

跟踪评级公告

联合[2017]435号

天士力医药集团股份有限公司：

联合信用评级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和发行的“13 天士 01”公司债券进行跟踪评级，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+，评级展望为“稳定”

天士力医药集团股份有限公司发行的“13 天士 01”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年五月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

天士力医药集团股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
13 天士 01	4 亿元	5 年	AA+	AA+	2016 年 4 月 27 日

跟踪评级时间：2017 年 5 月 19 日

主要财务数据：

项 目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	154.13	171.26	179.67
所有者权益 (亿元)	77.07	82.07	85.29
长期债务 (亿元)	8.00	4.01	4.51
全部债务 (亿元)	52.97	59.23	65.70
营业收入 (亿元)	132.28	139.45	33.48
净利润 (亿元)	15.24	12.19	3.23
EBITDA (亿元)	23.83	20.73	--
经营性净现金流 (亿元)	3.40	11.54	-7.19
营业利润率 (%)	37.83	35.43	31.81
净资产收益率 (%)	23.85	15.32	3.86
资产负债率 (%)	50.00	52.08	52.53
全部债务资本化比率 (%)	40.73	41.92	43.51
流动比率 (倍)	1.50	1.37	1.39
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.45	0.35	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.89	8.95	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	5.96	5.18	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2017 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、其他流动负债、长期应付款已分别调整至短期债务和长期债务指标核算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，天士力医药集团股份有限公司（以下简称“公司”或“天士力”）整体生产经营状况稳定，在产品质量、核心产品市场竞争力以及产品产销率等方面持续保持良好水平，主营业务毛利率继续处于较高水平，盈利能力强。同时，联合评级也关注到，受招标降价、医保控费等政策调整的影响，公司收入规模增速有所放缓，医药流通业务利润低并面临一定的竞争压力、公司债务结构有待调整等因素对公司偿债能力带来的不利影响。

目前，公司主打产品复方丹参滴丸产品已完成美国 FDA 国际多中心 III 期临床试验，有助于公司国际化业务的开拓，有利于公司未来经营业绩的提升。未来公司将着重新药的开发、产业链成本的优化以及营销渠道的细化，扩充新药布局，建立成本优势，综合提升市场竞争能力，巩固经营基础，并提升盈利能力。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“13 天士 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 随着我国医疗服务能力的提升和居民生活水平的提高，我国医药行业将继续保持旺盛的行业需求，公司外部经营发展环境较好。

2. 公司是国内知名医药生产企业之一，核心产品的客户认可程度高，市场竞争能力较强；主要产品复方丹参滴丸的市场占有率仍居行业首位。

3. 2016 年，公司在产品质量、核心产品市场竞争力以及产品产销率等方面持续保持良好水平，主营业务毛利率仍处于较高水平。

关注

1. 随着医药体制改革的推进，以及医保控费、招标限价等政策的逐步落实，我国医药行业整体增速放缓，促使市场竞争加剧，以致公司产品价格面临一定的下调压力，盈利空间或遭压缩。

2. 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。

3. 公司应收账款规模较大，对资金产生占用；公司债务结构仍以短期债务为主，债务结构有待调整。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

王越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

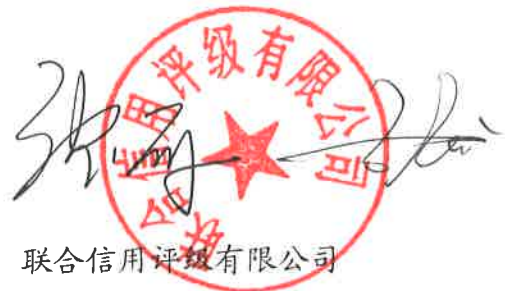
本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

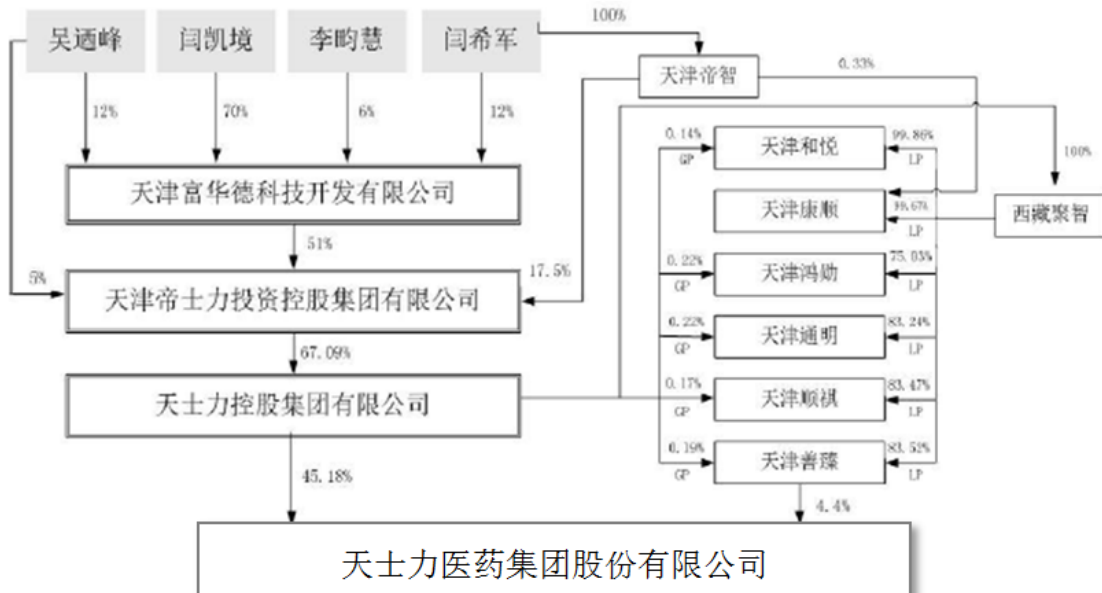

联合信用评级有限公司

一、主体概况

天士力医药集团股份有限公司（以下简称“公司”或“天士力”）前身为天津市天使力联合制药有限公司，成立于1994年5月，初始注册资本为1,200.00万元。经过历次股权变更，于1998年4月增资改制并更名为天津天士力制药集团有限公司。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股份有限公司，并更名为“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（以下简称“证监会”）证监发行字（2002）79号文核准，公司于2002年8月首次公开发行5,000万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”，证券代码“600535.SH”）。经2015年度股东大会批准，公司于2017年4月更名为现用名。

经多次增资、分红送股、公积金转增股本后，截至2017年3月底，公司股本合计108,047.59万股，公司控股股东为天士力控股集团有限公司，持有公司45.18%的股份。公司实际控制人为一致行动人¹闫希军、吴迺峰、闫凯境和李昀慧。

图1 截至2017年4月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

公司以医药产品的研发、制造和销售为主营业务，经营范围未发生变化。截至2017年3月底，公司合计拥有366个产品种类，368个批准文号，与2015年底持平；拥有OTC产品133个，处方药216个，分别较2015年底增加11个和37个；公司共有79个品种进入《国家基本药物目录》，13个品种纳入《地方基本药物目录》，8个品种纳入《地方医保目录》，21个品种纳入《新农合医保目录》，纳入基药目录、医保目录的药品品种与2015年底相比基本保持不变；此外，公司有231个产品进入《2017版医保目录》。

截至2017年3月底，公司下设市场营销部、审计部、知识产权部、财务会计部、管理会计部、研究所、质量保证部、国际产业中心、质检中心、生产制造部、制剂技术中心、集采中心等25个部门，较2015年底无变化；拥有全资及控股子公司16家。截至2016年底，公司拥有在职员工10,455人，与上年底相比变化不大。

¹ 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，闫凯境先生与李昀慧女士为夫妻关系。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 171.26 亿元，负债合计 89.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）82.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 79.64 亿元。2016 年，公司实现营业收入 139.45 亿元，净利润（含少数股东损益）12.19 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 11.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.67 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 179.67 亿元，负债合计 94.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 82.82 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.48 亿元，净利润（含少数股东权益）3.23 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 3.18 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.54 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、债券发行和募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2011]1791 号文）核准，公司获核准公开发行不超过 8 亿元公司债券，该公司债券分两期发行。2013 年 3 月 27 日，公司发行第二期 4 亿元公司债券（以下简称“13 天士 01”），期限 5 年，发行利率为 4.98%。债券面值 100 元，按票面价值平价发行，按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付；附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式。“13 天士 01”已于 2013 年 4 月 12 日在上交所挂牌交易，债券代码“122228.SH”，债券简称“13 天士 01”。

“13 天士 01”的募集资金在扣除发行费用后，截至 2017 年 3 月底，全部用于补充运营资金。公司已于 2017 年 3 月 23 日支付自 2016 年 3 月 29 日至 2017 年 3 月 28 日期间的利息 1,992.00 万元。

三、行业分析

公司所属行业为医药行业，具体业务内容涉及医药工业和医药商业。

医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分。自新医改以来，在政策大力扶持、居民消费水平明显提高等因素的刺激下，我国医药产业处于行业发展成长期，未来发展潜力巨大，行业高增长和高收益性突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。但受近两年药品降价、招标延缓、医保控费、新版 GMP 认证与公立医院规模限制等多重因素影响，基药红利效应逐渐消失，医药行业进入转型期，整体行业发展增速有所下降。

1. 医药工业

在收入规模及盈利方面，医药制造行业受医保控费、药品招标降价等因素的影响，全行业整体的收入规模及盈利水平增速放缓，但由于支持药品需求的核心因素未发生改变，2016 年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，实现主营业务收入 28,062.90 亿元，同比增长 9.70%；实现利润总额 3,002.90 亿元，同比增长 13.90%；行业毛利率为 29.40%，较上年 28.81%的毛利率水平小幅上升 0.58 个百分点。未来由于国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位不断提升。

在原材料供应方面，随着 2015 年新版《中国药典》颁布以及药监部门检查频率的增加，能否

采购到质量、含量合格的药材成为各大药企面临的共同难题，再加上需求支撑、恶劣天气、种植户减产等因素，使得 2016 年以来中药价格普遍上涨。依据成都中药价格指数（月度）显示，中药价格指数由 2016 年 1 月的 143.78 上涨至 2017 年 2 月的 154.76。在具体中药材价格变化方面，三七（40 头）由 2016 年初的约 200 元/千克上涨至年底的 390~400 元/千克，安徽丹参由 2016 年初的 7 元/千克上涨至年底的 11.50 元/千克，太子参价格由 2016 年初的 60~65 元/千克上涨至年底的 90~100 元/千克。

在行业下游方面，受相关控费制度的影响，我国医药行业流通规模增速继续下行，但由于药品需求的增长和政府财政投入的支撑，医药行业流通及销售规模进一步扩大。同时随着我国逐步进入人口老龄化阶段，慢性病发病人数增长及我国公共医疗投入力度加强等因素，均可对医药行业销售规模的发展提供持续支持。

政策方面，2016 年新医改推出后进一步完善医药价格管理政策，理顺医疗服务比价关系，减轻居民医疗负担。其中，新医改药品降价将加速医药行业的整合进程，有利于优势资源向优质公司聚集。新医改中，自主创新药品大多不在降价范围内，显示了国家对自主创新、医药研发的政策支持，具有研发优势的企业仍将获得高于平均利润水平的收益。2017 年 2 月，人社部发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》（以下简称“《目录》”），《目录》共收载 2,535 个品种，其中西药 1,297 个，中成药 1,238 个（含民族药 88 个），增幅约 15%，与 2009 年扩容幅度基本持平，调入药品包括临床价值高的新药、地方乙类调整增加较多的药品、重大疾病治疗用药、儿童用药、急救抢救用药以及职业病特殊用药等；其中，西药总数增加 11%，中成药（含民族药）总数增加 21%，尤其是民族药大幅增加。《目录》调整将在一定程度上影响药品市场的销售及竞争格局，地方乙类调整增加较多的药品、临床价值高、价格合理的品种以及针对重大疾病或特殊用途品种有望借助《目录》调整契机实现放量，使用率低、重合率低的药品已被调出。

价格方面，受需求支撑、原材料价格上涨等因素影响，2016 年以来我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈上升趋势，截至 2017 年 2 月底，我国中西药品及医疗保健用品零售价格 RPI 为 105.80，较 2016 年初增长 3.50 个百分点。未来随着我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动、公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，我国药品价格将可能呈降价趋势。

总体看，中国医药制造业保持增长较快，由于医保控费、招标限价等政策措施的影响，近年来增速呈现下滑趋势，但作为与居民健康密切相关的周期性行业，预计在经过前期高速增长后行业将逐步进入稳定增长阶段，未来我国医药制造业仍将保持良好的发展态势。

2. 医药商业

随着医疗改革的推进和基本医保扩容所带来城乡居民用药需求的上升，我国药品流通市场规模继续保持高速增长态势，但由于目前基本医保已对我国总人口形成大规模的覆盖，居民用药需求趋于稳定，致使我国药品流通市场增速放缓。

据商务部统计系统数据显示，2016 年上半年全国七大类医药商品销售总额 9,273 亿元，扣除不可比因素比上年同期增长 12.0%，增幅回落 0.4 个百分点。其中，药品零售市场销售总额为 1,855 亿元，比上年同期增长 10.1%，增幅上升 1.4 个百分点。2016 年上半年药品流通直报企业主营业务收入 6,515 亿元，扣除不可比因素同比增长 12.5%，增幅回落 0.3 个百分点；实现利润总额 111 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.5%，与上年基本持平；平均利润率为 1.7%，与上年同期相比上升 0.1 个百分点；平均毛利率为 6.8%，与上年同期相比上升 0.4 个百分点。

行业政策方面，2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫计委等 8 部门联合印发《关于在公立

医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，目的在于规范药品流通秩序、压缩流通环节、降低虚高药价，并将最先在公立医院和医改试点省(区、市)推开，到 2018 年在全国全面推广开。“两票制”下药品流通环节将得到压缩，“挂票”和“走票”的医药商业企业将被清洗，区域医疗资源不足的流通企业将被市场所淘汰，行业集中度进一步提升，流通行业重组整合将是大势所趋。

2016 年我国将深化医药卫生体制改革作为重点，继续深化公立医院改革、推进分级诊疗建设、推动药品价格“透明化”，国务院常务会议提出，全面推进公立医院药品集中采购，建立药品出厂价格信息可追溯机制，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”，使中间环节加价透明化，新型营销体系建设将增加药品生产企业的资金投入，缺乏上游品种资源和下游终端资源的夹层经销商面临出局，医药商业集中度将有所提高。2017 年的医改将重点强调“医疗、医药、医保”的三医联动系列改革，招标新政、医保控费、药价开发、市场监管趋严等政策，将会对医药市场药品销售结构产生重大影响。

近年来，药品流通企业顺应医药健康需求，积极探索“互联网+”商业模式，努力开拓医药电商市场，与拥有流量优势的阿里巴巴、腾讯、百度、京东等互联网公司跨界融合、整合资源，对行业格局变革带来深刻影响。目前，国内医药电商模式层出不穷，且深入到医药的全产业链过程，其中 B2C 最多，B2B 发展较慢，O2O 尚处于探索之中。据国家食品药品监督管理总局统计，截至 2016 年 6 月 30 日拥有互联网交易资质的企业合计为 595 家，企业数量同比增长 40.0%，其中 B2B 为 123 家、B2C 为 449 家。虽然医药电子商务整体销售收入占药品流通市场的比重不高，但其销售增速不断提高，随着未来“互联网+”政策的进一步落实，未来医药电子商务的发展潜力巨大。

总体看，随着我国医疗卫生体系的逐步完善，居民用药需求的增长趋于稳定，药品流通市场销售增速有所放缓，行业发展产生较大压力，促使行业内企业对经营模式进行调整，并推动电子商务和医药流通行业合作发展。

四、管理分析

2016 年，公司高层管理人员未发生变动，核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括中成药、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。2016 年，受招标降价、医保控费等行业政策影响，公司经营业绩增速放缓，实现营业收入 139.45 亿元，较上年增长 5.43%，主要系医药商业板块收入增加所致；公司实现净利润 12.19 亿元，较上年减少 19.98%，主要系公司为降低医保控费等政策影响，加大对应收账款规模控制力度，以致公司综合毛利率下降所致。

2016 年，公司实现主营业务收入 138.62 亿元，较上年增长 5.47%；主营业务收入占营业收入的 99.40%，公司主营业务仍十分突出。从各板块收入来看，2016 年，公司医药工业实现收入 61.78 亿元，较上年减少 2.93%，医药工业占主营业务收入的比例由 48.43% 下降至 44.57%；医药商业实现收入 76.84 亿元，较上年增长 13.36%，主要系拓宽销售网络所致，医药商业占主营业务收入比例由 51.57% 上升至 55.43%。2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 33.32 亿元，较上年同期增长 7.07%，

其中医药工业实现收入 12.98 亿元，医药商业实现收入 20.35 亿元，分别较上年同期增长 15.18% 和 2.47%。

表 1 2015~2016 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
医药工业	63.65	48.43	72.01	61.78	44.57	72.83
医药商业	67.78	51.57	7.14	76.84	55.43	7.12
合计	131.43	100.00	38.55	138.62	100.00	36.41

资料来源：公司年报

从毛利率水平看，2016 年公司主营业务毛利率 36.41%，较上年下降 2.15 个百分点，但仍处于较高水平，其中医药工业和医药商业两业务板块毛利率分别为 72.83% 和 7.12%，与上年基本持平。2017 年 1~3 月，公司主营业务毛利率 32.90%，仍保持在较高水平，其中医药工业和医药商业板块毛利率分别为 72.96% 和 7.35%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.48 亿元，较上年同期增长 6.45%；净利润 3.23 亿元，较上年同期增长 13.22%。

总体看，2016 年，医药商业板块收入的较快增长带动公司主营业务收入增长，但受医保控费等政策影响，公司净利润有所下降；公司主营业务仍十分突出，综合毛利率仍处于较高水平。

2. 医药工业板块

在原材料采购方面，公司生产所需的主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、黄芪等，其中主要产品原药材为丹参和三七，丹参药材全部由下属子公司陕西天士力植物药业有限责任公司供应，其下属天士力商洛丹参药源基地是首个通过国家 GAP 认证的药材种植基地，其所产丹参在单株产量、核心药物成分含量等方面均处于行业较高水平。截至 2016 年底，公司陕西丹参种植面积达 1.7 万亩，年产丹参总量达 2,700 吨，约为目前生产原料需求量的 1.51 倍；此外，公司在云南省拥有种苗基地和三七生产基地面积分别为 208 亩和 1,193 亩，其中三七年产量达 160 吨，已满足公司日常生产经营所需。公司常用药材整体储备充足，可有效规避由于中药材价格变动所带来的不利影响。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，公司主要按市场价格向供应商直接采购。

研发方面，2016 年，公司新获批政府课题 2 项，国家“重大新药创制”科技重大专项完成 2 项结题；取得了加参片、替莫唑胺注射剂、卡培他滨等多个品种的临床批件；丹参胶囊获得欧盟植物药品注册批件，是公司中药品种在欧盟主流医药市场取得的首个治疗性药品证书，目前正在积极推进后续欧盟成员国的 MRP²。截至 2016 年底，公司共有在研新药和专利到期抢仿药项目 68 个。

产品生产方面，截至 2016 年底，公司主要产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、水林佳、化学原料药和化学制剂药的产能分别为 14,400 万盒、3,600.00 万盒、1,540.00 万盒、307.00 吨和 240,000.00 万片（万粒），较上年无变化。2016 年，公司仍然采取以销定产的经营模式，公司复方丹参滴丸和水林佳的产量较上年有所减少，分别为 12,801.01 万盒和 948.01 万盒，分别较上年减少 7.30% 和 10.24%；养血清脑颗粒产量为 2,444.69 万盒，较上年增长 4.00%。由于公司 2016 年产能较上年无变化，主要产品产能利用率与产量变动趋势一致，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒和水林佳的产能利用

² MRP 是 Mutual Recognition Procedure 的缩写，意为“互认程序”。

率分别为 88.90%、67.91% 和 61.56%。

表 2 2015~2016 年公司主要产品生产情况

产品	项目	2015 年	2016 年
复方丹参滴丸	产能（万盒）	14,400.00	14,400.00
	产量（万盒）	13,808.70	12,801.01
	产能利用率（%）	97.74	88.90
养血清脑颗粒	产能（万盒）	3,600.00	3,600.00
	产量（万盒）	2,350.75	2,444.69
	产能利用率（%）	58.85	67.91
水林佳	产能（万盒）	1,540.00	1,540.00
	产量（万盒）	1,056.19	948.01
	产能利用率（%）	61.01	61.56

资料来源：公司提供

2016 年，公司实现复方丹参滴丸销量 13,649.28 万盒，较上年增长 2.48%；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，养血清脑颗粒和水林佳销量有所减少，分别较上年减少 0.60% 和 12.29%。

表 3 2015~2016 年公司主要产品销售情况

产品	项目	2015 年	2016 年
复方丹参滴丸	销量（万盒）	13,319.21	13,649.28
	产销率（%）	96.46	106.63
养血清脑颗粒	销量（万盒）	2,352.63	2,338.41
	产销率（%）	100.08	95.65
水林佳	销量（万盒）	1,048.56	920.70
	产销率（%）	99.28	97.12

资料来源：公司提供

在产品产销方面，公司主要产品产销率仍维持在较高水平，其中复方丹参滴丸产销率为 106.63%，较上年上升 10.17 个百分点，产销率高于 100.00% 主要系消耗上年库存所致；养血清脑颗粒和水林佳的产销率分别为 95.65% 和 97.12%，分别较上年下降 4.43 个百分点和 2.16 个百分点，但仍处于较高水平。

销售模式方面，公司产品仍主要通过下属子公司天津天士力医药营销集团有限公司（以下简称“营销集团”）和天津天士力医药商业有限公司（以下简称“天士力商业”）对外销售。截至 2016 年底，公司营销系统已辐射 29 个大区，设立 782 个办事处，形成医院（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 板块和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。

在产品市场占有率方面，公司主打产品复方丹参滴丸为公司独家产品，多年来凭借良好的疗效、创新的剂型和稳定的消费群体在市场占有率和单产品产销规模方面位于行业前列。

产品结构方面，公司主要产品收入占比占医药工业收入比重较大，产品结构相对集中。2016 年，公司前五大产品合计收入 46.41 亿元，占公司医药工业板块销售收入的 75.12%，较上年提高 0.81 个百分点，产品结构集中度进一步提高。其中，公司核心产品复方丹参滴丸，于 1995 年投放市场，是国家医保品种、国家基本药物目录品种、国家基药低价药品目录品种，2016 年实现销售收入 26.31

亿元，占医药工业板块收入 42.59%。

总体看，2016 年，公司主要产品产量基本保持稳定；核心产品复方丹参滴丸销量稳步增长，受医疗政策影响，部分核心产品销量下滑，核心产品产销率仍处于较高水平；产品结构集中度进一步提高。

3. 医药商业板块

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，经营主体仍为营销集团和天士力商业。公司相关销售渠道除销售公司产品外，还经销其他公司药品，该部分销售业务的收入计入医药商业收入。在销售网络布局方面，公司继续保持以广东、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，但与该行业其他优势企业相比，公司在医药商业板块的规模竞争力方面仍有待提升。

在产业上游供货商的选择上，由于受医药商业业务模式以及医药销售终端客户的需求种类广泛等多方面因素影响，使得公司医药商业业务需涉及的医药品种较多，同时由于各类药品生产所涉及的生产流程、生产工艺方面存在明显差异，国内医药生产企业主要产品各有偏重，使得公司医药商业的供应商高度分散。2016 年，公司从前五大供应商采购金额合计 7.30 亿元³，占公司年度采购总额的 7.59%，公司供应商采购集中度较低，采购集中度较上年下降 5.25 个百分点，采购集中度进一步降低。

表 4 2016 年公司前五大供货商（单位：亿元、%）

前五名供货商	采购品种	采购金额	占采购总金额的比例
云南白药集团股份有限公司	普药	1.70	1.76
山东豪诺医药物流有限公司	普药	1.58	1.65
广东仁济医药有限公司	普药	1.49	1.54
陕西医药控股集团派昂医药有限责任公司	普药	1.32	1.37
广州医药有限公司	普药	1.21	1.26
合计	--	7.30	7.59

资料来源：公司提供

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。2016 年，公司医药商业板块实现收入 76.84 亿元，较上年增长 13.36%；公司前五大客户销售额合计 7.88 亿元⁴，占公司总销售金额的 5.65%，公司销售客户集中度较低。

表 5 2016 年公司前五大销售客户情况（单位：万元、%）

客户名称	销售品种	销售金额	占销售总金额的比例
石药集团河北中诚医药有限公司	普药	19,044.47	1.37
广州国盈医药有限公司	普药	14,008.86	1.00
北京积水潭医院	普药	14,024.85	1.01
华润天津医药有限公司	普药	12,305.75	0.88
广州医药有限公司	普药	19,433.40	1.39
合计	--	78,817.34	5.65

资料来源：公司提供

³ 此处前五大供应商为公司医药工业和医药商业板块整体的前五大供应商。

⁴ 此处前五大销售客户为公司医药工业和医药商业板块整体的前五大销售客户。

总体看，2016年，公司医药商业收入规模有所增长，整体运营状态良好；公司采购集中度和销售客户集中度都处于较低水平；我国医药流通领域竞争充分，相较于同行业其他优势企业，公司该类业务的市场竞争力有待提升。

4. 经营效率

2016年，公司应收账款周转次数由2015年的3.15次降至2.86次，主要系公司医药商业板块销售终端延伸，使得货款回收周期延长所致；存货周转次数由2015年的4.96次降至4.68次，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；总资产周转次数由2015年的0.93次降至0.86次。

总体看，2016年，由于公司对于业务市场的进一步延伸，虽对业务市场形成有效扩展，但也对整体的经营效率产生影响，公司经营效率有所下降。

5. 在建项目

截至2016年底，公司主要在建工程项目10项，其中主要由制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目、东北现代中药示范工厂项目、上海天士力反应器扩能和GMP改造项目、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）以及天地药业新厂区建设构成。重大在建工程计划总投资额为19.66亿元，截至2016年底已投资金额13.62亿元，未来计划投资6.04亿元，与近年来公司利润留存情况以及期末现金及现金等价物规模相比，后续待投入资金规模小，公司完成资本性投资所需进行外部融资的压力小。

表6 截至2016年底公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至2016年底已投资额	未来投资计划		
			2017年	2018年	2019年
制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目	52,340.00	60,426.53	10,701.00	0.00	0.00
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）	20,000.00	17,464.00	156.00	0.00	0.00
上海天士力反应器扩能和GMP改造项目	23,038.92	20,110.67	833.00	6,515.00	63.00
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	15,571.86	7,040.04	9,728.00	0.00	0.00
帝益无菌药品车间项目	7,350.00	6,176.94	1,889.00	0.00	0.00
陕西物流园项目	12,000.00	10,834.80	3,218.00	0.00	0.00
天地药业新厂区建设项目	22,540.43	3,083.53	15,476.28	1,652.05	2,328.57
天士力信息中心建设项目	6,800.00	4,893.28	4,976.00	0.00	0.00
东北现代中药示范工厂项目	32,000.00	6,144.00	19,199.00	6,657.00	0.00
天士力现代中药产业园建设项目	5,000.00	74.50	3,993.00	932.50	0.00
合计	196,641.21	136,248.29	70,169.28	15,756.55	2,391.57

资料来源：公司提供

总体看，公司在建工程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。

6. 重大事项

（1）复方丹参滴丸完成美国FDA国籍多中心III期临床试验

1998年，天士力的复方丹参滴丸成为中国第一例完成美国FDA-IND心血管新药临床试验申

请的复方中成药。期间经历了 FDA-IND 心血管新药临床试验申请、FDA II 期临床试验等阶段，2016 年 12 月 24 日，公司公告复方丹参滴丸美国 FDA 国际多中心 III 期临床试验结果，在复方丹参滴丸的试验安全性上，整个 III 期试验期间没有发生与试验方案或复方丹参滴丸相关的严重不良事件，验证了复方丹参滴丸在本试验使用的高剂量条件下临床使用安全。

此次公司核心产品复方丹参滴丸成为全球第一例完成美国 FDA III 期随机、双盲、国际多中心大规模临床试验的复方中药制剂，为公司打造创新中药国际化平台，全面推进国际化战略，对后续品种起到辐射作用，有利于公司市场知名度的进一步提升。

(2) 公司辖下全资子公司营销集团的存续分立、股份制改造及申请在新三板挂牌事项

2016 年 9 月，公司第六届董事会审议通过了《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》，拟以 2016 年 9 月 30 日为分离基准日，对营销集团进行存续分立和股份制改造，并择机申请在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2016 年底，营销集团资产总额 65.05 亿元，归属于母公司的所有者权益 4.43 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.93 亿元，整体经营情况良好。分立完成后，营销集团将主要运营医药商业业务，公司医药工业部分产品销售将由天士力商业经营。本次分立所采用的模式，将不会对公司整体财务状况和经营情况产生影响，同时营销集团如在新三板成功挂牌，将有利于公司资产运营效率的提高和融资渠道的扩展。

7. 经营关注

(1) 医保控费、招标限价等政策调整对公司运营产生消极影响

为减轻病患经济负担，保证价格相对低廉药品的生产供应，我国多年来连续对部分药品的最高零售价进行下调，并通过医保控费、招标限价等方式遏制虚高药价，受此影响，公司整体收入规模增速放缓。此外，相关政策加剧了行业内市场竞争，促使公司加大销售费用的支出规模，致使公司的利润留存空间有所压缩。

(2) 医药工业产品结构相对集中

在超过亿元产品中，前五大产品合计收入占医药工业板块收入 75.12%。其中，公司核心产品复方丹参滴丸 2016 年实现销售收入 26.31 亿元，占医药工业板块收入 42.59%。公司主要产品收入占比占医药工业收入比重较大，产品结构相对集中，该产品市场需求的变动易对公司医药工业收入的稳定性产生影响。

(3) 销售终端的延伸，以致应收账款规模进一步扩大

为缓解相关政策对公司业务带来的不利影响，公司积极对市场营销体系进行延伸和扩展，但随着销售终端的向下延伸和规模的扩大，致使公司应收账款回收周期延长，一定程度上加大了公司的资金周转压力。

8. 未来发展

公司在十三五期间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。

国际化建设方面，全力加速复方丹参滴丸后续的 FDA 新药申报工作，以复方丹参滴丸国际化项目为契机，引领公司质量、技术、装备和管理的提升，整体推进公司智能制造平台建设。与国际著名制药公司合作，利用新药政给予国际化的优势，搭建国际化网络，以带动新产业的发展。

产品研发方面，发挥公司现有“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。

发展创新方面，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。

运营模式方面，适应分级诊疗和医药分开趋势，布局药店连锁领域，加强医院、社区、OTC 板块在内的多层次终端的全面覆盖；医药商业销售方面，以子公司天士力医药营销集团挂牌新三板为契机，充分借助股权融资的方式，配合企业发展对资金的需求，发挥资本市场的资源配置作用。

总体看，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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2016 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2017 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

从合并范围变化来看，公司于 2016 年 2 月注销天士力（辽宁）现代中药资源有限公司，于 2016 年 12 月吸收合并天津金士力新能源有限公司，于 2016 年 9 月派生分立天津天士力企业管理有限公司，孙公司天津天士力营销培训管理有限公司升级为子公司，因此 2016 年公司增加合并范围子公司 2 家，减少合并范围子公司 2 家；2017 年 1~3 月，公司合并范围未发生变化。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，相关会计政策连续，因此财务数据可比性仍较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 171.26 亿元，负债合计 89.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）82.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 79.64 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 139.45 亿元，净利润（含少数股东损益）12.19 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 11.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.67 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 179.67 亿元，负债合计 94.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 82.82 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.48 亿元，净利润（含少数股东权益）3.23 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 3.18 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.54 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 171.26 亿元，较年初增长 11.12%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 65.25%，较年初提高 1.04 个百分点；非流动资产占 34.75%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 111.76 亿元，较年初增长 12.92%，主要系应收票据增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 11.90%）、应收票据（占 11.77%）、应收账款（占 43.63%）和存货（占 18.00%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 13.30 亿元，较年初增长 23.07%，主要系公司控制医药工业业务应收账款规模，回款增加所致。公司货币资金中使用受限资金占 40.60%，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。

截至 2016 年底，公司应收票据账面价值 22.10 亿元，较年初增长 23.33%，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 98.86%，其余为商业承兑汇票，累计计提坏账准备 25.50 万元；受限资产占应收票据账面价值的 1.39%，主要系为银行融资、开立银行承兑汇票提供质押担保所致。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 48.76 亿元，较年初增长 5.02%，主要系销售规模扩大所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.77%，其中账龄在一年以内的占比 97.63%，账龄较短，累计计提坏账准备 1.07 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 0.23%，累计计提坏账准备 0.86 亿元。截至 2016 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 13.99%，公司应收账款客户集中度较低；受限资产占应收账款账面价值的 0.07%，主要为由追索权的应收账款保理。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 20.12 亿元，较年初增长 14.07%，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 16.34%）和库存商品（占 76.33%）构成。公司分别对原材料、在产品 and 库存商品计提跌价准备 90.05 万元、147.38 万元和 271.89 万元，计提比例为 0.25%。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 59.51 亿元，较年初增长 7.89%，主要系固定资产大幅增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 9.26%）、固定资产（占 58.69%）、在建工程（占 6.99%）、无形资产（占 8.66%）和开发支出（占 7.13%）构成。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 5.51 亿元，较年初增长 5.48%，主要系追加对天士力创世杰（天津）生物制药有限公司和天视珍生物技术（天津）有限公司的投资所致。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 34.92 亿元，较年初增长 23.42%，主要系研究院大楼等在建工程项目完工转入所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 60.99%）和机器设备（占 36.16%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 16.13 亿元，固定资产成新率 68.40%，成新率一般；未办妥产权证书的房屋及建筑物占固定资产账面价值的 17.91%；受限资产为 1.11 亿元，占固定资产账面价值的 3.19%，主要系为银行融资、开立银行承兑汇票提供抵押担保所致。

截至 2016 年底，公司在建工程账面价值 4.16 亿元，较年初减少 51.55%，主要系研究院大楼等在建工程项目完工转入固定资产所致。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 5.16 亿元，较年初增长 5.49%，主要系购买云南三七和陕西物流园的土地使用权所致；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 76.14%、10.99% 和 12.86%；未办妥产权证书的土地使用权占无形资产账面价值的 4.77%；受限资产占无形资产账面价值的 2.62%，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 2016 年底，公司开发支出 4.24 亿元，较年初增长 20.72%，主要系加大对新药品、新技术研发资金的投入规模所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 179.67 亿元，较 2016 年底增长 4.91%，其中流动资产占 66.90%，非流动资产占 33.10%，公司资产仍以流动资产为主。截至 2017 年 3 月底，公司应收票据 25.76 亿元，较 2016 年底增长 16.58%，主要系票据贴现利率较高，公司减少票据贴现所致；应收账款账面价值 56.45 亿元，较 2016 年底增长 15.75%，主要系公司销售规模扩大所致。

总体看，2016 年，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；公司资产受限规模较小，货币资金较充裕，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 89.20 亿元，较年初增长 15.75%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 91.47%，较年初上升 6.00 个百分点，非流动负债占 8.53%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 81.59 亿元，较年初增长 23.88%，主要系其他流动负债大幅增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 29.27%）、应付票据（占 12.71%）、应付账款（占 22.76%）和其他流动负债（占 20.81%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 23.88 亿元，较年初减少 19.61%，主要系公司为降低融资成本，发行超短期融资券而减少银行借款所致；公司短期借款主要由保证借款（占 44.09%）和信用借款（占 52.80%）构成。

公司应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2016 年底，公司应付票据 10.37 亿元，较年初增长 2.37%。

截至 2016 年底，公司应付账款 18.57 亿元，较年初增长 28.33%，主要系随着业务规模的扩大，应付货款和工程设备款增加所致。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 16.97 亿元，较年初大幅增长 240.33%，主要系公司发行“16 天士力药 SCP002”（7.00 亿元）和“16 天士力药 SCP003”（10.00 亿元）所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 7.61 亿元，较年初减少 32.04%，主要系应付债券减少所致；公司非流动负债主要由应付债券（占 52.50%）和递延收益（占 41.47%）和构成。

截至 2016 年底，公司应付债券 4.00 亿元，较年初减少 49.96%，主要系“12 天士 01”即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。

公司递延收益全部为政府补助。截至 2016 年底，公司递延收益 3.16 亿元，较年初增长 8.81%，主要系天士力中药现代化产业园项目基础设施建设补助新增 0.16 亿元和搬迁补偿款新增 0.23 亿元所致。

截至 2016 年底，公司全部债务 59.23 亿元，较年初增长 10.92%，其中短期债务占 93.23%，长期债务占 6.77%。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 52.08%、41.92%和 4.66%，分别较年初上升 2.09 个百分点、上升 1.19 个百分点和下降 4.75 个百分点。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 94.38 亿元，较 2016 年底增长 5.81%，主要系短期借款增加所致；其中流动负债占 91.46%，非流动负债占 8.54%，公司负债仍以流动负债为主。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务总额 65.70 亿元，其中短期债务 61.19 亿元，长期债务 4.51 亿元，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 52.53%、43.51%和 5.03%，与 2016 年底相比变化不大。

总体看，2016 年，公司负债规模有所上升，负债构成仍以流动负债为主；短期偿债压力较大，债务结构尚需调整。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 82.07 亿元，较年初增长 6.48%，主要系利润积累所致。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 97.04%，以股本、资本公积、盈余公积和未分配利润为主，占比分别为 13.57%、19.39%、10.36%和 56.72%，其中未分配利润规模较大，公司所有者权益结构稳定性有待提高。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 85.29 亿元，较 2016 年底增长 3.93%，所有者权益结

构较上年底变化不大。

总体看，2016年，公司所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2016年，公司进一步拓宽营销网络，公司实现营业收入139.45亿元，较上年增长5.43%；实现营业利润14.66亿元，较上年减少16.09%，主要系公司为降低医保控费等政策影响，加大对应收账款规模控制力度，以致公司综合毛利率下降所致；实现净利润12.19亿元，较上年减少19.98%；归属于母公司所有者的净利润11.76亿元，较上年减少20.43%。

从期间费用看，2016年公司费用总额34.59亿元，较上年增长7.74%。其中，销售费用23.62亿元，较上年增长18.65%，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8.69亿元，较上年减少9.42%，主要系公司费用化研发投入下降且费用性税金调整至税金及附加科目所致；财务费用2.28亿元，较上年减少12.47%，主要系公司发行超短融替换资金成本较高的银行借款，利息支出减少所致。2016年公司费用收入比为24.80%，较上年上升0.53个百分点，期间费用对公司利润仍存在一定侵蚀。

从盈利指标来看，受医保控费等政策影响，公司盈利能力有所减弱。2016年公司营业利润率为35.43%，较上年下降2.41个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较2015年均有一定程度的下降，分别从2015年的15.11%、14.56%和23.85%下降至2016年的10.70%、10.62%和15.32%。

2017年1~3月，公司实现营业收入33.48亿元，较上年同期增长6.45%；净利润3.23亿元，较上年同期增长13.22%。

总体看，2016年，公司收入规模保持平稳增长；受医保控费等政策影响，整体盈利能力有所减弱。

5. 现金流

经营活动方面，2016年公司经营活动现金流入162.34亿元，较上年增长13.50%，主要系公司控制医药工业应收账款规模，回款增加所致；经营活动现金流出150.80亿元，较上年增长8.00%，增幅小于现金流入增幅；经营活动产生的现金流量净额为11.54亿元，较上年大幅增长239.33%。2016年公司现金收入比113.20%，较上年提高7.41个百分点，收入实现质量进一步提高。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流入3.63亿元，较上年增长43.22%，主要系理财产品到期收回的现金较多所致；投资活动现金流出10.17亿元，较上年减少12.66%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；投资活动产生的现金流量净额为净流出6.54亿元，较上年减少28.23%。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入67.85亿元，较上年减少18.52%，主要系2015年公司非公开发行股票成功使得2016年吸收投资收到的现金相对较少所致；筹资活动现金流出70.17亿元，较上年减少12.74%，主要系偿还债务支付的现金减少所致；筹资活动产生的现金流量净额由正转负，净流出2.32亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-7.19亿元，公司投资活动现金流量净额为-3.42亿元，公司筹资活动现金流量净额为7.08亿元。

总体看，2016年，公司经营活动现金流量规模较大，收入实现质量进一步提高，可以满足其

投资活动资金需求，外部融资需求不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，受流动负债规模增长影响，公司流动比率由年初的 1.50 倍下降至 1.37 倍，速动比率由年初的 1.23 倍下降至 1.12 倍，流动资产对流动负债的保护程度有所降低；公司现金短期债务比仍为 0.64 倍，保持不变，现金类资产对短期债务的保障能力尚可。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 20.73 亿元，较上年减少 12.99%，主要系利润总额下降所致；公司 EBITDA 由折旧（占 13.29%）、摊销（占 3.37%）、计入财务费用的利息支出（占 11.18%）和利润总额（占 72.17%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 8.89 倍上升至 8.95 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.45 倍下降至 0.35 倍。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2017 年 3 月底，公司获得银行授信总额合计 69.68 亿元，其中未使用额度 54.25 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保事项；无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1012010500741100J），截至 2017 年 5 月 12 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。

总体看，2016 年，公司偿债能力指标有所弱化，但考虑到公司现金类资产规模较大，其整体偿债能力仍处属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 34.54 亿元，约为“13 天士 01”本金（4 亿元）的 8.63 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达 85.29 亿元，约为债券本金（4 亿元）的 21.32 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“13 天士 01”本金的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 20.73 亿元，约为债券本金（4 亿元）的 5.18 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 162.34 亿元，约为债券本金（4 亿元）的 40.59 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名医药生产企业之一，核心产品的市场竞争力强，在行业地位、盈利能力等方面具有优势，公司对“13 天士 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

作为国内重要现代化实践的领军企业，核心产品的品牌知名度高，市场份额领先。公司整体生产经营状况稳定，在产品质量、核心产品市场竞争力以及产品产销率等方面持续保持良好水平，主营业务毛利率继续处于较高水平，盈利能力强。同时，联合评级也关注到，受招标降价、医保控费等政策调整的影响，公司收入规模增速有所下降，医药流通业务利润低并面临一定的竞争压力、

公司债务结构有待调整等因素对公司偿债能力带来的不利影响。

目前，公司主打产品复方丹参滴丸产品已完成美国 FDA 国际多中心 III 期临床试验，有助于公司国际化业务的开拓，有利于公司未来经营业绩的提升。未来公司将着重新药的开发、产业链成本的优化以及营销渠道的细化，扩充新药布局，建立成本优势，综合提升市场竞争能力，巩固经营基础，并提升盈利能力。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“13 天士 01”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 天士力医药集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	154.13	171.26	179.67
所有者权益 (亿元)	77.07	82.07	85.29
短期债务 (亿元)	44.97	55.22	61.19
长期债务 (亿元)	8.00	4.01	4.51
全部债务 (亿元)	52.97	59.23	65.70
营业收入 (亿元)	132.28	139.45	33.48
净利润 (亿元)	15.24	12.19	3.23
EBITDA (亿元)	23.83	20.73	--
经营性净现金流 (亿元)	3.40	11.54	-7.19
应收账款周转次数 (次)	3.15	2.86	--
存货周转次数 (次)	4.96	4.68	--
总资产周转次数 (次)	0.93	0.86	0.19
现金收入比率 (%)	105.79	113.20	81.82
总资本收益率 (%)	15.11	10.70	--
总资产报酬率 (%)	14.56	10.62	--
净资产收益率 (%)	23.85	15.32	3.86
营业利润率 (%)	37.83	35.43	31.81
费用收入比 (%)	24.27	24.80	19.06
资产负债率 (%)	50.00	52.08	52.53
全部债务资本化比率 (%)	40.73	41.92	43.51
长期债务资本化比率 (%)	9.41	4.66	5.03
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.89	8.95	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.45	0.35	--
流动比率 (倍)	1.50	1.37	1.39
速动比率 (倍)	1.23	1.12	1.18
现金短期债务比 (倍)	0.64	0.64	0.56
经营现金流流动负债比率 (%)	5.16	14.14	-8.33
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	5.96	5.18	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2017 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、其他流动负债、长期应付款已分别调整至短期债务和长期债务指标核算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。