

跟踪评级公告

联合[2017] 581 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定人福医药集团股份公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“16人福MTN001”和“17人福MTN001”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年五月二日



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中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16人福 MTN001	15亿元	2016/07/11-2019/07/11	AA ⁺	AA ⁺
17人福 MTN001	5亿元	2017/04/14-2020/04/14	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2017年5月2日

财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	2017年3月
现金类资产(亿元)	17.29	26.58	35.23	31.96
资产总额(亿元)	121.67	181.52	264.28	276.86
所有者权益(亿元)	57.28	91.82	119.83	123.13
短期债务(亿元)	27.43	52.28	68.54	76.36
长期债务(亿元)	16.39	9.51	40.08	40.85
全部债务(亿元)	43.82	61.79	108.62	117.21
营业收入(亿元)	70.52	100.54	123.31	33.30
利润总额(亿元)	8.21	10.72	13.65	3.41
EBITDA(亿元)	11.89	15.76	21.65	--
经营性净现金流(亿元)	5.03	3.11	5.26	-3.28
营业利润率(%)	40.59	35.72	35.97	38.21
净资产收益率(%)	11.10	9.29	9.01	--
资产负债率(%)	52.92	49.42	54.66	55.53
全部债务资本化比率(%)	43.35	40.23	47.55	48.77
流动比率(%)	137.81	131.30	115.37	108.94
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	5.90	--

注: 1.公司2017年一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3月底所有者权益中包含15亿元永续债。

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,公司收入规模持续增长,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且增长较快、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。

综合考虑,联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“16人福 MTN001”和“17人福 MTN001”AA⁺的信用等级。

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. 公司拥有先进的研发平台,整体研发水平高,新药品储备丰富。
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。
4. 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,目前公司共有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。
5. 公司经营活动现金流入量对“16人福 MTN001”和“17人福 MTN001”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。
5. 公司未来将在医疗服务领域进行一系列投资，面临一定资本支出压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与人福医药集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与人福医药集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因人福医药集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由人福医药集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16人福MTN001”和“17人福MTN001”到期日有效；根据后续评级的结论，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中期票据跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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主体长期信用及“16人福MTN001”和“17人福MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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。2015年7月，公司以资本公积金转增股本，每10股转增10股，共计转增643024531股（每股面值1元），本次转增完成后，公司总股本增至1286049062股。截至2017年3月底，公司注册资本为12.86亿元，其中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24.49%，为公司第一大股东；艾路明先生持有当代科技28.21%的股份，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3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、战略发展部、群团工作部、投资管理部、医疗事业部、运营管理部、信息管理部、企业文化部、法律事务部、公共事务部、审计部和董事会秘书处15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3月底，公司合并资产总额为276.86亿元，所有者权益为123.13亿元（其中少数股东权益20.64亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入33.30亿元，利润总额3.41亿元。

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、债券与募集资金使用情况

公司存续期内中票票据为“16人福MTN001”和“17人福MTN001”，发行金额分别为15亿元和5亿元，期限为3+N年。截至目前，公司上述债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，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，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，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

数（CPI）保持温和上涨，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。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活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。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不

断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

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 1-12 月中国医药工业实现主营业务收入 28062.9 亿元，同比增长 9.7%，全年利润总额 3002.9 亿元，同比增长 13.9%。

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，中国医药制造业的经济效益呈现较好的发展态势。

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，中国药品流通行业增速放缓。根据商务部发布的《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》，2015 年药品流通市场规模稳定增长，但增速仅为 10.20%，较上年下降 5.00 个百分点。全国七大类医药商品销售总额 16613 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.2%，增速较上年下降 5 个百分点，其中药品零售市场 3323 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.6%，增幅回落 0.5 个百分点。行业经过近 20 年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度得到一定提升，逐渐形成全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

以药品流通直报企业经营数据来分析药品流通行业经营效益，2015 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 12625 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增幅回落 4.5 个百分点；利润总额 283 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.6%，增幅回落 4.2 个百分点；平均毛利率 6.9%，同比上升 0.1 个百分点；平均费用率 5.4%，同比上升 0.1 个百分点；平均利润率 1.7%，与上年基本持平；净利润率 1.4%。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 12.86 亿元，其中当代科技持股 24.49%，为公司第一大股东；艾路明先生持有当代科技 28.21% 的股份，为公司实际控制人。

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。截至2017年3月底，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。近年来，公司不断加快并购步伐，相继并购了湖北人福成田药业有限公司、宜昌三峡制药有限公司（以下简称“三峡制药”）等，进入皮肤外用药及药用辅料等细分领域。

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“人福湖北”）（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

根据公司于2016年发布的公告，公司拟向当代科技非公开发行不超过73198198股A股股票，当代科技以现金认购，拟募集资金不超过119411.50万元，扣除发行费用后的募集资金全部用于偿还银行贷款。截至本次发行前，当代科技持有公司24.49%的股权，为公司的控股股东。联合资信关注到，截至2016年底，公司负债总额144.45亿元，资产负债率达到54.66%；本次非公开发行股票完成后，公司财务状况将得到一定程度的改善。公司本次非公开发行股票事项尚需中国证监会核准，能否获得核准尚存在不确定性，联合资信将持续关注本次非公开发行的进展。

2. 企业合并

经2016年第一次临时股东大会审议批准，公司决定通过全资子公司 Humanwell Healthcare USA, LLC（以下简称“人福美国”），以5.29亿美元收购 Epic Pharma 100%的股权，以0.21亿美元收购其附属企业 RE Holdco 100%的股权，迈出了国际化战略重要的一步。Epic Pharma 是一家集研发、生产、销售为一体的美国医药企业，具备管制类药品生产资质（美国药品监管局 DEA 认证），该公司目前生产经营200多个品规的化学仿制药。根据大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《审计报告》（大信审字[2016]第1-01133号和大信审字[2016]第1-01134号），截至2015年底，Epic Pharma（含 RE Holdco）资产总额3.76亿元，净资产2.22亿元，2015年实现营业收入7.34亿元，净利润3.61亿元。人福美国已于2016年5月支付全部股权转让款5.5亿美元（人民币36.00亿元），Epic Pharma 和 RE Holdco 于2016年6月起纳入公司合并报表。Epic Pharma 和 RE Holdco 可辨认净资产在购买日公允价值分别为人民币7.69亿元和0.55亿元，公司合并成本分别为34.63亿元和1.37亿元，差额人

民币 26.93 亿元确认为商誉。

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%。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 1 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
医药板块	986417.64	98.11	1228116.29	99.60	331351.64	99.52
其中：化学药品制剂	673410.39	66.98	764432.05	61.99	217118.05	65.21
化学原料药	54120.55	5.38	72372.24	5.87	14265.57	4.28
中药	46526.42	4.63	91848.40	7.45	22346.03	6.71
生物制剂	41328.16	4.11	34864.12	2.83	7972.10	2.39
其他医药健康产品	171032.13	17.01	264599.48	21.46	69649.89	20.92
其他业务	18980.20	1.89	4978.72	0.40	1601.42	0.48
合计	1005397.84	100.00	1233095.01	100.00	332953.06	100.00

资料来源：公司提供

注：公司特色药板块包括中枢神经药、生育调节药、维吾尔民族药、生物技术药等特色医药的生产和销售，其他业务来自于广州贝龙公司的热力环保设备销售。

表 2 公司毛利率情况（单位：%）

业务板块	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
医药板块	36.14	36.71	39.02
其中：化学药品制剂	37.62	40.65	42.14
化学原料药	20.42	28.74	26.58
中药	47.91	37.05	44.60

生物制剂	39.19	40.38	42.34
其他医药健康产品	31.38	26.88	29.66
其他业务	46.85	56.38	65.55
合计	36.35	36.79	39.15

资料来源：公司提供

2017年1~3月，由于销售规模的扩大，公司实现营业收入33.30亿元，同比增长24.16%，综合毛利率为39.15%。同期，公司医药主业实现营业收入33.01亿元，毛利率为39.04%。

跟踪期内，公司积极延伸产业链，医药工业和医药商业并举发展，2016年分别实现收入56.61亿元和66.20亿元，分别同比增长44.56%和11.30%。医药商业的快速发展使得其在公司医药板块中的收入比重明显提升，2016年医药工业、医药商业在医药板块收入中分别占46.10%和53.90%。

总体看，跟踪期内，公司主营业务突出，公司收入稳定增长，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、中原瑞德、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）		
		2015年	2016年	2017年1-3月	2015年	2016年	2017年1-3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	1087.60	29.78	28.49	28.48
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	936.48	346.72	345.70	346.16
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	329.91	381.95	382.87	382.18
中枢神经用药	咪达唑仑注射液（万支，按2ml:2mg折算）	761.35	897.70	318.68	44.59	61.25	60.74
中枢神经用药	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	36.49	59.81	27.10	548.72	548.72	548.72
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	631.88	566.95	120.35	16.90	16.95	16.83
生育调节药	黄体酮原料药（kg）	39615.35	41497.31	5764.02	21.27	20.54	20.16
生物制品	人血白蛋白（万瓶）	27.16	32.08	8.13	355.56	358.82	356.66
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	--	168.86	30.28	--	1.54	1.70
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	--	15.28	5.24	--	223.48	219.91

资料来源：公司提供

(1) 生产经营

中枢神经用药

2015 年公司中枢神经用药销售收入为 247298.63 万元, 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 3 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 291896.62 万元, 净资产 189346.75 万元; 2016 年实现营业收入 224170.78 万元, 同比增长 7.85%, 净利润 54874.24 万元, 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 39331.40 万元, 净资产 32659.16 万元; 2016 年实现营业收入 29694.88 万元, 同比增长 26.94%, 净利润 5026.54 万元, 同比下降 25.64%。

受公司产品结构调整的影响, 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去年有所增长。

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 1~3 月, 公司中枢神经用药实现收入 70996.14 万元, 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产销量分别达到 1056.94 万支和 936.48 万支; 新进入医保目录的盐酸氢吗啡酮注射液, 完成去年全年的 31.65 万支和 27.10 万支, 分别为去年全年的 50.56% 和 45.31%。

生育调节药

2015 年公司生育调节药销售收入为 37972.11 万元, 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。根据国家食品药品监督管理局规定, 2014 年葛店人福重点产品米非司酮片、复方米非司酮片等不能在零售药店销售, 2014 年度经营业绩受到影响; 2015 年起葛店人福应对行业政策变化, 适时调整营销思路, 生育调节药核心业务已恢复稳定, 同时大力开拓原料药高端市场截至 2016 年底, 葛店人福资产总额 70718.15 万元, 净资产 24207.01 万元; 2016 年实现营业收入 37546.24 万元, 同比下降 6.28%, 净利润 3476.65 万元, 同比增长 97.41%, 主要受益于成本控制。

近年来，公司生育调节药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%。米非司酮制剂的产销量2016年出现下滑，主要系葛店人福调整产品结构所致。

2017年1~3月，公司生育调节药实现销售收入10051.81万元，米非司酮制剂产销量分别为121.69万盒和120.35万盒。

维吾尔民族药

2015年公司维吾尔民族药销售收入为33313.70万元，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37894.88万元，净资产19846.14万元；2016年实现营业收入34099.63万元，同比增长15.17%，实现净利润3780.93万元，同比增长3.20%。

随着市场对维吾尔民族药的逐渐认可，其市场规模不断扩大。新疆维药生产的祖卡木产销量不断增长，2016年分别为810万盒和791万盒，价格方面保持稳定。

生物制品

2015年公司生物技术药销售收入为34864.12万元，同比下降15.64%。

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。由于深圳新鹏产品缺乏竞争优势，公司于2016年1月将深圳新鹏100%股权以2.35亿元转让，该转让对公司经营不造成重大影响。

中原瑞德注册资本2.55亿元，目前，中原瑞德拥有四家浆站（恩施、罗田、赤壁和当阳，其中当阳血站为2015年新建），均位于湖北省内，年处理能力约为200吨血浆。中原瑞德已经取得生产批准文号的主导产品包括人血白蛋白（三种规格）、人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等共计6个品种，12个规格产品。截至2016年底，中原瑞德资产总额66121.97万元，所有者权益46131.31万元；2016年实现营业收入20375.44万元，同比增长10.73%；净利润6606.92万元，同比增长58.21%。

2016年中原瑞德主要产品人血白蛋白实现产量26.47万瓶，销量提升至32.08万瓶。2017年1~3月，公司生物制剂产品实现销售收入7972.10万元，保持了良好的增长势头，主要产品人血白蛋白产销量分别为7.48万瓶和8.13万瓶。

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月新并购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）。

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23953.55万元，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、盐酸尼卡地平等。自并购以来，Epic Pharma经营情况稳定，2016年6~12月实现营业收入44119.22万元，净利润15462.45万元。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 68072.77 万元，未来有望为公司贡献较稳定的收入。

其他

除上述细分领域外，近年来，公司不断加快合并步伐，丰富产品类型。2015 年 8 月，公司收购三峡制药 75% 的股权，进入抗生素领域。三峡制药主要产品有硫酸新霉素、缬氨酸、异亮氨酸、醋酸赖氨酸、亮氨酸等，产品产量和销量在行业细分市场领域处于领先地位。

(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，2015 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，血液制品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。下属子公司人福医药湖北有限公司（以下简称“人福湖北”，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。

人福湖北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，人福湖北在宜昌、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，人福湖北资产总额 348766.45 万元，所有者权益 66694.30 万元；2016 年实现营业收入 350731.07 万元，同比增长 22.79%，净利润 6536.48 万元，同比增长 63.98%。

北京医疗（公司持有其 80% 股权）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 2015 年底，北京医疗资产总额 84525.78 万元，所有者权益 67202.41 万元；2015 年实现营业收入 85191.01 万元，同比增长 10.86%，净利润 19082.38 万元，同比增长 13.69%。

此外，公司稳健复制湖北商业模式至省外。

公司于 2014 年 12 月以 2.45 亿元收购了建德医药 70% 股权。截至 2016 年底，建德医药经审计的资产总额 37951.26 万元，所有者权益 16542.66 万元；2016 年实现营业收入 59126.53 万元，同比增长 30.86%，净利润 5036.36 万元，同比增长 21.78%。

跟踪期内，公司医药商业销售模式没有重大变化，板块的销售终端主要是依靠医院纯销。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。

总体看，随着公司医药商业板块资源的整合，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。

在建及拟建工程方面，截至 2017 年 3 月底，

公司在建项目为宜昌人福远安口服制剂项目、钟祥市人民医院新院区建设项目和药用辅料基地建设工程，公司暂无其他拟建项目计划。

宜昌人福远安口服制剂项目计划投资 33000 万元，设计产能为年产 20 亿片片剂，4 亿粒胶囊，0.4 亿袋颗粒剂，达产后年收入 112450 万元，年利润总额 9226 万元；截至 2017 年 3 月底，该项目已投资 2.21 亿元。

钟祥市人民医院新院区建设项目计划投资 5.49 亿元，计划用两年时间为钟祥市建设一所新医院，实现钟祥市人民医院整体搬迁至新院区，扶持钟祥市人民医院创建综合性“三甲”医院、区域性医疗中心，进入全省县级医院前三强和全国第一方阵；截至 2017 年 3 月底，该项目已投资 2.69 亿元。

药用辅料基地建设工程计划投资 1.50 亿元，项目实施主体为湖北葛店人福药用辅料有限责任公司，该公司主要从事药用辅料的研发、生产和销售，该项目设计产能为年产 2000 吨枸橼酸，1000 吨苯甲酸钠，1000 吨丙二醇，1000 吨吐温 80，1000 吨羟丙甲纤维素，1000 吨微晶纤维素，150 吨奥卡西平，预计年销售额为 3.11 亿元。截至 2017 年 3 月底，该项目已投资 1.43 亿元。

总体看，公司在建项目投资剩余投资规模不大，但随着公司业务的发展，存在产能扩张和并购需求，公司未来仍存在一定融资压力。

表 4 公司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 3 月底投资额	2017 年 4-12 月 投资计划	2018 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	26851.74	17679.79	10368.47
宜昌人福远安口服制剂项目	33000.00	0	33000.00	22117.45	8008.99	2873.56
药用辅料基地建设工程	15000.00	0	15000.00	14319.97	680.03	0
合计	78900.00	24000.00	102900.00	63289.16	26368.81	13242.03

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供的 2015 和 2016 年财务报表均已

经过大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2017 年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2015 年纳入

合并报表范围子公司 93 家；2016 年纳入合并报表子公司 132 家，较上年底增加 39 家；截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 141 家，较 2016 年底增加 9 家。总体看，公司业务持续扩张，合并范围的变动较大，对公司财务分析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 3 月底，公司合并资产总额为 276.86 亿元，所有者权益为 123.13 亿元（其中少数股东权益 20.64 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.30 亿元，利润总额 3.41 亿元。

2. 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，公司营业利润率呈为 35.97%。

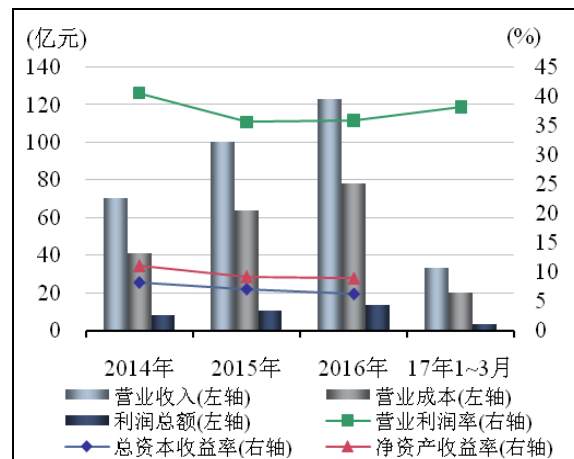
随着公司业务规模的扩大及人工费用、利息支出等的增加，2016 年，公司期间费用合计 33.71 亿元，同比增长 25.01%；其中销售费用 18.56 亿元，同比增长 15.36%，主要由于市场推广费的大幅上升；管理费用 11.86 亿元，同比增长 40.03%，主要由于 Epic Pharma 并购项目中介费用计入该科目所致。公司期间费用占营业收入比重符合公司医药制造销售企业的特质。

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%。

图1 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报表

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.30 亿元，较上年同期增长 24.16%，是 2016 年全年的 27.00%。同期，公司期间费用占营业收入的比重为 27.80%，与 2016 年基本持平。2017 年 1~3 月公司实现利润总额 3.41 亿元，营业利润率为 38.21%，较 2016 年增长 2.24 个百分点。

总体看，受益于业务规模的扩张，公司收入规模持续增长；盈利能力有所下滑但仍保持较好水平。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年公司经营活动现金流入量为 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供。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入量为 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，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入量较去年大幅增长，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1~3月，由于公司缴纳的各项税费增加以及支付给职工及为职工支付的现金增加，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.28 亿元（上年同期为0.40亿元）；投资活动产生的现金流量净额为-9.01亿元，其中投资支付的现金主要系公司投资3.9亿元股权款参与设立金融租赁公司（该事项尚待政府相关部门审核）；筹资活动产生的现金流量净额为8.24亿元。同期现金收入比为100.63%，较2016年有所下滑。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量净额有所增长；但由于投资支出规模较大，对外部融资依赖性较强。

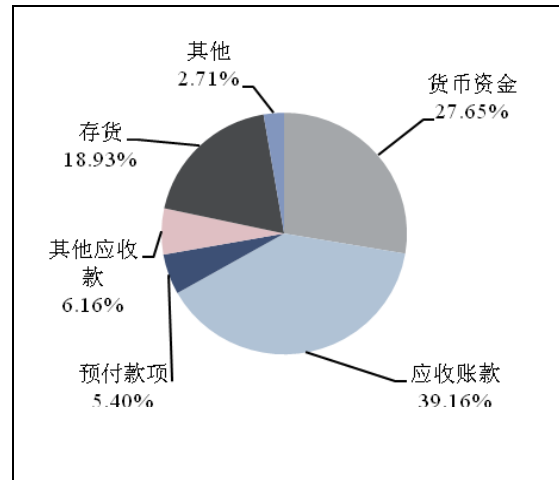
4. 资产及债务结构

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。

（1）流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 116.06 亿元，同比增长 24.46%。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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。

近年来，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%，集中度较高。

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。

（2）非流动资产

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¹。

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。

受企业合并形成新增商誉 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，因合并四川人福医药有限公司（原名：成都万隆亿康医药有限公司）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 3 月底，公司合并资产总额为 276.86 亿元，较 2016 年底增长 4.76%，其中流动资产占比 42.95%，非流动资产占比 57.05%，较上年底增加 0.97 个百分点。截至 2017 年 3 月底，公司应收账款较 2016 年底增长 9.29% 至 49.67 亿元，主要由于同期营业收入快速增长所致；其他应收款 8.31 亿元，较 2016 年底增长 16.25%，主要来自往来款增长；由于出口基地研发项目以及钟祥市人民医院项目等在建工程项目投入增加，公司在建工程较上年底增长 36.82% 至 6.43 亿元；同时，公司其他非流动资产增幅较大，较 2016 年底增长 60.32%，截至 2017 年 3 月底为 15.42 亿元，主要系公司将预付 3.9 亿元股权款参与设立金融租赁公司，认购其 39.80% 的股权（该事项尚待政府相关部门审核）及预付土地拍卖保证金 1.55 亿元重分类至该科目披露所致。

总体看，跟踪期内，伴随公司业务规模及

¹ 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。

财务报表合并范围的不断扩大，公司资产规模快速增长，资产结构较为合理，资产流动性和整体资产质量较好。

(3) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益大幅增长。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 3 月底，公司所有者权益合计 123.13 亿元（含少数股东权益 20.64 亿元），较 2016 年底增长 2.76%；其中少数股东权益较 2016 年底增长 6.34%。

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，所有者权益稳定性较好。

(4) 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%；公司短期借款中质押借款占 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 亿元同比增长 95.98%，主要系公司利用银行承兑汇

票支付工程款及采购款以减少现金流出所致；截至 2016 年底，公司应付票据，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。

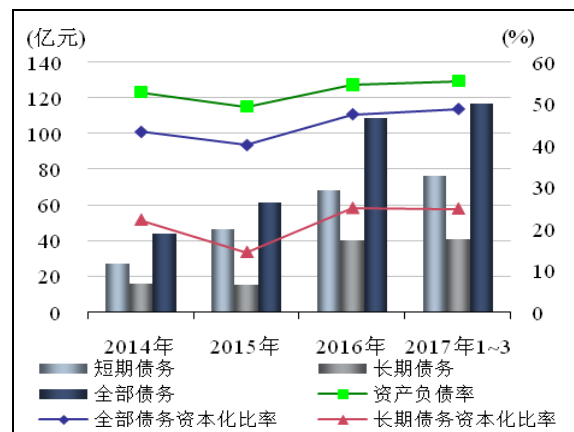
截至 2016 年底，公司其他应付款 7.43 亿元，同比增长 20.07%，主要系往来款（3.35 亿元）和应付的期间费用（2.35 亿元）。

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。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 153.73 亿元，较 2016 年底增长 6.42%。从结构来看，流动负债占 71.00%，非流动负债占 29.00%，流动负债占比继续扩大。截至 2017 年 3 月底，公司短期借款 41.30 亿元，较上年底增长 27.96%；应付账款 20.47 亿元，较上年底增长 10.63%，主要系公司合理利用信用账期支付货款以及合并报表范围扩大所致。

图3 2014~2017年3月底公司债务构成



资料来源：根据公司财务报表整理

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%。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 117.21 亿元，较 2016 年底增长 7.91%，其中短期债务占 65.15%；长期债务占 34.85%。

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%，均较上年有所增长。截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率进一步提高，分别为 55.53% 和 48.77%；由于公司长期债务占全部债务的比重有所降低，长期债务资本化比率下降至 24.91%。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长但仍处于合理水平；有息债务以短期债务为主，债务结构有待优化。

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 3 月底，公司流动比率和速动比率均继续下降，分别为 108.94% 和 88.32%。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 3 月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额为 129.92 亿元，尚未使用

额度为 45.54 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 3 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 2016 年 4 月 18 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

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；同时，公司正在积极布局医疗服务领域，发展速度有望加快。

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

目前公司存续期内中期票据为“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”，发行额度分别为 15 亿元和 5 亿元，合计 20 亿元。

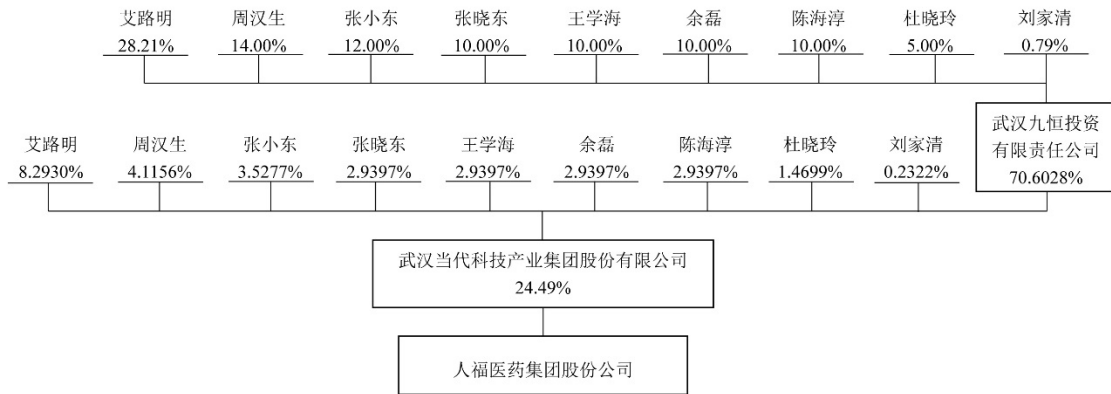
截至 2016 年底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）35.23 亿元，为两期中期票据发行额度的 1.76 倍；截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）31.96 亿元，为两期中期票据的 1.60 倍。公司现金类资产对两期中期票据的覆盖程度较好。

2016 年，公司 EBITDA、经营活动现金流量和经营活动现金净流量对两期中期票据的保障倍数分别为 1.08 倍、6.84 倍和 0.26 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流量规模大，对存续期内两期中期票据的保障能力强。

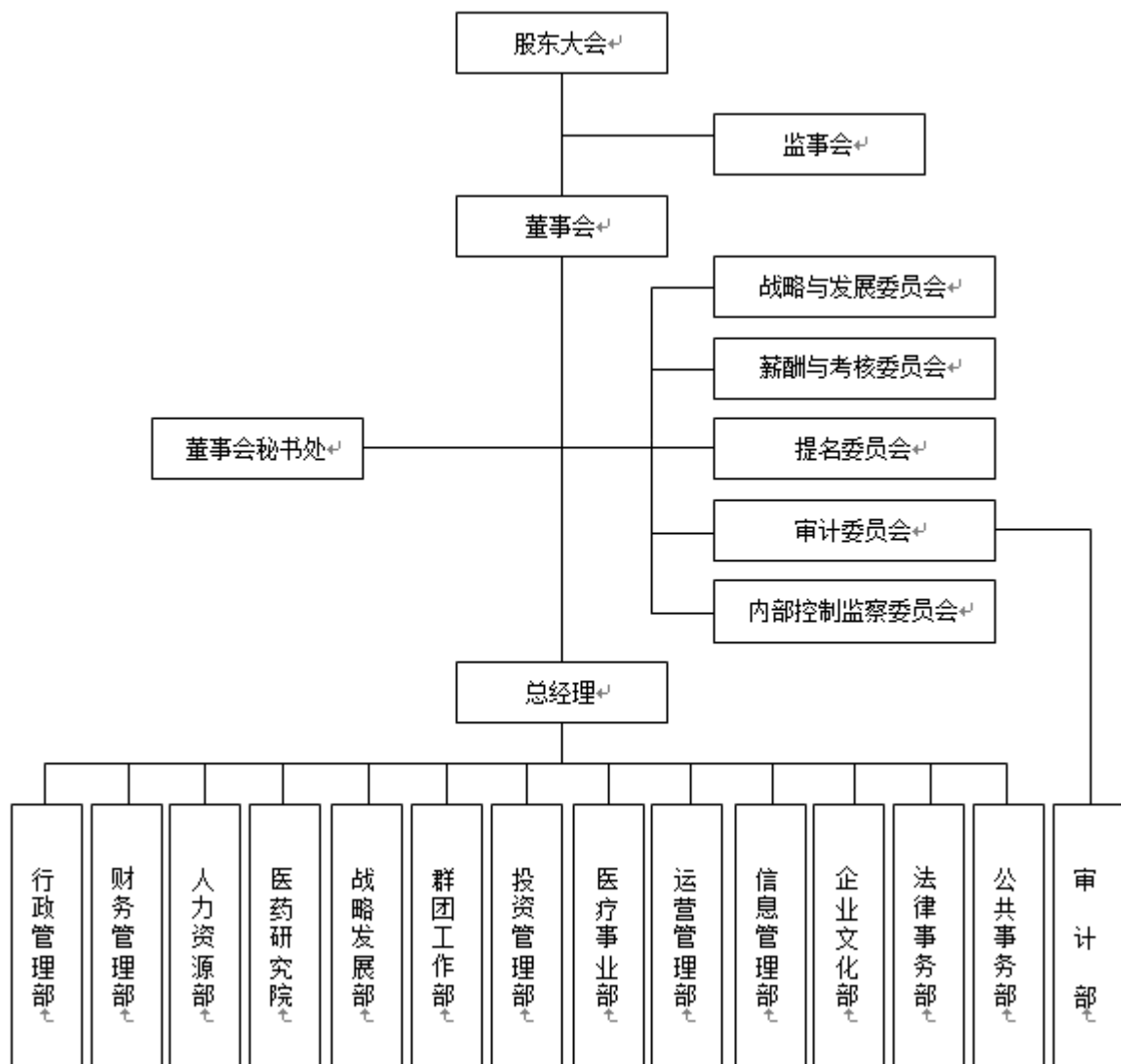
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001” AA⁺的信用等级。

附件 1-1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 3 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 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.29	26.58	35.23	31.96
资产总额(亿元)	121.67	181.52	264.28	276.86
所有者权益(亿元)	57.28	91.82	119.83	123.13
短期债务(亿元)	27.43	52.28	68.54	76.36
长期债务(亿元)	16.39	9.51	40.08	40.85
全部债务(亿元)	43.82	61.79	108.62	117.21
营业收入(亿元)	70.52	100.54	123.31	33.30
利润总额(亿元)	8.21	10.72	13.65	3.41
EBITDA(亿元)	11.89	15.76	21.65	--
经营性净现金流(亿元)	5.03	3.11	5.26	-3.28
财务指标				
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	100.63
营业利润率(%)	40.59	35.72	35.97	38.21
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	24.91
全部债务资本化比率(%)	43.35	40.23	47.55	48.77
资产负债率(%)	52.92	49.42	54.66	55.53
流动比率(%)	137.81	131.30	115.37	108.94
速动比率(%)	110.61	107.05	93.53	88.32
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 年一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 3 月底所有者权益中包含 15 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
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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。