 亿元，利润总额 0.88 亿元。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以药品的生产和销售为主要业务，产品涵盖中成药、化学药、生物制品等。2015~2017 年，公司主营业务收入呈逐年增长趋势，年均复合增长 10.40%；2017 年，医药商业板块收入增幅明显，带动公司主营业务收入同比增长 15.57% 至 160.20 亿元。近年来，公司医药工

业板块收入波动增长；2017年，普佑克进入《2017版医保目录》，在医保扩容、分级诊疗等医疗改革政策的背景下，公司推进精准营销，加强学术营销，现代中药、化学药和生物药协同增长，医药工业板块收入同比增长10.29%至68.14亿元。医药商业方面，公司不断优化业态结构，加大纯销业务占比，该板块收入年均复合增长16.54%，占主营业务收入的比重亦不断提高；2017年，公司抓住“两票制”契机，继续优化销售网络，医院终端销售得以扩展，医药商业板块实现收入92.06亿元，同比增长19.82%，占主营业务收入的比重上升至57.47%。

毛利率方面，公司主营业务毛利率近三年逐年小幅下降，分别为38.55%、36.41%和36.22%。其中医药工业板块毛利率始终保持较

高水平且逐年小幅提升，2017年为72.96%；医药商业板块毛利率水平较低，近三年分别为7.14%、7.12%和8.28%。

2018年以来，公司继续专注提高终端覆盖和市场放量，产品结构不断优化，2018年前三季度，公司实现主营业务收入129.69亿元，同比增长16.86%；其中，医药工业板块和医药商业板块分别实现收入50.32亿元和79.37亿元，分别同比增长13.55%和19.05%。同期，受益于产品结构的优化及加强成本管控，公司主营业务毛利率为35.34%，同比提高1.74个百分点；医药工业板块和医药商业板块毛利率分别为75.30%和10.00%，分别同比提高2.53个百分点和2.45个百分点。

总体看，近年来公司医药工商业协同发展，经营较为稳健，收入规模稳步增长的同时保持了较高的盈利能力。

表5 公司主营业务收入和毛利率情况(单位: 亿元、%)

项目	2015年			2016年			2017年			2018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
医药工业	63.65	48.43	72.01	61.78	44.57	72.83	68.14	42.53	72.96	50.32	38.79	75.30
医药商业	67.78	51.57	7.14	76.84	55.43	7.12	92.06	57.47	8.28	79.37	61.19	10.00
合计	131.43	100.00	38.55	138.62	100.00	36.41	160.20	100.00	36.22	129.69	100.00	35.34

资料来源：公司提供

2. 医药工业

(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，如旋旄山萜碱；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。

2015~2017 年，公司主打中药产品复方丹参滴丸的产量波动增长，2017 年为 14474.56 万盒，同比增长 13.07%，产能利用始终保持较高水平，2017 年为 100.52%。另一中药产品养血清脑颗粒则受市场需求变化影响，近三年产量持续下降，2017 年，养血清脑颗粒的产量同比下降 6.95% 至 2274.86 万盒，产能利用率为 63.19%。化学药方面，水林佳主要用于急性

肝炎、脂肪肝的肝功能异常的恢复，近三年产量波动增长，产能利用率较为稳定，2017 年产量为 1233.74 万盒，同比增长 30.14%，产能利用率为 61.69%。生物药方面，普佑克自纳入国家《2017 版医保目录》以来，公司大力推进其基层及农村地区销售，2017 年普佑克实现产量 13106 万盒，产能利用率为 40.96%。

2018 年 1~9 月，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒和水林佳的产能利用率均较上年同期有所提升；普佑克继续快速放量，实现产量 29528 盒。

总体看，公司生产工艺和设备领先，产品质量控制水平较高，主要产品产能释放较为充分，整体生产情况稳定。

(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，819 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。

公司的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，公司拥有一级商业经销商 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 6 公司主要产品产销情况

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
复方丹参滴丸	产量 (万盒)	13808.01	12801.01	14474.56	11514.40
	产能利用率 (%)	97.74	88.90	100.52	106.51
	销量 (万盒)	13319.21	13649.28	14744.41	10564.32
	产销率 (%)	96.46	106.63	101.86	91.75
养血清脑颗粒	产量 (万盒)	2725.87	2444.69	2274.86	1806.47
	产能利用率 (%)	58.85	67.91	63.19	68.37
	销量 (万盒)	2737.05	2669.24	2314.31	1748.46
	产销率 (%)	100.41	95.65	101.73	96.79
水林佳	产量 (万盒)	1056.16	948.01	1233.74	1049.71
	产能利用率 (%)	61.01	61.56	61.69	63.27
	销量 (万盒)	1048.56	920.70	1237.49	1003.81
	产销率 (%)	99.28	97.12	100.30	95.63
普佑克	产量 (盒)	2925.00	5576.00	13106.00	29528.00
	产能利用率 (%)	48.75	17.43	40.96	50.90
	销量 (盒)	3636.00	3874.00	10705.00	20535.00
	产销率 (%)	124.31	69.48	81.68	69.54

资料来源：公司提供

作为公司最主要产品，复方丹参滴丸在心脑血管中成药中市场份额保持第一，2015~2017 年，复方丹参滴丸销量呈增长趋势，2017 年为 14744.41 万盒，同比增长 8.02%。受招标降价、医保控费与公立医院规模限制等多重因素影响，养血清脑颗粒销量近三年持续下降，2017 年为 2314.31 万盒，同比下降 13.29%。化药方面，近三年，水林佳的销量波动增长，2017 年为 1237.49 万盒，同比增长 34.41%。上述三种产品 2017 年的产销率维持在较高水平，分别为 101.86%、101.73% 和 100.30%。生物药方面，公司抓住普佑克进入《2017 版医保目录》的契机，提升专业营销团队规模与质量，省地县三级市场联动创新推广模式，与国家级心血管健康联盟形成战略合作，加快基层市场覆盖，推动其快速放量。2017 年和 2018 年前三季度，普佑克分别实现销量 10705 盒和 20535 盒。

总体看，公司营销网络较为完善，整体保持了较高的产销水平，在招标限价、医保控费等行业政策影响下，部分产品的销量有所波动；普佑克进入医保目录带来的销售放量显著，未来生物药业务有望成为公司医药工业板块新的收入及利润增长点。

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、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。天士力营销集团自 2017 年 8 月新三板挂牌后得到快速发展，2017 年及 2018 年上半年收入构成如下表所示。

表 7 天士力营销集团主营收入构成 (单位: 亿元)

项目	2017 年	2018 年 1-6 月
分销配送	87.71	49.72
零售连锁	7.60	4.29
慢病管理与药事增值服务	2.95	1.99

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(1) 分销配送

分销配送业务是指公司向上游的医药工业企业或者医药经销公司采购药品、医疗器械等，向下游经销商、各级医疗机构、药店等终端客户进行分销与配送，通过购销差价获取利润。近年来，公司积极通过并购的手段进行外延式扩张，完善销售网络。2018 年 3 月，天士力营销集团完成山西康美徕医药有限公司 51% 股权

的收购，业务布局延伸至山西。截至 2018 年 9 月底，公司分销配送业务辐射陕西、北京、辽宁、天津、山东、湖南、广东、山西八省市，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、380 余家连锁药店的渠道网络，主要经营的药品、医疗器械等产品的品规超过 34000 种。

结算方式上，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，结算方式以赊销为主。公司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，公司对不同客户设立了不同的信用额度及采购额度，账期约为 6 至 12 个月。2018 年以来，天士力营销集团在提升业务规模的同时，严格进行下游客户筛选，以提升应收账款质量和资金效率。

(2) 零售连锁

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，同时兼营中药饮片、医疗器械、保健食品等。

公司的零售连锁业务分为线上及线下两部分。线下业务方面，公司目前在辽宁、天津、山东、广东四个区域开办有连锁药店，以自营药店为主，少部分加盟药店为辅，经营主体有济南平嘉大药房有限公司、辽宁天士力大药房连锁有限公司、天津天士力大药房连锁有限公司、天士力大药房连锁（广东）有限公司等。截至 2018 年 6 月底，公司零售连锁门店总数为 717 家，其中直营店共计 595 家，加盟店 122 家。2017 年以来，公司加强在辽宁地区的零售连锁布局，下属子公司辽宁天士力大药房连锁有限公司新开药店数量较多，目前还未实现盈利，对医药商业板块盈利水平产生一定负面影响。

公司线上零售业务由两部分构成，第一部分为公司通过自建的“天士力大健康网”与在

天猫商城、京东商城、一号店注册的网店开展非处方药及保健品的销售业务；第二部分为公司通过线上与线下相结合的模式，在天津地区开展了糖尿病患者慢病门特业务，为糖尿病患者提供线上购药、直配到家的服务。

公司对零售连锁业务采用集中化供应链体系，将零售业务的采购纳入统一的集成化采购目录中，并在配送环节利用信息化系统对库存分布、订单时间及订货量之间的关系进行计算、统一规划物流安排，从而提升了配送效率。为进一步提升对上游医药工业企业的药品采购议价能力，2018 年上半年，天士力营销集团在零售连锁板块实施药品集中采购项目，与诺和诺德、阿斯利康、诺华、中美史克、云南白药、联邦制药、葵花药业、以岭药业等 22 家知名医药制造企业签署战略采购协议，第一期共签署协议厂家 22 家，协议总金额 8883 万元，比 17 年协议采购金额提升 3500 万元，有效降低药品采购成本。

(3) 慢病管理与药事增值服务

天士力营销集团积极实践“医保+医药+互联网”的服务创新模式，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，同时在连锁门店和医疗机构建立“慢病健康管理中心”，为糖尿病等慢病会员提供健康管理及药事增值服务，既服务了病人又实现了医保合理控费，为创新 PBM 模式（Pharmacy Benefit Management，药品福利管理）建立了基础，为连锁会员提供了健康管理平台及增值服务。截至 2018 年 6 月底，天士力营销集团累计慢病会员 11.01 万人；线上三方平台累计会有达 243.51 万人；O2O 平台会员累计达到 82410 人。

为加快慢病管理与药事增值服务业务在天津市以外地区的拓展，2018 年 5 月设立控股子公司聚智慢病健康管理（天津）有限公司，进一步推进甘肃、本溪的“互联网+医疗健康”落地模式。

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；同时，医药商业业务性质也导致天士力营销集团债务负担偏重。随着天士力营销集团新三板挂牌及公司对医药商业板块的整合，该业务有望得到稳定发展。

4. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数持续下降，存货周转次数波动下降，2017年分别为1.88次、0.83次和4.83次。总体看，公司整体经营效率良好。

5. 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2018年9月底，公司主要在建工程包括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）、生物医药反应器扩能和GMP改造项目、复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目、天地药业新厂区建设项目等，总投资额为14.15亿元，截至2018年9月底已投资金额10.74亿元。上述在建项目主要集中于医药产品的技术研发和核心产品产能的扩充，随着在建产能的释放，有利于公司市场份额及经营业绩的提升；同时，后续待投入资金规模小，公司资本性支出压力可控。

表8 截至2018年9月底公司投资计划（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至2018年9月底已完成投资	2018年10-12月计划投资金额	2019年计划投资金额	2020年计划投资金额
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	17602.00	296.71	--	--
生物医药反应器扩能和GMP改造项目	34007.59	31042.13	2341.81	1022.00	298.00
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	10753.93	1202.25	1598.00	--
帝益无菌药品车间项目	7350.00	8122.49	295.67	--	--
天地药业新厂区建设项目	22540.43	7560.06	1895.00	8000.00	2966.00
东北现代中药示范工厂项目	32000.00	24864.00	2214.18	2000.00	--
天士力现代中药产业园建设项目	10000.00	4889.00	2478.08	1990.00	--
合计	141469.88	104833.61	10723.69	14610.00	3264.00

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2015~2017年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2016年公司合并范围内新

增2家一级子公司（天津天士力企业管理有限公司和天津天士力营销培训管理有限公司），减少2家一级子公司（天士力（辽宁）现代中药资源有限公司和天津金士力新能源有限公司）；2017年公司合并范围新增1家一级子公司（天士力（香港）北美药业有限公司）；2018年1~9月，公司合并范围内一级子公司未发生变化。总体看，公司合并范围的变动对资产和

利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产（合并）总计 215.32 亿元，所有者权益合计 89.74 亿元（其中包含少数股东权益 3.20 亿元）。2017 年公司实现营业收入 160.94 亿元，利润总额 17.36 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 242.99 亿元，所有者权益 109.92 亿元（含少数股东权益 6.13 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 130.25 亿元，利润总额 16.79 亿元。

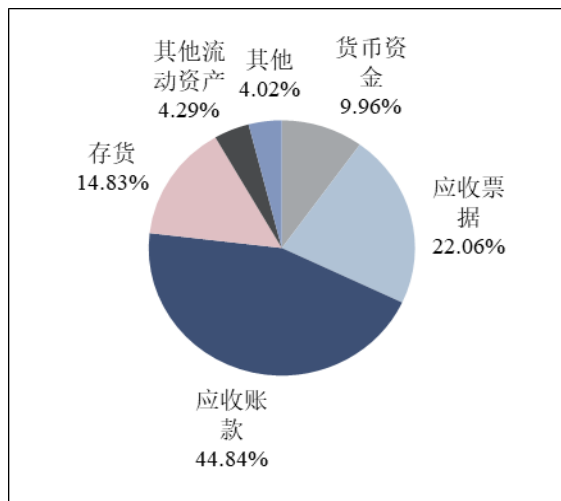
2. 资产质量

2015~2017 年，随着业务发展，公司资产总额快速增长，年均复合增长率 18.20%。截至 2017 年底，公司资产总额 215.32 亿元，同比增长 25.72%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 69.89%，同比提高 4.64 个百分点；非流动资产占 30.11%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模快速增长，年均增长 23.31%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 150.49 亿元，同比增长 34.66%，主要系应收账款增加所致；公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

天士力医药集团股份有限公司

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 17.79%。截至 2017 年底，公司货币资金 14.99 亿元，同比增长 12.74%。其中使用受限资金占 32.62%，主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金、借款保证金等各类保证金，受限比例较高。

伴随销售收入增长，2015~2017 年，公司应收票据快速增长，年均复合增长 36.12%。截至 2017 年底，公司应收票据账面价值 33.20 亿元，同比增长 50.25%，主要系公司扩大票据结算规模所致；公司应收票据以银行承兑汇票为主，占应收票据账面价值的 98.92%，其余为商业承兑汇票，累计计提坏账准备 35.86 万元；受限资产占应收票据账面价值的 31.39%，主要系为银行融资、开立银行承兑汇票提供质押担保所致，受限比例较高。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均增长 20.55%。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 67.48 亿元，同比增长 38.37%，主要系销售规模扩大和医药商业业务较快发展所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.61%，其中账龄在一年以内的占 97.94%，账龄较短，累计计提坏账准备 1.35 亿元；公司单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 0.39%，累计计提坏账准备 0.27 亿元。截至 2017 年底，公司应收账款前五名客户应收款项占应收账款余额的 16.25%，公司应收账款客户集中度较低。

2015~2017 年，公司存货不断增长，年均复合增长 12.48%。截至 2017 年底，公司存货账面价值 22.31 亿元，同比增长 10.91%，主要系医药商业板块业务规模扩大使得库存商品规模扩大所致。公司存货主要由原材料（占 16.09%）和库存商品（占 76.60%）构成。公司分别对原材料、在产品 and 库存商品计提跌价准备 216.66 万元、52.54 万元和 703.78 万元，计提比例为 0.43%。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产不断增长，

年均增长 8.41%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 64.83 亿元，同比增长 8.94%，主要系长期股权投资增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 13.04%）、固定资产（占 53.22%）、在建工程（占 7.88%）、无形资产（占 7.64%）和开发支出（占 8.50%）构成。

2015~2017 年，公司长期股权投资规模快速增长，年均增长 27.18%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 8.45 亿元，同比增长 53.54%，主要系子公司香港天士力投资 CardioDx.Inc.，子公司天士力生物医药股份有限公司增资天境生物科技(天津)有限公司 2040 万美元所致。

2015~2017 年，公司固定资产规模波动增长，年均增长 10.42%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 34.50 亿元，同比变化不大；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 63.22%）和机器设备（占 33.80%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 19.04 亿元；未办妥产权证书的房屋及建筑物占固定资产账面价值的 16.37%；受限资产为 1.65 亿元，占固定资产账面价值的 4.78%，主要系为银行融资、开立银行承兑汇票提供抵押担保。

2015~2017 年，公司在建工程规模有所波动，年均下降 22.85%。截至 2017 年底，公司在建工程账面价值 5.11 亿元，同比增长 22.84%，主要系东北现代中药示范工厂及天地药业新厂区建设项目等增加投资所致。

2015~2017 年，公司无形资产不断增长，年均增长 0.66%。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 4.95 亿元，同比下降 3.94%，主要系摊销所致；公司无形资产由土地使用权、专利权和软件构成，分别占无形资产账面价值的 76.77%、10.71%和 12.53%；未办妥产权证书的土地使用权占无形资产账面价值的 4.44%；受限资产占无形资产账面价值的 2.63%，主要为银行融资、开立银行承兑汇票提供抵押担保所致。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 242.99

亿元，较 2017 年底增长 12.85%，主要系流动资产增长所致。从构成来看，流动资产和非流动资产分别占 70.70%和 29.30%，资产结构较 2017 年底变化不大。其中，货币资金较上年底增长 98.91%，主要系银行存款增加所致；随着医药工业和医药商业经营规模扩大，应收账款较上年底增长 28.21%至 86.51 亿元；公司开发支出同比增长 73.29%至 9.55 亿元，主要系 Transgene SA 无形资产入股控股子公司和开发支出增加影响。

受限资产方面，截至 2018 年 9 月底，公司使用受限的资产合计 21.28 亿元，主要构成为货币资金、应收票据、应收账款、固定资产和无形资产。

表 9 截至 2018 年 9 月底公司受限资产情况

项目	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	5.96	均系其他货币资金，包括银行承兑汇票保证金等
应收票据	2.54	为银行融资、开立银行承兑汇票提供抵押担保
应收账款	11.38	发行资产支持票据质押、银行贷款质押以及信用证贴现融资
固定资产	1.07	为银行融资、开立银行承兑汇票提供抵押担保
无形资产	0.33	为银行融资、开立银行承兑汇票提供抵押担保
合计	21.28	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司资产规模不断增长，以流动资产为主；应收账款、应收票据和存货占比较大，对资金形成占用；考虑到公司整体受限资产规模较小，资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均增长 7.91%，主要源于未分配利润的增加。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 89.74 亿元，同比增长 9.36%。其中，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 96.43%，以股本（占 12.48%）、资本公积（占 17.06%）、盈余公积（占 10.85%）和未分配利润（占 59.79%）为主。

2015~2017年，公司资本公积逐年下降，年均降幅8.71%。截至2017年底，公司资本公积14.76亿元，同比下降4.40%，主要系收购子公司的部分少数股东股权，新增投资成本大于新增持股比例，相应减少资本溢价所致。

截至2018年9月底，公司所有者权益合计109.92亿元（含少数股东权益6.13亿元），较2017年底增长22.48%，其中未分配利润占58.50%。截至2018年9月底，公司实收资本较上年底增长40.00%，主要系公司资本公积转增股本所致；资本公积较上年底增长8.47%，主要系天士力营销集团定增所致。

总体看，近年来公司所有者权益规模快速增长，未分配利润占比高。近三年，公司分别实现净利润15.24亿元、12.19亿元和14.02亿元，分别派发现金股利4.54亿元、6.05亿元和4.32亿元，若未来公司调整股利分配政策，未分配利润规模将减少，进而引起所有者权益规模的下降。

负债

2015~2017年，公司负债规模快速增长，年均复合增长27.66%。截至2017年底，公司负债总额125.57亿元，同比增长40.78%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占90.30%，非流动负债占9.70%，负债结构仍以流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债规模快速增长，年均增长31.22%。截至2017年底，公司流动负债113.40亿元，同比增长38.99%，主要系短期借款大幅增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占61.28%）、应付票据（占6.71%）和应付账款（占18.23%）构成。

2015~2017年，公司短期借款规模快速增长，年均复合增长52.94%。随着运营资金需求增加，公司出于财务成本考虑，以银行借款替换到期的超短融、公司债以及票据贴现，截至2017年底，公司短期借款69.49亿元，同比增长190.69%。其中保证借款和信用借款分别占39.14%和48.51%构成。

2015~2017年，公司应付票据波动下降，年均复合下降13.31%。截至2017年底，公司应付票据7.61亿元，同比下降26.60%。

2015~2017年，随着公司生产销售规模的扩大，采购金额逐年增加，应付账款随之快速增长，年均增长19.51%。截至2017年底，公司应付账款20.67亿元，同比增长11.30%。

2015~2017年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长41.30%。截至2017年底，公司其他应付款5.32亿元，同比增长105.65%，主要系收到保证金增加所致。

2015~2017年，公司非流动负债波动增长。截至2017年底，公司非流动负债合计12.17亿元，同比增长59.99%，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占73.23%）和递延收益（占26.68%）构成。

截至2017年底，公司长期借款8.92亿元，主要由质押借款（占28.03%）和信用借款（占56.05%）构成。

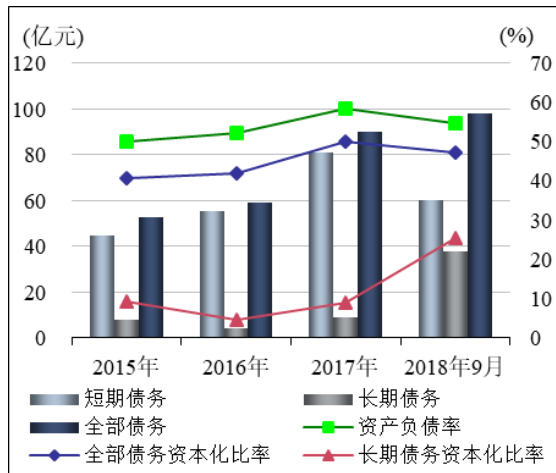
2015~2016年，公司应付债券余额分别为7.98亿元和4.00亿元。截至2017年底，公司无长期应付债券，2018年4月到期的“13天士01”公司债券已调整至一年内到期的非流动负债项目核算。

截至2018年9月底，公司负债总额133.07亿元，较上年底增长5.97%。2018年以来，公司调整负债结构，偿还部分短期借款，以长期借款和应付债券代替，流动负债比重下降至69.05%。截至2018年9月底，公司短期借款较上年底下降35.95%至44.51亿元；长期借款18.67亿元，较上年底增长109.38%；应付债券19.20亿元，系公司发行10亿元“18天士力医MTN001”和天士力营销集团发行10亿元应收账款资产支持票据所致。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长30.40%。截至2017年底，公司全部债务90.06亿元，同比增长52.05%，其中短期债务占90.09%，长期债务占9.91%。截至2018年9月底，公司全部债

务合计 98.30 亿元，较 2017 年底增长 9.15%，但债务结构有所改善，短期债务占比下降至 61.47%。

图 3 近年公司有息债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

随着负债水平的加重，2015~2017 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率呈持续上升趋势，长期债务资本化比率则波动下降；上述指标三年均值分别为 54.78%、45.77% 和 7.80%，2017 年底分别为 58.32%、50.09% 和 9.05%，分别同比上升 6.24 个百分点、8.17 个百分点和 4.39 个百分点。截至 2018 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率较 2017 年底有所下降，分别为 54.76% 和 47.21%；长期债务资本化比率上升至 25.62%。

总体看，公司负债以流动负债为主；近年来，随着业务规模尤其是医药商业的快速扩张，公司日常运营资金需求增加，有息债务规模快速增长；2018 年以来，公司债务结构有所改善。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司医药工商业并举发展，经营规模不断扩张，营业收入年均复合增长 10.30%。2017 年，公司医药商业板块进一步拓宽营销网络，带动公司营业收入同比增长 15.41% 至 160.94 亿元。近三年，公司营业成本年均增长 12.50%，增速高于营业收入；2017 年，公司营业成本 102.54 亿元，同比增长

15.81%。

公司期间费用以销售费用和管理费用为主，近三年，期间费用占营业收入的比重分别为 24.27%、24.80% 和 24.02%，费用控制能力有待提升。2017 年，公司发生期间费用 38.66 亿元，同比增长 11.76%。其中，销售费用 25.35 亿元，同比增长 7.30%，主要系公司为应对行业政策变化，医药工业加大新品营销投入，以及医药商业销售业态优化，商业终端占比增长，市场投入增加所致；管理费用 10.13 亿元，同比增长 16.56%，主要系费用化研发投入增加所致；财务费用 3.18 亿元，同比增长 39.44%，主要系银行借款规模增加，利息支出加大所致。

2015~2016 年，公司营业外收入分别为 0.60 亿元和 0.39 亿元；2017 年，公司营业外收入和其他收益合计 0.70 亿元，主要来源于政府补助。

2015~2017 年，公司利润总额存在波动，分别为 17.95 亿元、14.96 亿元和 17.36 亿元。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率和总资本收益率持续下降，净资产收益率波动下降，三年平均值分别为 35.75%、10.62% 和 16.22%。受医保控费等政策以及医药商业板块收入占比增加的影响，2017 年公司营业利润率、总资本收益率均较上年有所下降，分别为 35.12% 和 9.56%；净资产收益率较上年有所提升，为 15.62%。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 130.25 亿元，同比增长 16.69%，为 2017 年的 80.93%；期间费用占营业收入的比重为 22.12%；实现利润总额 16.79 亿元，同比增长 22.35%，为 2017 年的 96.70%。同期，公司营业利润率小幅下滑至 34.36%。

总体看，近年来公司收入规模稳步增长，期间费用压缩了公司整体利润空间；受医保控费等政策以及医药商业板块收入占比增加的影响，盈利能力有所下滑但整体保持较高水平。

5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017年，公司经营现金流入量年均复合增长7.32%。2017年，公司经营现金流入量164.75亿元，同比变化不大；其中销售商品、提供劳务收到的现金为158.48亿元。2015~2017年，公司经营现金流出量年均复合增长11.30%。2017年，公司经营现金流出量172.98亿元，同比增长14.71%，增幅大于现金流入增幅；其中支付其他与经营活动有关的现金为29.22亿元，主要为办公通讯差旅费、宣传费、招待费等。近三年，公司经营产生的现金流量净额分别为3.40亿元、11.54亿元和-8.23亿元。从收入实现质量来看，2015~2017年，公司现金收入比分别为105.79%、113.20%和98.47%，由于公司医药商业规模扩大、直销比例提高，应收账款快速增长，导致2017年公司经营获现能力有所下滑。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入规模较小，但呈不断增长趋势。2017年，公司投资活动现金流入量4.21亿元，同比增长15.98%，主要系理财产品到期收回的现金较多所致。2015~2017年，公司投资活动现金流出量存在波动，分别为11.64亿元、10.17亿元和17.60亿元，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金构成。2017年，公司投资活动现金流出量同比增长73.06%，主要系投资支付的现金增加所致（长期股权投资及理财）。近三年，公司投资活动现金流持续表现为净流出，分别为-9.11亿元、-6.54亿元和-13.39亿元。

筹资活动方面，公司充分利用多种渠道进行融资，筹资活动现金流入量较大，近三年分别为83.28亿元、67.85亿元和90.11亿元。2017年，公司主要通过银行借款进行融资，筹资活动现金流入量同比增长32.81%。2015~2017年，公司筹资活动现金流出量有所下降，主要为偿还债务支付的现金。2017年，公司筹资活动现金流出66.27亿元，同比下降5.56%。近三年，公司筹资活动现金净流量分别为2.86亿元、-2.32亿元和23.84亿元。

2018年1~9月，公司经营产生的现金流量净额为11.59亿元，由2017年的净流出转变为净流入，主要系公司应收票据到期托收及贴现高于去年所致；当期现金收入比为110.41%，收入实现质量较上年有提升；公司理财资金到期收回，理财余额减少，投资活动产生的现金流量净额为-2.71亿元，净流出规模较上年同期收窄；筹资活动产生的现金流量净额为4.79亿元。

总体看，近三年公司经营产生的现金流入规模持续增长，收入实现质量较好；近年来公司投资需求不断增长，经营性活动现金流不能覆盖投资性现金流，公司存在对外筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降，上述两指标三年加权平均值分别为137.50%和114.91%。截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为132.71%和113.03%。截至2018年9月底，流动比率及速动比率分别上升至186.98%和160.42%。近三年，公司经营性现金流流动负债比分别为5.16%、14.14%和-7.25%。2018年以来，公司债务结构有所改善，短期债务占比下降，短期偿债能力有所提高。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为8.89倍、8.94倍和7.62倍；同期，全部债务/EBITDA分别为2.22倍、2.86倍和3.70倍。公司长期偿债能力强。

截至2018年9月底，公司从各商业银行获得授信额度合计143.50亿元，未使用额度61.27亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2018年9月底，公司无对外担保事项。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告

(机构信用代码为: G1012010500741100J), 截至 2018 年 11 月 27 日, 公司已结清信贷业务中, 有 2 笔欠息、1 笔关注类贷款、4 笔关注类票据贴现, 根据银行提供的说明文件, 主要系银行系统原因所致; 未结清信贷业务中, 无不良和关注类记录。

8. 抗风险能力

中国中药行业市场空间广阔, 公司自主研发能力位列行业内前端, 产品质量管理体系将逐步与国际水平接轨。近年来, 公司资产与收入规模稳步上升, 盈利能力较强, 整体财务状况良好。基于对公司自身经营和财务风险, 以及所处医药行业前景的综合判断, 公司整体抗风险能力强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 2.00 亿元, 占 2018 年 9 月底公司全部债务和长期债务的比重分别为 2.03% 和 5.28%, 本期中期票据的发行对公司现有债务总量和结构影响较小。

截至 2018 年 9 月底, 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 54.76%、47.21% 和 25.62%。考虑到本期中期票据将全部用于偿还银行贷款, 本期债券发行后实际债务负担变化不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年, 公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 71.52 倍、81.17 倍和 82.38 倍; 2015~2016 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的 1.70 倍、5.77 倍; 公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 11.92 倍、10.37 倍和 12.16 倍。公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程强。

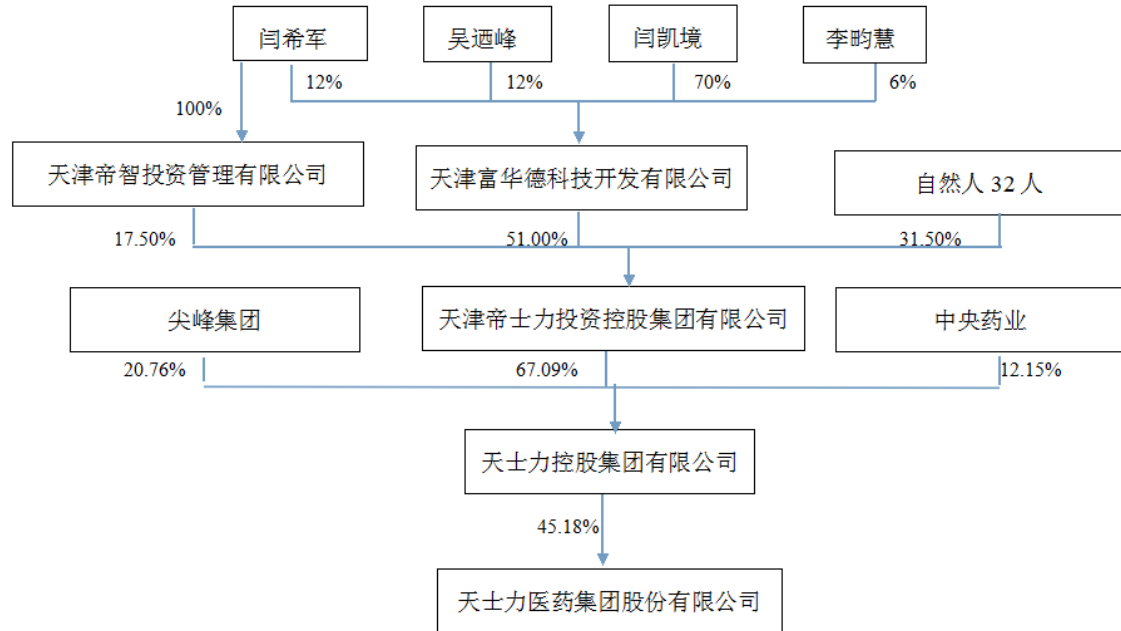
十一、结论

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。未来在新医改政策推动下, 巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。

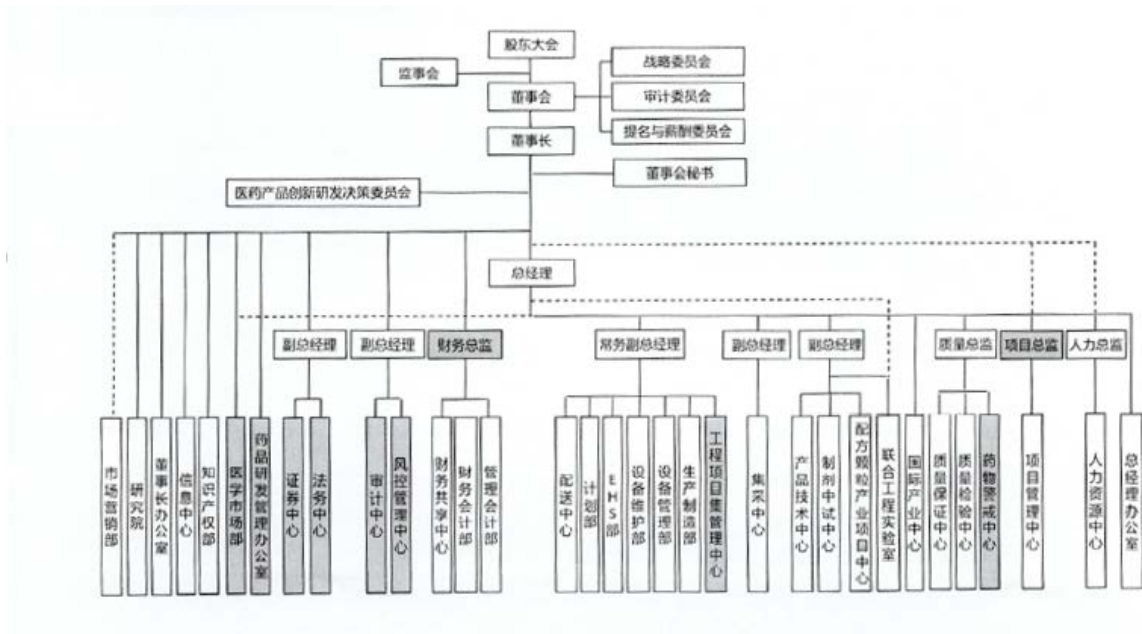
公司作为国内实践中药现代化的领军企业, 自主研发能力处于国内中药行业领先水平, 品牌影响力和中药材自给优势明显, 复方丹参滴丸及其他重点产品市场份额领先。近年来, 公司整体经营稳健, 资产、收入、利润规模持续增长, 保持了较高的盈利水平, 债务负担适宜, 2018 年以来公司有息债务结构有所改善。未来, 公司将以国内市场为基础, 全面推进国际化, 加快中药、化学药、生物药三大体系协同发展的产业格局。

公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。总体看, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.72	35.39	48.19	48.86
资产总额(亿元)	154.13	171.26	215.32	242.99
所有者权益(亿元)	77.07	82.07	89.74	109.92
短期债务(亿元)	44.97	55.22	81.14	60.43
长期债务(亿元)	8.00	4.01	8.93	37.87
全部债务(亿元)	52.96	59.23	90.06	98.30
营业收入(亿元)	132.28	139.45	160.94	130.25
利润总额(亿元)	17.95	14.96	17.36	16.79
EBITDA(亿元)	23.83	20.74	24.32	--
经营性净现金流(亿元)	3.40	11.54	-8.23	11.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.34	2.06	1.88	--
存货周转次数(次)	5.00	4.69	4.83	--
总资产周转次数(次)	0.93	0.86	0.83	--
现金收入比(%)	105.79	113.20	98.47	110.41
营业利润率(%)	37.83	35.43	35.12	34.36
总资本收益率(%)	13.77	10.27	9.56	--
净资产收益率(%)	19.77	14.86	15.62	--
长期债务资本化比率(%)	9.40	4.66	9.05	25.62
全部债务资本化比率(%)	40.73	41.92	50.09	47.21
资产负债率(%)	50.00	52.08	58.32	54.76
流动比率(%)	150.27	136.98	132.71	186.98
速动比率(%)	123.49	112.32	113.03	160.42
经营现金流动负债比(%)	5.16	14.14	-7.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.89	8.94	7.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.22	2.86	3.70	--

注：1. 2018 年前三季度财务数据未经审计；2. 短期债务中包含其他流动负债中的有息债务，长期债务中包含长期应付款中的有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式（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	
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/营业收入×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 4-1 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 4-2 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 天士力医药集团股份有限公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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。

天士力医药集团股份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。

天士力医药集团股份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医药集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，天士力医药集团股份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医药集团股份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，如发现天士力医药集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对天士力医药集团股份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。

如天士力医药集团股份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医药集团股份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医药集团股份有限公司联系，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。