

# 跟踪评级公告

联合[2018] 013 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持人福医药集团股份公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“17人福CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



---

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)  
电话：010-85679696  
传真：010-85679228  
<http://www.lhratings.com>

## 人福医药集团股份有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定

### 债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 人福 CP001	10 亿元	2018/09/05	A-1	A-1

评级时间: 2018 年 1 月 2 日

### 财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	17.29	26.58	35.23	50.04
资产总额(亿元)	121.67	181.52	264.28	354.18
所有者权益(亿元)	57.28	91.82	119.83	149.86
短期债务(亿元)	27.43	52.28	68.54	99.51
长期债务(亿元)	16.39	9.51	40.08	56.18
全部债务(亿元)	43.82	61.79	108.62	155.69
营业收入(亿元)	70.52	100.54	123.31	106.84
利润总额(亿元)	8.21	10.72	13.65	27.84
EBITDA(亿元)	11.89	15.76	21.65	--
经营性净现金流(亿元)	5.03	3.11	5.26	0.04
营业利润率(%)	40.59	35.72	35.97	38.25
净资产收益率(%)	11.10	9.29	9.01	--
资产负债率(%)	52.92	49.42	54.66	57.69
全部债务资本化比率(%)	43.35	40.23	47.55	50.95
流动比率(%)	137.81	131.30	115.37	106.17
经营现金流动负债比(%)	10.93	4.38	5.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.68	3.92	5.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.67	4.19	5.72	--

注: 1. 公司 2017 年前三季度财务数据未经审计; 2. 短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券; 3. 将应付债券中于一年内到期的中期票据调整至短期债务; 4. 2016 年底及 2017 年 9 月底所有者权益中分别包含 15 亿元永续债和 20 亿元永续债。

### 分析师

孔祥一 李明

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

人福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、生产与销售。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作为国内麻醉药品龙头生产企业,在产业规模、技术研发、主导产品市场占有率、医保品种等方面具有综合优势。跟踪期内,公司盐酸氢吗啡酮注射液等多个品种进入国家新版医保目录,自身发展和外延并购带动收入及利润规模持续增长,盈利能力较好;同时,联合资信也关注到,公司应收账款规模较大、有息债务持续增长等因素给公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

未来,公司将在巩固现有细分领域优势的基础上,通过对国内医药行业的整合和海外市场的拓展增强公司竞争力;同时,公司将积极布局医疗服务领域,公司发展速度有望加快。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定,并维持“17 人福 CP001”的信用等级为 A-1。

### 优势

1. 公司产品种类丰富,涵盖了中枢神经用药、生育调节药、生物制品、维吾尔民族药和诊断试剂多个领域;作为国内麻醉药品龙头生产企业,麻醉药品市场占有率高。
2. 2017 年,公司盐酸氢吗啡酮注射液等多个品种进入国家新版医保目录,截至 2017 年 9 月底公司共有 316 个品种纳入国家医保目录,未来收入及利润规模有望进一步提升。
3. 跟踪期内,公司收入与利润规模快速增长,整体盈利能力较强,完成定向增发,募集资金净额 11.62 亿元,资本结构得到优化。
4. 公司现金类资产对“17 人福 CP001”保障程度高。

### 关注

1. 公司管制类麻醉药受国家价格政策影响较大；同时招标限价、医保控费等国家政策可能对公司盈利能力产生一定影响。
2. 公司应收账款规模大且增长较快，对资金形成一定占用。
3. 公司有息负债规模持续增加，债务结构有待改善。
4. 公司近年来并购项目较多，形成大额商誉，存在一定商誉减值风险，同时并购活动对公司管理及整合能力提出更高要求。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由人福医药集团股份公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 人福医药集团股份有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于人福医药集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

人福医药集团股份有限公司（以下简称“人福医药”或“公司”）原名武汉人福高科技产业股份有限公司，是1993年经武汉市体改委武体改（1993）217号文批准，由中国人福新技术开发中心、武汉市当代科技发展总公司、武汉东湖新技术开发区发展总公司共同发起采用定向募集方式设立的股份有限公司。1997年，经中国证监会证监发字[1997]240号文批准，公司向社会公开发行2000万股人民币普通股，并在上海证券交易所上市，证券代码：600079.SH。2013年3月，公司更名为现名。历经多次增发、配股、资本公积转增股本等，截至2017年9月底，公司注册资本12.86亿元，武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代科技”）持股24.90%，为公司控股股东。2017年10月，公司向当代科技非公开发行股票67655240股，当代科技对公司持股比例上升至28.66%，公司注册资本由12.86亿元变更为13.54亿元，并于2017年12月7日完成工商变更登记。随后，当代科技增持公司145775715股股份，截至本报告出具日，当代科技持有公司29.26%的股权，为公司控股股东，艾路明先生直接及间接持有当代科技28.21%的股权，为公司实际控制人。

公司经营范围包括：药品研发；生物技术研发；化工产品（化学危险品除外）的研发、销售；技术开发、技术转让及技术服务；货物进出口、技术进出口、代理进出口（不含国家禁止或限制进出口的货物或技术）；对医药产业、医疗机构的投资；对医药产业、医疗机构

的管理；房地产开发、商品房销售（资质叁级）；组织“三来一补”业务。（上述范围中国家有专项规定的项目经审批后或凭许可证在核定期限内经营）。

截至2017年9月底，公司本部内设行政管理部、财务管理部、人力资源部、医药研究院、医药事业部、投资管理部、医疗事业部、企业文化部、法律事务部、公共事务部和审计部11个职能部门。

截至2016年底，公司合并资产总额为264.28亿元，所有者权益为119.83亿元（其中少数股东权益19.41亿元）；2016年，公司实现营业收入123.31亿元，利润总额13.65亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额为354.18亿元，所有者权益为149.86亿元（其中少数股东权益27.83亿元）；2017年1~9月，公司实现营业收入106.84亿元，利润总额27.84亿元。

公司地址：武汉东湖高新区高新大道666号；法定代表人：王学海。

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内短期融资券为“17人福CP001”，具体情况如下表所示。截至目前，上述债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

表1 截至目前公司存续短期融资券情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17人福CP001	10.00	10.00	2017/09/05	2018/09/05

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。

在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持

续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础设施建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增

加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

## 五、行业分析

### 1. 医药工业

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。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药工业的经济效益呈现较好的发展态势。

### 2. 医药流通行业

医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润的一项经营活动。受宏观经济下行及行业竞争加剧等因素的影响，中国药品流通市场规模虽保持稳定增长但增速已开始下滑，2013~2015 年药品销售市场规模年均增速已从 16.70% 下降至 12.89%，但仍远高于中国 GDP 的增速。

从整体规模看，根据商务部发布的《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，2016 年中国药品流通行业实现销售总额 18393 亿元，同比增长 10.4%，增幅上升 0.2 个百分点，其中药品零售市场 3679 亿元，同比增长 9.5%，增幅上升 0.9 个百分点。

效益方面，2016 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 13994 亿元，同比增长 11.6%，增幅上升 0.7 个百分点；利润总额 322 亿元，同比增长 10.9%，增幅上升 0.3 个百分点；平均毛利率 7.0%，同比上升 0.1 个百分点；平均费用率 5.2%，同比下降 0.2 个百分点；平均利润率 1.8%，同比上升 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，同比上升 0.1 个百分点。

总体看,2017年是深化医改和推进供给侧结构性改革的关键之年。未来药品调价、医保控费和招标限价将呈常态化,随着“两票制”等一系列医改政策的推行以及产业升级的提升,药品流通行业面临新模式、新业态、新技术的考验,行业集中度将进一步集中,企业将面临新的机遇和挑战。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权情况

截至本报告出具日,公司注册资本为13.54亿元,其中当代科技持股29.26%,为公司控股股东,公司实际控制人为艾路明先生。

### 2. 企业规模与竞争力

公司是以药品的生产和销售为主业的大型医药企业。

医药制造方面,公司长期专注于中枢神经用药、生育调节药、维吾尔药及生物技术药等特色医药的研发、生产和销售。公司是国内13家定点麻醉药品生产企业之一,子公司宜昌人福药业有限责任公司(以下简称“宜昌人福”)生产的枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸氢吗啡酮注射液等产品为国家管制类产品,具有较强的政策壁垒;子公司湖北葛店人福药业有限责任公司(以下简称“葛店人福”)的复方米非司酮片为全国独家品种,市场占有率位居行业前列。目前,公司及下属子公司拥有576个药品生产批文,其中有48个独家品规产品。2017年2月,人力资源社会保障部发布国家医保目录(2017年版),公司盐酸氢吗啡酮注射液新进入国家医保目录,注射用盐酸瑞芬太尼取消了“限手术麻醉”的备注。目前公司共有141个品种纳入国家基药目录,316个品种纳入国家医保目录。研发方面,目前公司在研项目200余个,在研一类新药项目21个,其中7个项目获得10个临床试验批件,1个项目已进入III期临床试验,2个项目完成II期临床试验;

美国在研产品超过80个,其中已向FDA申报的项目中有12个正在等待ANDA批准。截至2017年9月底,公司共获得专利授权189项,全部为发明专利。

医药流通方面,2012年以来,公司以控股子公司湖北人福医药集团有限公司(以下简称“湖北人福”)(原名:人福医药湖北有限公司)为核心,对襄阳、荆州、宜昌、钟祥、十堰、恩施等湖北各地市医药商业公司进行资源整合,完善了湖北省内主流医院销售网络布局。同时,为加强对华中其他地区医院终端网络的控制能力,公司利用自身的资源和管理优势,整合并购或新设成立了部分医药流通企业。

公司在工业和信息化部发布的《2015年医药行业工业企业快报排名》中“全部工业企业法人单位按主营业务收入排序”中位列第24名;“按资产总额排序”中位列第23名;“按利润总额排序”中位列第28名。

整体看,公司作为麻醉药和生育调节药生产的龙头企业,具有较高的市场份额和品牌认知度,在细分市场具有竞争优势;医药流通业务发展迅速,在湖北地区市场占有率较高。

## 七、管理分析

跟踪期内,公司法人治理结构、高级管理人员等方面无重大变化。

## 八、重大事项

### 1. 非公开发行股票

2017年10月,公司向控股股东当代科技非公开发行股票67655240股,当代科技以现金认购。本次募集资金总额人民币119411.50万元,扣除各项发行费用后,实际募集资金净额人民币116227.89万元,将用于偿还银行贷款。

本次非公开发行后,公司新增注册资本6765.52万元,增加资本公积109462.37万元。本次发行前,当代科技持有公司320252724股股份,占公司总股本的24.90%。本次发行完成



后，当代科技持有公司 387907964 股股份，占公司总股本的 28.66%，仍为公司控股股东。截至本报告出具日，公司注册资本为 13.54 亿元，其中当代科技持股 29.26%。

本次非公开发行股票完成后，公司资本实力得到增厚，资产负债率有所下降，整体财务状况得到进一步改善。

## 2. 收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务

公司于 2017 年 5 月发布公告，拟与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 共同出资，收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务（无业绩承诺，资金为自筹）。其中，公司以 1.2 亿美元收购武汉杰士邦卫生用品有限公司（以下简称“杰士邦公司”，Ansell Ltd. 控股子公司）54% 的股权<sup>1</sup>；公司全资子公司 RFSW Investment Pte. Ltd.（以下简称“人福新加坡”）与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 共同设立 RFSW Management Pte. Ltd.（以下简称“新加坡健康护理”，人福新加坡持股比例 60%），由新加坡健康护理以 4 亿美元（公司出资 1.05 亿美金，CITIC Capital Cupid Investment Limited 出资 0.70 亿美金，招商银行向人福新加坡提供 SPV2.25 亿美金并购贷款）收购 Ansell Ltd. 下属全球（除中国外）两性健康业务。截至 2016 年底，杰士邦公司资产总额为 3.28 亿元，净资产为 1.96 亿元，2016 年营业收入为 4.68 亿元，净利润为 0.71 亿元。

截至 2017 年 9 月 4 日，公司与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 已支付全部股权转让款并完成绝大部分交易标的交割<sup>2</sup>，杰士邦公司、新加坡健康护理下属子公司自此纳入公司合并报表范围。

为优化运营管理架构，公司将持有的杰士邦公司 59% 的股权作价人民币 8.054 亿元增资到公司全资子公司人福新加坡。截至 2017 年

12 月 14 日，本次交易已实施完毕。

## 3. 收购 BLUE RIDGE

2017 年 6 月，公司全资子公司 Humanwell Healthcare USA, LLC（以下简称“人福美国”）在美国与 BLUE RIDGE HOLDING (CAYMAN) LIMITED 共同投资，参股 AGIC-HUMANWELL BLUE RIDGE (US) LIMITED（以下简称“汉德人福”），由汉德人福以 6.05 亿美元（公司实际出资 1 亿美元）收购 RiteDose Holdings I, Inc.（简称“RiteDose”）100% 股权（无业绩承诺，资金来源为自有资金）。RiteDose 是美国一家采用 Blow-Fill-Seal 技术（即“吹瓶——灌装——封口”技术，以下简称“BFS 技术”）生产单剂量无菌药剂的制造商，70% 的业务为合同研发及制造，30% 的业务为自有仿制药的生产销售。2016 年 RiteDose 无菌药剂年产量超过 17 亿支，产品主要用于呼吸类和眼科疾病的治疗。通过本次交易，公司获得 RiteDose 全部产品和技术向国内引进（包括产品或服务进口、技术转移、知识产权授权等）的优先权利。截至 2017 年 9 月 15 日，人福美国向汉德人福出资 9856 万美元并持有其 24.36% 的股权，汉德人福已支付全部股权转让价款并完成 RiteDose 股份受让过户手续，本次交易实施完毕。截至 2016 年底，RiteDose 资产总额为 1.81 亿美元，所有者权益为 0.58 亿美元，2016 年营业收入为 1.05 亿美元，利润总额为 0.44 亿美元。

## 4. 出售资产

结合公司现阶段“优化结构、提值增效”的发展思路，为提高管理运营效率，公司拟在强化各细分市场领导或领先地位的同时，择机退出部分竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域。

近年来武汉中原瑞德生物制品有限责任公司（以下简称“中原瑞德”）主要通过新建浆站提高采浆量、提升产品收率、推进产品研发等途径不断提高企业经营规模和行业地位，但依

<sup>1</sup>公司原持有杰士邦公司 5.00% 股权。

<sup>2</sup>截至 2017 年 10 月 10 日，所有交易标的完成交割。

靠内生增长实现规模效应受到诸多限制，追赶行业领先企业仍面临诸多挑战。基于上述原因，公司于 2017 年 8 月以 3.52 亿美元将中原瑞德 80% 的股权转让给 CSL BEHRING ASIA PACIFIC LTD.，自此不再将其纳入合并报表范围，逐步退出血液制品细分领域。根据公司公告的审计报告，中原瑞德截至 2016 年底资产总额 6.61 亿元，所有者权益 4.61 亿元，2016 年实现营业收入 2.04 亿元，利润总额 0.77 亿元；截至 2017 年 4 月底，中原瑞德资产总额 5.75 亿元，所有者权益 2.33 亿元，2017 年 1~4 月实现营业收入 0.69 亿元，利润总额 0.23 亿元。本次出售中原瑞德 80% 的股权，公司在合并报表层面确认投资收益 18.73 亿元。

公司于 2017 年 11 月将持有的宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司（以下简称“普诺丁”）100% 的股权转让给京山京源科技投资有限公司（以下简称“京源科技”）。普诺丁原为公司全资子公司，于 2017 年 8 月由公司全资子公司宜昌三峡制药有限公司（以下简称“三峡制药”）分立设立，分立后承接缬氨酸、异亮氨酸等氨基酸原料业务。受产品价格增幅不及预期、生产成本负担较重、行业竞争能力较弱等因素影响，公司氨基酸原料业务 2016 年实现营业收入 3227 万元，净利润-5897 万元；2017 年 1~9 月实现营业收入 3685 万元，净利润-5052 万元。公司预计普诺丁氨基酸原料业务在短期内仍将处于亏损状态，因此公司出售普诺丁并退出氨基酸原料业务。截至 2017 年 9 月底，普诺丁资产总额 6.99 亿元，净资产 4.67 亿元（该数据未经审计）。公司经与京源科技协商，确定普诺丁 100% 股权的转让价格为 3.50 亿元，截至 2017 年 12 月 26 日，公司已收到京源科技支付的 51% 的股权转让价款，即人民币 17850 万元，并配合完成相关工商变更登记手续，普诺丁不再纳入公司合并报表范围。

总体看，上述资产出售有利于公司进一步改善资产结构，集中发展具有竞争优势的细分

领域，符合公司发展战略和长远利益。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，得益于医药主业销售规模的持续扩大，公司营业收入保持快速增长。2016 年，公司实现营业收入 123.31 亿元，同比增长 22.65%。其中医药板块收入 122.81 亿元，同比增长 24.50%，占公司整体营业收入的 99.60%，主业地位愈见突出。2016 年起公司将广州贝龙环保热力设备股份有限公司的收入调整计入主营业务收入，因此其他业务板块收入规模下降至 0.50 亿元，对公司收入贡献很小。

医药主业方面，2016 年，公司化学药品制剂实现营业收入 76.44 亿元，同比增长 13.52%，占营业收入的比重为 61.99%；由于统计口径的变化，公司其他医药健康产品实现营业收入 26.46 亿元，同比增长 54.71%，占营业收入的 21.46%。2016 年，公司化学原料药和中药收入分别为 7.24 亿元和 9.18 亿元，分别较上年增长 33.72% 和 97.41%，占营业收入的比重分别为 5.87% 和 7.45%，其中中药收入增长系新疆维药销售增长所致；受出售深圳新鹏生物工程有限公司股权影响，生物制剂营业收入同比下降 15.64% 至 3.49 亿元，占营业收入的 2.83%。

毛利率方面，2016 年公司综合毛利率为 36.79%，同比变化不大。公司医药主业毛利率变动趋势与综合毛利率一致，2016 年为 36.71%。近三年，化学药品制剂的毛利率为 40.65%；化学原料药的盈利能力一般，但公司通过控制采购和生产环节的成本费用支出，拉动毛利率不断提升，2016 年化学原料药的毛利率为 28.74%，同比提高 8.32 个百分点；受益于生产工艺技术水平的改进，生物制剂近三年毛利率呈上升趋势，2016 年为 40.38%；公司中药产品毛利率和其他医药健康产品毛利率均呈继续下滑趋势，2016 年分别为 37.05% 和 26.88%。

表2 公司营业收入及毛利率情况(单位:万元、%)

业务板块	2015年			2016年			2017年1-9月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
医药板块	986417.64	98.11	36.14	1228116.29	99.60	36.71	1064332.65	99.62	39.01
其中:化学药品制剂	673410.39	66.98	37.62	764432.05	61.99	40.65	647743.33	60.62	44.06
化学原料药	54120.55	5.38	20.42	72372.24	5.87	28.74	58301.13	5.46	20.47
中药	46526.42	4.63	47.91	91848.40	7.45	37.05	70853.38	6.63	39.07
生物制剂	41328.16	4.11	39.19	34864.12	2.83	40.38	20652.24	1.93	57.34
其他医药健康产品	171032.13	17.01	31.38	264599.48	21.46	26.88	266782.56	24.97	29.34
其他业务	18980.20	1.89	46.85	4978.72	0.40	56.38	4110.17	0.38	67.87
合计	1005397.84	100.00	36.35	1233095.01	100.00	36.79	1068442.82	100.00	39.12

资料来源:公司提供

2017年1~9月,由于销售规模的扩大及合并范围内子公司增加,公司营业收入同比增长21.75%至106.84亿元,综合毛利率为39.12%,同比提高2.70个百分点。其中,化学药品制剂继续保持良好的销售势头,实现销售收入64.77亿元,同比增长12.98%,毛利率为44.06%,同比提高2.11个百分点。

公司的业务包含药品的生产和销售。近年来,公司积极延伸产业链,跟踪期内,公司医药商业继续获得较快发展。2016年,公司医药工业和医药商业分别实现收入56.61亿元和66.20亿元,分别同比增长44.56%和11.30%;2017年1~9月,公司医药商业业务实现收入60.29亿元,对医药主营业收入的贡献进一步提升。

总体看,跟踪期内,公司主营业务突出,医药商业的整合及布局带动公司收入较快增长,主要产品保持较高毛利率,总体经营情况良好。

## 2. 医药制造

公司医药工业板块业务主要由宜昌人福、葛店人福、武汉人福药业有限责任公司(以下简称“武汉人福”)、新疆维药、武汉普克、三峡制药等全资及控股子公司负责运营,各子公司拥有独立的原材料采购、研究开发、生产、检测和产品营销体系。

按治疗领域划分,公司生产的药品主要包括中枢神经用药、生育调节药、生物制品和维吾尔民族药,另外,公司还涉足出口制剂业务。

表3 公司主要产品产销量及价格情况

治疗领域	产品名称	销量			售价(单位:元/支、元/盒、元/kg)		
		2015年	2016年	2017年1-9月	2015年	2016年	2017年1-9月
中枢神经用药	枸橼酸芬太尼注射液(万支,按2ml:0.1mg折算)	3822.29	3667.90	2848.12	29.78	28.49	29.82
中枢神经用药	枸橼酸舒芬太尼注射液(万支,按1ml:50ug折算)	2852.80	3003.83	2645.37	346.72	345.70	346.61
中枢神经用药	注射用盐酸瑞芬太尼(万支,按1mg折算)	1088.86	1155.12	1004.40	381.95	382.87	382.43
中枢神经用药	咪达唑仑注射液(万支,按2ml:2mg折算)	761.35	897.70	835.31	44.59	61.25	61.50
中枢神经用药	盐酸氢吗啡酮注射液(万支)	36.49	59.81	80.54	548.72	548.72	548.72

生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	631.88	566.95	346.37	16.90	16.95	17.42
生育调节药	黄体酮原料药（kg）	39615.35	41497.31	44861.21	21.27	20.54	19.56
生物制品	人血白蛋白（万瓶）	27.16	32.08	25.08	355.56	358.82	356.32
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	--	168.86	102.10	--	1.54	1.55
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	--	15.28	19.01	--	223.48	218.74

资料来源：公司提供

注：因产品的品规不同，上表中的售价为均价。

### （1）生产经营

#### 中枢神经用药

2016 年公司中枢神经用药销售收入为 24.73 亿元，同比增长 13.04%，是公司营业收入的重要来源。公司中枢神经用药的研发、生产与销售主要依托下属子公司宜昌人福和武汉人福，主要产品包括枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、咪达唑仑注射液、盐酸氢吗啡酮注射液等，该类药品的生产和流通受到严格的政府管制，具有极强的专业性和较高的政策壁垒，目前生产集中度较高，宜昌人福处于领先地位。从生产能力看，截至 2017 年 9 月底，公司已具备年产小容量注射液 6 亿支、冻干粉针 2000 万瓶、片剂 50 亿片、颗粒剂 2000 万袋、胶囊 2.5 亿粒、糖浆及口服液 1000 万瓶的生产能力。

宜昌人福（公司持有其 67% 股权）注册资本 2.94 亿元，是国家麻醉药品定点研发生产企业、国家重点高新技术企业。公司拥有开发区园区、远安园区、生物产业园区三大生产基地。截至 2016 年底，宜昌人福资产总额为 29.19 亿元，净资产 18.93 亿元；2016 年实现营业收入 22.42 亿元，同比增长 7.85%，净利润 5.49 亿元，同比增长 5.51%。

武汉人福（公司持有其 98.33% 股权，宜昌人福持有其 1.67% 股权）注册资本 2.60 亿元，是国家级高新技术企业。该公司目前拥有生产批件 62 个，22 个品种被列入国家医保目录，其中列入甲类医保目录的有 7 个，主要产品有奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液、布洛芬混悬液、注射用多索茶碱、注射用尿激酶、

醋酸奥曲肽注射液等。截至 2016 年底，武汉人福资产总额为 3.93 亿元，净资产 3.27 亿元；2016 年实现营业收入 2.97 亿元，同比增长 26.94%，净利润 0.50 亿元，同比下降 25.64%。

2016 年，受公司产品结构调整的影响，除第一代产品枸橼酸芬太尼注射液的产销规模分别同比下降 3.65% 和 4.04% 外，枸橼酸舒芬太尼注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、咪达唑仑注射液和盐酸氢吗啡酮注射液的产销量均较上年有所增长。2016 年，宜昌人福整合医学、市场、销售等多线工作，麻醉药品多科室终端拓展已步入正轨，咪达唑仑注射液和盐酸氢吗啡酮注射液的销量分别同比增长 17.91% 和 63.91%，公司麻醉药品继续保持行业领先地位。价格方面，公司上述中枢神经药近三年销售价格变化不大，但麻醉药受国家价格政策影响较大，新医改背景下政府的药品降价政策可能对公司盈利能力产生一定负面影响。

2017 年 1~9 月，公司中枢神经用药实现营业收入 22.21 亿元，主要产品售价保持稳定，产销规模稳步增长。其中枸橼酸舒芬太尼注射液实现销量 2645.37 万支，同比增长 19.37%；新进入医保目录的盐酸氢吗啡酮注射液完成销量 80.54 万支，同比增长 110.01%。

#### 生育调节药

2016 年公司生育调节药销售收入为 3.80 亿元，同比增长 25.85%。公司生育调节药的研发、生产与销售主要依托下属控股子公司葛店人福承担，主要产品包括单方、复方米非司酮片和黄体酮原料药等。

葛店人福（公司持有其 81.07% 股权）注册

资本 1.28 亿元，除生育调节药外，还专注于甾体类原料药与制剂的研发、生产及销售业务。截至 2016 年底，葛店人福资产总额 7.07 亿元，净资产 2.42 亿元；2016 年实现营业收入 3.75 亿元，同比下降 6.28%，净利润 0.35 亿元，同比增长 97.41%，主要受益于成本控制。

2015 年起葛店人福大力开拓原料药高端市场，黄体酮原料药的产销量均呈增长趋势，售价保持稳定。2016 年，黄体酮原料药的产销量分别同比增长 3.15% 和 4.75%。2017 年 1~9 月，公司生育调节药实现销售收入 3.15 亿元，黄体酮原料药实现销量 44861.21kg。

#### 维吾尔民族药

2016 年公司维吾尔民族药销售收入为 3.33 亿元，同比增长 19.02%。公司维吾尔民族药品业务主要依托下属控股子公司新疆维药进行。

新疆维药（公司持有其 70.68% 股权）注册资本 2000.00 万元，是国家重点高新技术企业，目前拥有 20 个国药准字产品文号，其中有 12 个全国独家品种，4 个国家中药保护品种，12 个品种被列入国家医保目录，19 个品种被列入新疆维吾尔自治区地方医保目录，主要产品有祖卡木颗粒、寒喘祖帕颗粒、复方木尼孜其颗粒、通滞苏润江胶囊、养心达瓦依米西克蜜膏、石榴补血糖浆、护肝布祖热颗粒等。截至 2016 年底，新疆维药资产总额 3.79 亿元，净资产 1.98 亿元；2016 年实现营业收入 3.41 亿元，同比增长 15.17%，实现净利润 0.38 亿元，同比增长 3.20%。截至 2017 年 9 月底，新疆维药资产总额 4.40 亿元，所有者权益 2.16 亿元，2017 年 1~9 月实现营业收入 2.60 亿元，净利润 0.30 亿元。

#### 生物制品

公司生物技术药的研发、生产及销售主要依托下属全资子公司中原瑞德和深圳新鹏进行，主要产品为人血白蛋白等血液制品。公司分别于 2016 年 1 月和 2017 年 11 月将深圳新鹏 100% 股权、中原瑞德 80% 股权转让，转让价格分别为 2.35 亿元人民币和 3.52 亿美元，公司逐

步退出血液制品细分领域（详见“重大事项”）。

#### 海外业务

公司制剂出口业务主要依托子公司武汉普克、Puracap Pharmaceutical LLC（以下简称“美国普克”）和宜昌人福进行；除此之外，公司于 2016 年 5 月并购 Epic Pharma（公司持有其 100% 股权），该公司业务集药品研发、生产、销售为一体，具备管制类药品生产资质（美国药品监管局 DEA 认证）。2017 年 9 月，公司联合收购并控股 Ansell 旗下全球两性健康业务、参股收购美国 RiteDose，从市场资源、渠道拓展、技术引进等方面进一步提高公司核心竞争力。

美国普克以研发和销售为主，武汉普克则为出口制剂的生产基地。武汉普克软胶囊生产基地已通过美国 FDA 认证，2016 年，美国普克和武汉普克持续加强商业渠道拓展，全年实现销售收入 2.40 亿元，公司制剂出口业务进一步降低亏损。Epic Pharma 目前生产经营 200 多个品规的化学仿制药，主要产品有熊去氧胆酸胶囊、盐酸羟考酮速释片、舒林酸片、盐酸氯苯甲嗪、盐酸尼卡地平。自并购以来，Epic Pharma 经营情况稳定，2016 年 6~12 月实现营业收入 4.41 亿元，净利润 1.55 亿元。宜昌人福口服固体制剂车间于 2017 年 1 月获得美国 FDA 认证通过，并取得了美国 Perrigo、Cardinal 等公司订单，于 2016 年底开始向美国市场销售 OTC 片剂仿制药。

通过整合国内生产能力以及 2016 年新并购 Epic Pharma，公司目前共拥有近 20 个 ANDA 文号，约 400 个品规的药品在美国市场销售，2016 年公司在美国实现制剂销售收入 6.81 亿元；子公司美国普克、Epic Pharma 2017 年 1~9 月在美国市场实现制剂销售收入分别为 1.92 亿元和 5.61 亿元，经营情况保持稳定，现阶段正在积极推进布洛芬软胶囊、加巴喷丁胶囊等新产品的上市推广工作，未来有望为公司贡献较稳定的收入。

#### （2）原材料采购

公司中枢神经用药主要原材料芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼均由子公司宜昌人福自行生产；生育调节药米非司酮原料药由子公司葛店人福自行生产；维吾尔民族药的药材部分产于新疆本地；随着当阳浆站的建成，公司在血源采集能力方面有所提升。总体看，公司主要原材料供应充足。

跟踪期内，公司采购策略无重大变化。从采购集中度来看，2016年公司前5名供应商采购金额合计占总采购金额的比重为17.68%，集中度尚可。

### （3）产品销售

跟踪期内，公司销售模式无重大变化。从销售区域看，公司产品销售基本已覆盖全国，但华北和华中一直是公司业务销售的重点区域；2016年公司在上述两个区域销售合计占比65.80%，较上年占比（72.68%）有所下降。

从客户集中度来看，2016年公司前5名销售商销售金额合计占总销售金额合计25.12亿元，占总销售额的22.00%，集中度较上年有所下降。

总体看，跟踪期内公司主要产品产销量情况稳定，医药制造业务整体经营情况良好。未来，随着公司麻醉药产品的多科室终端推广和海外业务的逐步发展，公司收入及利润有望持续增长。

## 3. 医药商业

2016年，公司医药商业实现营业收入66.20亿元，占医药板块收入的53.91%，较上年下降6.39个百分点。跟踪期内，公司医药商业销售模式仍以医院纯销为主。2016年，医院纯销占医药流通收入比重为84.14%；商业调拨占12.86%，是医院纯销的有效补充；药店零售仅占3.00%，比重较小。

下属子公司湖北人福（公司持股100.00%）和北京巴瑞医疗器械有限公司（公司持股80%，以下简称“北京医疗”）为医药商业核心企业。

湖北人福是公司全资控股的一家大型医药

商业企业，也是公司医药商业板块的龙头企业和医药商业运营管理平台，注册资金4亿元。目前，湖北人福在宜昌、荆州、襄阳、钟祥、恩施、十堰等地收购或设立控股子公司，已形成以武汉为中心、网络覆盖全省的“1+N”格局，已发展为人福医药旗下一家规模化商业集团公司，并成为武汉及湖北省内有影响力的“医药综合服务商”。目前，人福湖北及下属15家商业公司，基本实现了湖北省内配送网络全覆盖，形成了以药品销售为主，以医疗器械、诊断试剂为辅的经营模式，积累了坚实的产品、网络及客户等核心资源。截至2016年底，湖北人福资产总额34.88亿元，所有者权益6.67亿元；2016年实现营业收入35.07亿元，同比增长22.79%，净利润0.65亿元，同比增长63.98%。截至2017年9月底，湖北人福资产总额44.24亿元，所有者权益7.65亿元；2017年1~9月实现营业收入31.98亿元，净利润0.62亿元。

北京医疗是全球诊断行业领导企业罗氏集团全资子公司罗氏诊断产品（上海）有限公司在中国市场最大的产品经销商，截至2016年底，北京医疗资产总额9.29亿元，所有者权益6.94亿元，2016年实现营业收入10.05亿元，净利润2.12亿元。截至2017年9月底，北京医疗资产总额11.05亿元，所有者权益8.71亿元，2017年1~9月实现营业收入8.21亿元，净利润1.77亿元。

此外，公司稳健复制湖北商业模式至省外如四川区域。公司于2016年3月以3.50亿元收购了四川人福医药有限公司（以下简称“四川人福”，前身为成都万隆亿康医药有限公司）70%股权。跟踪期内，四川人福逐步展开并购活动，目前已经完成省内成都、广安、宜宾、泸州、自贡、广元、德阳、绵阳、南充、攀枝花等地近20家商业公司的并购和4家事业部的建立，所销售产品基本实现了除甘孜、阿坝、凉山三州外的医疗机构全覆盖。截至2016年底，四川人福资产总额2.08亿元，所有者权益1.36亿元，2016年实现营业收入2.80亿元，净

利润 0.48 亿元。截至 2017 年 9 月底，四川人福资产总额 8.88 亿元，所有者权益 2.23 亿元，2017 年 1~9 月实现营业收入 4.45 亿元，净利润 0.48 亿元。

总体看，随着资源整合及对外并购，跟踪期内公司医药商业板块发展较快，工商互动的效果逐步显现，医药商业区域龙头的地位初显。

#### 4. 未来发展

公司将坚持在医药细分领域专业发展，通过研发和市场的良性互动并辅以外延并购，重点发展生物制药、中药、化药新型制剂、医疗器械及诊断试剂产品，做“专、精、特、新”的细分市场领导者。同时，公司将面向全球医

药市场进行产业布局。在医疗服务方面，公司将灵活采用收购、合作、新建、产业基金投资、战略联盟等合作方式，快速集聚医疗服务资源，布局区域性医疗服务网络，打造医疗健康服务品牌。

在建工程方面，截至 2017 年 9 月底，公司主要在建项目为钟祥市人民医院新院区建设项目、喜吉包装厂项目、宜昌妇幼新院区项目和黄石人福医院新业务大楼建设项目。上述在建项目总投资合计 13.69 亿元，已完成投资合计 4.71 亿元。

总体看，公司在建项目剩余投资规模较大，资金来源主要为自筹，公司面临一定资金压力。

表 4 公司主要在建项目未来投资情况（单位：万元）

项目名称	资金来源		总投资	截至 2017 年 9 月底投资额	2017 年 10-12 月投资计划	2018 年计划投资	2019 年计划投资
	自筹	贷款					
钟祥市人民医院新院区建设项目	30900.00	24000.00	54900.00	39663.36	4868.18	10368.47	0
喜吉包装厂项目	30000.00	0	30000.00	2445.23	4236.87	23317.90	0
宜昌妇幼新院区项目	26000.00	0	26000.00	4584.19	3076.52	18339.29	0
黄石人福医院新业务大楼建设项目	26000.00	0	26000.00	379.68	1026.49	17215.68	7378.15
<b>合计</b>	<b>112900.00</b>	<b>24000.00</b>	<b>136900.00</b>	<b>47072.46</b>	<b>13208.06</b>	<b>69241.34</b>	<b>7378.15</b>

资料来源：公司提供

## 十、财务分析

公司提供的 2016 年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2017 年前三季度财务数据未经审计。

从财务报表合并范围看，2016 年公司纳入合并报表子公司 132 家，较上年底增加 39 家；截至 2017 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司共 169 家，较 2016 年底增加 37 家，其中非同一控制下企业合并收购子公司 28 家，分立新设 3 家，新设子公司 18 家，处置子公司 12 家。总体看，随着公司自身业务持续扩张及外延式收购的不断进行，合并范围的变动较大，对公司财务数据的可比性有一定影响。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为

264.28 亿元，所有者权益为 119.83 亿元（其中少数股东权益 19.41 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 123.31 亿元，利润总额 13.65 亿元。

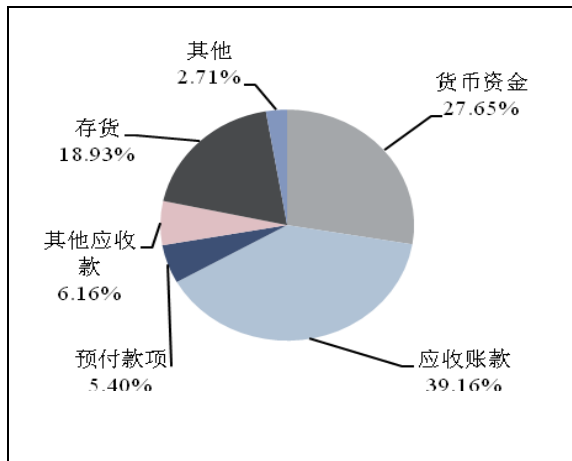
截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额为 354.18 亿元，所有者权益为 149.86 亿元（其中少数股东权益 27.83 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 106.84 亿元，利润总额 27.84 亿元。

### 1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续扩大。截至 2016 年底，公司合并资产总额 264.28 亿元，同比增长 45.59%；其中流动资产占 43.92%，非流动资产占 56.08%，公司资产以非流动资产为主，除商誉比重大幅增长外，资产构成与 2015 年相比变化不大。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 116.06 亿元，同比增长 24.46%，主要由货币资金、应收账款、存货构成。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2016 年底，公司货币资金 32.09 亿元，同比增长 33.09%，以银行存款（占 84.36%）为主。截至 2016 年底，公司货币资金中为公司及子公司借款提供质押的保证金和票据承兑保证金合计 4.98 亿元，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

随着公司新并购和医药商业板块收入规模不断扩大，且受医药商业应收款账期较长影响，近三年公司应收账款年均复合增长率达 34.91%。截至 2016 年底，公司应收账款价值同比增长 20.28% 至 45.45 亿元。公司共计提坏账准备 1.78 亿元，计提比例 3.77%。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 91.03%，1~2 年的占 5.58%，2~3 年的占 1.79%，3 年以上的占 1.60%，账龄短。公司应收账款期末余额较大的单位主要为国有大型医药流通企业和各地医院，从集中度看，前五名应收账款金额合计占应收账款的 19.38%，集中度一般。

截至 2016 年底，公司其他应收款 7.14 亿元，同比增长 0.05%，主要由备用金、保证金和往来款构成，公司计提其他应收款坏账准备 0.57 亿元，计提比例 7.39%。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 63.26%，1~2 年的占 22.92%，

2~3 年的占 4.37%，3 年及以上的占 9.45%。从集中度看，其他应收款前 5 名单位欠款合计占其他应收款的 33.85%，集中度较高。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 21.97 亿元，同比增长 27.56%，主要由原材料（占 16.68%）、在产品（占 11.38%）和库存商品（占 71.42%）构成，其中库存商品主要为医药产品和其他业务产品。2016 年公司共计提存货跌价准备 0.08 亿元，计提比例为 0.36%，计提比例低。

截至 2016 年底，公司非流动资产共计 148.22 亿元，同比增长 67.91%，主要由长期股权投资（占 9.05%）、固定资产（占 31.69%）、无形资产（占 11.64%）和商誉（占 30.34%）构成。

公司可供出售金融资产均为按成本计量的可供出售权益工具。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 4.21 亿元，同比增长 27.16%，主要来自对上海健益兴禾投资管理中心（有限合伙）等公司及电影《宜昌保卫战》项目的投资 0.96 亿元。

截至 2016 年底，公司长期应收款余额 4.39 亿元，同比增长 273.85%，主要系下属商业子公司为了加强与医院更紧密的合作，获取药品集中配送权，向医院支付了约 3 亿医院保证金，公司将合作期限一年以上的保证金计入该科目核算所致。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 13.42 亿元，同比增长 18.17%；主要系公司 2016 年对杭州观苏生物技术有限公司等联营企业追加投资 0.81 亿元，及对天风证券股份有限公司等联营企业在权益法下确认对其的投资收益 0.70 亿元所致<sup>3</sup>。

截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 58.00 亿元，累计折旧 11.03 亿元，减值准备 41.26 万元。由于合并范围的变化及远安口服制剂等项目转入固定资产，截至 2016 年底，公司

<sup>3</sup> 公司持有天风证券股份有限公司 11.22% 股权，因公司董事兼任天风证券股份有限公司的董事，故对其具有重大影响，采用权益法核算。



固定资产账面价值 46.96 亿元，同比增长 19.41%。公司固定资产以房屋及建筑物（占 53.57%）和机器设备（占 36.36%）为主要构成部分，其中，账面价值 1.85 亿元的房屋建筑物尚未办妥产权证。

截至 2016 年底，公司无形资产 17.25 亿元，同比增长 110.18%，主要系购置的土地使用权 2.51 亿元和医院举办权 1.55 亿元及合并增加的药品经营许可证 5.06 亿元。

受企业合并新增商誉 31.48 亿元的影响，截至 2016 年底，公司商誉 44.97 亿元，同比增长 225.91%；其中因合并 Epic Pharma 形成商誉 26.93 亿元，因合并四川人福形成商誉 2.88 亿元。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产 9.62 亿元，同比增长 225.91%，主要系公司在北京产权交易所以人民币 7.38 亿元摘牌取得了中国石油化工集团公司持有的华泰保险集团股份有限公司 2.5247% 的股权，公司已预付全部股权收购款，因该股权转让事项尚需经过中国保险监督管理委员会等相关部门审核，公司将预付股权款重分类到该科目披露所致。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额为 354.18 亿元，较 2016 年底增长 34.02%；其中流动资产占 43.17%，非流动资产占 56.83%，公司资产结构变动不大。截至 2017 年 9 月底，公司货币资金较上年底增长 42.21% 至 45.64 亿元，主要系公司以 3.518 亿美元的价格转让中原瑞德 80% 股权所致；受合并报表范围增加和销售规模扩大影响，公司应收票据、应收账款和存货分别较上年底增长 40.16%、24.08% 和 37.71%；其他应收款 8.74 亿元，较 2016 年底增长 22.29%，主要来自往来款增长。非流动资产方面，截至 2017 年 9 月底，公司长期股权投资较上年底增长 107.12% 至 27.79 亿元，主要系公司收购 BLUE RIDGE 24.36% 股权以及出资 3.9 亿元持有中煤科工金融租赁股份有限公司 39.80% 股权所致；在建工程 9.18 亿元，较上年底增长 95.19%，主要来自钟祥市人民医院新院

区建设项目新增投入 1.85 亿元及人福埃塞建厂项目新增投入 0.56 亿元；受收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务影响，公司无形资产和商誉分别增长至 28.72 亿元和 63.52 亿元。

总体看，跟踪期内，伴随公司业务规模及财务报表合并范围的不断扩大，公司资产规模快速增长，应收账款规模增长快，对资金形成占用；非流动资产中固定资产及商誉占比高，公司整体资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### (1) 负债

截至 2016 年底，公司负债合计 144.45 亿元，同比增长 61.04%，主要系短期借款、应付账款、其他流动负债和长期借款增加所致；其中流动负债占 69.64%，非流动负债占 30.36%。

截至 2016 年底，公司流动负债 100.60 亿元，同比增长 41.66%，主要由短期借款（占 32.09%）、应付账款（占 18.39%）和其他流动负债（占 21.87%）组成。

截至 2016 年底，公司短期借款 32.28 亿元，同比增长 61.14%，其中质押借款占 9.29%，抵押借款占 8.40%，保证借款占 70.85%，信用借款占 11.46%。

截至 2016 年底，公司应付票据 7.60 亿元，同比下降 14.91%；应付账款 18.50 亿元，同比增长 24.32%。从账龄来看，截至 2016 年底，公司应付账款账龄在 1 年以内的占 94.17%，1 年以上的占 5.83%，账龄短。

截至 2016 年底，公司其他应付款 7.43 亿元，同比增长 20.07%，主要系往来款（3.35 亿元）和应付的期间费用（2.35 亿元）。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 22.00 亿元，系公司于 2016 年 5 月发行的 10 亿元超短期融资券和于 2016 年 10 月发行的 12 亿元超短期融资券。

截至 2016 年底，公司非流动负债 43.85 亿元，同比增长 134.72%。其中，长期借款 29.91 亿元，同比增长 214.44%，主要系为满足工程

建设、股权并购而新增贷款以及报告期内公司合并范围扩大所致；应付债券余额 9.95 亿元，系公司于 2016 年 4 月发行的“16 人福债”10 亿元。

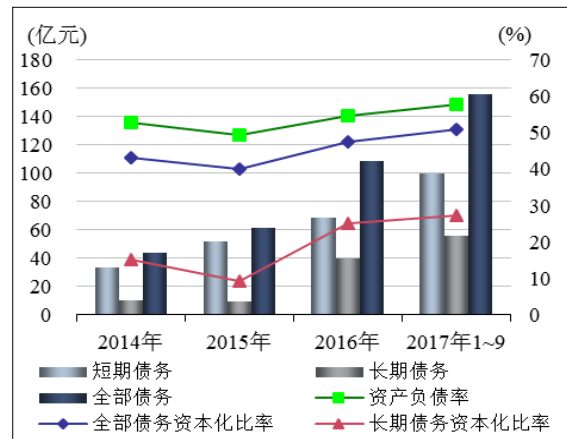
随着对外投资活动的进行以及合并报表范围增加，公司负债规模增长较快，截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 204.32 亿元，较 2016 年底增长 41.44%。从结构来看，流动负债占 70.49%，比重继续提高。其中，公司短期借款和长期借款分别为 49.72 亿元和 46.21 亿元（其中外币借款分别为 4740 万美元和 4.93 亿美元），分别较上年底增长 54.02%和 54.46%；公司其他流动负债 40.00 亿元，包括“17 人福 SCP001”（8 亿元）、“17 人福 SCP002”（10 亿元）、“17 人福 SCP003”（12 亿元）和“17 人福 CP001”（10 亿元）；其他应付款较上年底增长 62.21%，主要系合并报表范围增加所致。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务为 108.62 亿元，同比增长 75.77%，其中短期债务占 63.10%，长期债务占 36.90%。2016 年底，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 54.66%、47.55%、25.06%，均较上年底有所增长。公司于 2016 年 7 月发行“16 人福 MTN001”永续中票 15 亿元，计入所有者权益；若将该永续中票调整计入长期债务和全部债务核算，截至 2016 年底，公司全部债务为 123.62 亿元，同比增长 100.05%，其中短期债务占 55.45%，长期债务占 44.55%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 54.09%和 34.42%。

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务合计 155.69 亿元，较 2016 年底增长 43.34%，其中短期债务占 63.92%，长期债务占 36.08%。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进一步提高，分别为 57.69%、50.95%和 27.26%。公司于 2017 年 4 月发行“17 人福 MTN001”永续中票 5 亿元，计入所有者权益；若将两期永续中票调整计入长期债务和

全部债务核算，截至 2017 年 9 月底，公司全部债务合计 175.69 亿元，其中短期债务占 56.64%，长期债务占 43.36%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 60.09%和 42.52%。

图 2 2014~2017 年 9 月底公司债务构成



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，跟踪期内，公司负债规模增长较快，有息债务以短期债务为主，存在一定短期偿债压力。

## (2) 所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 119.83 亿元（含少数股东权益 19.41 亿元），同比增长 30.50%，主要来自其他权益工具和未分配利润的增长，其中股本占 10.73%，资本公积占 32.62%，其他权益工具占 12.48%，未分配利润占 26.36%。

截至 2016 年底，公司其他权益工具增至 14.96 亿元，主要系 2016 年 7 月公司发行“16 人福 MTN001”永续债 15 亿元，期限为 3+N 年；同期，公司未分配利润 31.59 亿元，同比增长 25.97%；少数股东权益 19.41 亿元，同比增长 49.21%。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 149.86 亿元（含少数股东权益 27.83 亿元），较 2016 年底增长 25.07%，主要来自永续中票的发行及利润积累；受收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务影响，少数股东权益大幅增加。

总体看，跟踪期内公司所有者权益规模大

幅增长；未分配利润占比较高，考虑到股本和资本公积合计占比较大，所有者权益稳定性尚可。

### 3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入123.31亿元，同比增长22.65%，主要是由于医药商业板块快速扩张和医药工业板块业务范围及规模扩大所致。同期，公司营业利润率为35.97%。

随着公司业务规模的扩大及人工费用、利息支出等的增加，2016年，公司期间费用合计33.71亿元，同比增长25.01%；其中销售费用18.56亿元，同比增长15.36%，主要由于市场推广费的大幅上升；管理费用11.86亿元，同比增长40.03%，主要由于Epic Pharma并购项目中介费用计入该科目所致。公司期间费用占营业收入比重符合公司医药制造销售企业的特质。

2016年，公司实现投资收益2.39亿元，较去年增长0.97亿元，主要系公司出售深圳新鹏100%的股权实现投资收益1.63亿元所致。

2016年，公司营业外收入1.48亿元，主要由于来自于政府补助（1.36亿元）和固定资产处置利得（0.50亿元）。

从盈利指标看，2016年，公司总资本收益率和净资产收益率均分别为6.33%和9.01%。

2017年1~9月，公司实现营业收入106.84亿元，同比增长21.75%；营业利润率为38.25%，较2016年提高2.28个百分点。随着有息债务增加，公司财务费用快速增长，销售费用亦随营销规模的扩大以及合并报表范围增加而增长；2017年1~9月，公司期间费用占营业收入的比重为30.10%，较2016年提高2.76个百分点。受益于出售中原瑞德，公司当期实现投资收益19.12亿元（其中出售中原瑞德在合并报告层面确认投资收益18.73亿元），带动利润总额大幅增长至27.84亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持增长，投资收益对当期利润贡献大，整体盈利能力保持较好水平。

### 4. 现金流及保障

经营活动方面，2016年公司经营活动现金流量为136.85亿元，同比增长23.37%；其中销售商品、提供劳务收到的现金131.01亿元，收到其他与经营活动有关的现金5.66亿元，主要系收到的往来款及政府补贴等。2016年公司现金收入比为106.24%，现金收入质量有所提高。同期，公司经营活动产生的现金流出量为131.58亿元，同比增长22.05%；其中购买商品、接受劳务支付的现金86.17亿元，支付其他与经营活动有关的现金26.08亿元，主要系支付的销售费用、管理费用、保证金押金和往来款。2016年公司经营活动现金流量净额为5.26亿元。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流量为4.32亿元；其中处置子公司及其他单位收到的现金净额2.40亿元、收到其他与投资活动有关的现金1.13亿元。2016年公司投资活动现金流出60.85亿元，主要系公司收购Epic Pharma及附属企业、四川人福等股权性投资支出增加所致。由于并购步伐加快和增加了对权益工具的投资，公司投资活动现金流出量保持较大规模，2016年公司投资活动现金流量净额为-56.54亿元。

筹资活动方面，由于永续中票、公司债和超短期融资券的发行，公司筹资活动现金流量较去年大幅增长，2016年为136.72亿元。公司筹资活动产生的现金流出主要是偿还债务，2016年为78.46亿元。2016年，公司筹资活动现金净流量为58.26亿元。

2017年以来，除合并报表范围增加的影响外，公司积极应对“两票制”等政策，加强销售体系建设，医药主业销售规模和经营利润稳步提升，相应的采购付款、各项税费、员工人数及薪酬支出均有增长。2017年1~9月，公司经营活动现金流量为120.45亿元，同比增长23.25%；经营活动现金流出量为120.40亿元，同比增长27.61%；公司经营活动产生的现金流量净额为0.04亿元，较上年同期减少5.22亿元。

2017年1~9月,受出售中原瑞德影响,公司投资活动现金流入量为24.75亿元;公司投资活动现金流出量61.13亿元,主要系收购Ansell Ltd.下属全球两性健康业务所致;投资活动产生的现金流量净额为-36.37亿元。同期,公司筹资活动产生的现金流量净额为50.49亿元。同期现金收入比为106.13%,与2016年基本持平。

总体看,跟踪期内,公司经营活动现金流量净额有所波动,同时保持较大的投资规模,对外部融资依赖性较强。

### 5. 偿债能力

短期偿债能力方面,2014~2016年,公司流动比率和速动比率均呈下降趋势,三年均值分别为124.64%和101.00%,2016年底分别为115.37%和93.53%。近三年公司流动负债快速增长,导致经营现金流动负债比波动下降,三年分别为10.93%、4.38%和5.23%。截至2017年9月底,公司流动比率和速动比率均继续下降,分别为106.17%和85.17%。总体看,公司短期债务偿债能力适宜。

长期偿债能力方面,2014~2016年,公司EBITDA快速增长,三年分别为11.89亿元、15.76亿元和21.65亿元。受公司近年来有息债务持续增长的影响,公司2014~2016年全部债务/EBITDA持续增长,三年分别为3.68倍、3.92倍和5.02倍;EBITDA利息倍数波动增长,三年分别为5.67倍、4.19倍和5.72倍。总体看,公司长期偿债指标有所弱化,但EBITDA仍对有息债务具备较强的保障能力。

截至2017年9月底,公司共获得各家银行授信总额为159.19亿元,尚未使用额度为58.74亿元,公司间接融资渠道较畅通。此外,公司为上海证券交易所上市公司,具备直接融资渠道。

截至2017年9月底,公司受限资产账面价值合计10.28亿元,其中受限货币资金1.05亿元、固定资产4.07亿元和无形资产2.51亿元。

截至2017年9月底,公司无对外担保。

### 6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》(银行版)(机构信用代码:G10420111004407907),截至2017年12月8日,公司无未结清不良信贷记录;已结清信贷记录中有27笔不良类贷款、2笔不良类票据贴现记录,根据相关银行出具的说明,以上关注类贷款在2009年12月之前发生,均已结清并无违约记录,公司过往债务履约情况良好。

### 7. 抗风险能力

公司作为国内麻醉药品的龙头生产企业及主要生育调节药品生产企业之一,产品种类丰富,主导产品市场占有率高,技术研发实力强。近年来公司收入规模快速增长,盈利能力保持较好水平,整体偿债能力较好。未来,公司将在巩固现有细分领域优势的基础上,通过对国内医药行业的整合和海外市场的拓展增强公司竞争力。

总体看,公司整体抗风险能力强。

## 十一、存续期内债券偿还能力

目前公司存续期内短期融资券为“17人福CP001”,发行额度为10亿元。截至2016年底,公司现金类资产(剔除受限制货币资金)33.86亿元,为“17人福CP001”额度的3.39倍;截至2017年9月底,公司现金类资产(剔除受限制货币资金)48.99亿元,“17人福CP001”额度的4.90倍。2016年,公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“17人福CP001”的保障倍数分别为13.68倍和0.53倍。总体看,公司现金类资产和经营活动现金流入量规模大,对“17人福CP001”的保障能力强。

截至目前,公司存续债券情况如表5所示。2016年,公司现金类资产对一年内到期债券(17人福CP001)余额的3.52倍,经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为应付债券(16人福MTN001、17人福MTN001)余额的6.84倍、0.26倍和1.08倍。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对应付债券的保障能力强。

表5 公司存续债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	兑付日
17 人福 CP001	10.00	2018/09/05
16 人福 MTN001	15.00	2019/07/11
17 人福 MTN001	5.00	2020/04/14

资料来源：联合资信整理

表6 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

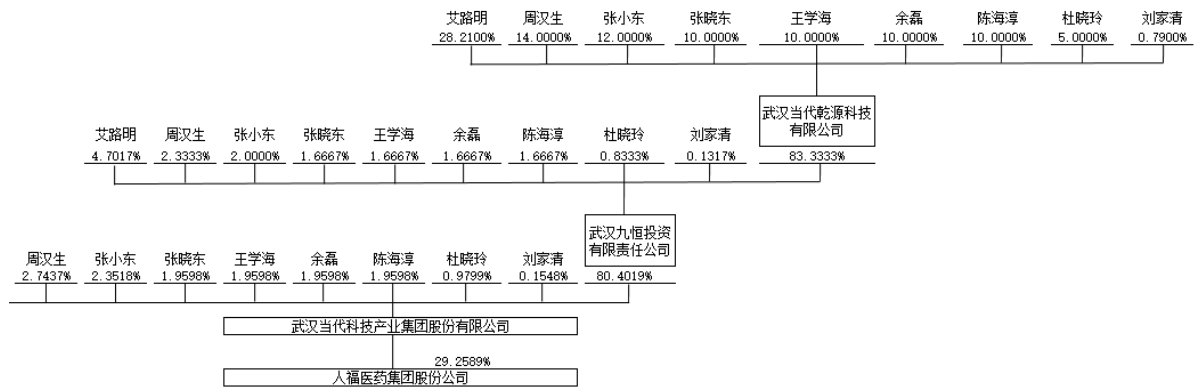
项目	2016 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.52
经营活动现金流入量/应付债券余额	6.84
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.26
EBITDA/应付债券余额	1.08

资料来源：联合资信整理

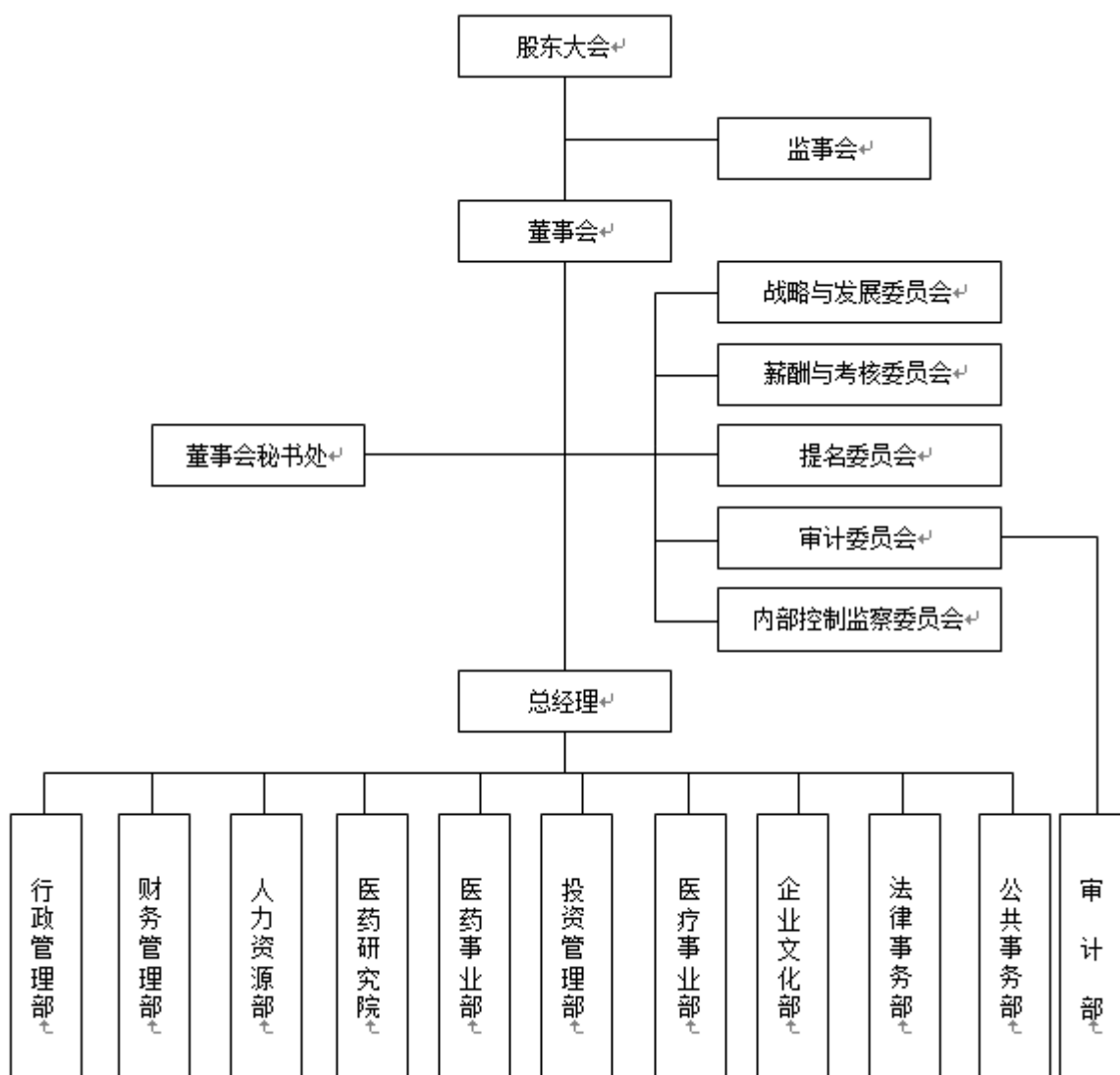
## 十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“17 人福 CP001”的信用等级为 A-1。

### 附件 1-1 截至 2017 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	17.29	26.58	35.23	50.04
资产总额(亿元)	121.67	181.52	264.28	354.18
所有者权益(亿元)	57.28	91.82	119.83	149.86
短期债务(亿元)	27.43	52.28	68.54	99.51
长期债务(亿元)	16.39	9.51	40.08	56.18
全部债务(亿元)	43.82	61.79	108.62	155.69
营业收入(亿元)	70.52	100.54	123.31	106.84
利润总额(亿元)	8.21	10.72	13.65	27.84
EBITDA(亿元)	11.89	15.76	21.65	--
经营性净现金流(亿元)	5.03	3.11	5.26	0.04
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	2.84	2.97	2.78	--
存货周转次数(次)	3.83	4.30	3.98	--
总资产周转次数(次)	0.64	0.66	0.55	--
现金收入比(%)	106.76	104.55	106.24	106.13
营业利润率(%)	40.59	35.72	35.97	38.25
总资本收益率(%)	8.24	7.13	6.33	--
净资产收益率(%)	11.10	9.29	9.01	--
长期债务资本化比率(%)	22.25	9.39	25.06	27.26
全部债务资本化比率(%)	43.35	40.23	47.55	50.95
资产负债率(%)	52.92	49.42	54.66	57.69
流动比率(%)	137.81	131.30	115.37	106.17
速动比率(%)	110.61	107.05	93.53	85.17
经营现金流动负债比(%)	10.93	4.38	5.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.67	4.19	5.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.68	3.92	5.02	--

注：1. 公司 2017 年前三季度财务数据未经审计；

2. 短期债务考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；

3. 将应付债券中于一年内到期的中期票据调整至短期债务；

4. 2016 年底及 2017 年 9 月底所有者权益中分别包含 15 亿元永续债和 20 亿元永续债。



### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息