

跟踪评级公告

联合[2018]753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有限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，维持“17人福CP001”和“18人福医药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 ⁺	评级展望: 稳定
上次评级结果: AA ⁺	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
*16 人福 MTN001 ¹	15 亿元	2019/07/11	AA ⁺	AA ⁺
*17 人福 MTN001	5 亿元	2020/04/14	AA ⁺	AA ⁺
17 人福 CP001	10 亿元	2018/09/05	A-1	A-1
18 人福医药 CP001	10 亿元	2019/01/22	A-1	A-1

评级时间: 2018 年 5 月 11 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.64	33.86	40.40	35.68
资产总额(亿元)	181.52	264.28	354.06	367.40
所有者权益(亿元)	91.82	119.83	166.06	168.77
短期债务(亿元)	52.28	68.54	87.04	95.47
长期债务(亿元)	9.51	40.08	50.81	51.04
全部债务(亿元)	61.79	108.62	137.85	146.51
营业收入(亿元)	100.54	123.31	154.46	44.38
利润总额(亿元)	10.72	13.65	29.47	3.77
EBITDA(亿元)	15.76	21.65	40.27	--
经营性净现金流(亿元)	3.11	5.26	0.38	-4.81
营业利润率(%)	35.72	35.97	37.16	40.25
净资产收益率(%)	9.29	9.01	13.96	--
资产负债率(%)	49.42	54.66	53.10	54.07
全部债务资本化比率(%)	40.23	47.55	45.36	46.47
流动比率(%)	131.30	115.37	114.65	114.41
经营现金流动负债比(%)	4.38	5.23	0.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.92	5.02	3.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.19	5.72	7.18	--

注: 1.2018 年一季度财务数据未经审计; 2.现金类资产中已剔除受限货币资金; 3.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; 4.将应付债券中于一年内到期的中期票据调整至短期债务; 5. 2016 年底、2017 年底及 2018 年 3 月底所有者权益中分别包含永续债 15 亿元、20 亿元和 20 亿元。

¹注: 存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据, 所列到期兑付日为首次赎回行权日。

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,公司积极拓展海外业务,实施联合收购以合计 6 亿美元(公司占比 60%)控股 Ansell Ltd.全球两性健康业务,并以约 1 亿美元参股收购 RiteDose,公司向控股股东非公开发行股份募集资金净额 11.62 亿元,资本实力进一步增强,且收入规模持续增长,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、无形资产和商誉规模大、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,持续快速发展美国仿制药及全球两性健康业务领域,同时在医药流通领域着力打造区域龙头并积极布局大健康产业以实现医药全产业链的深度融合。

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⁺,评级展望为稳定,维持“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”的信用等级为 AA⁺,维持“17 人福 CP001”和“18 人福医药 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司产品种类丰富,涵盖了神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药和体外诊断试剂等多个领域;作为国内麻醉药品龙头生产企业,麻醉药品市场占有率高;复方米非司酮片为全国独家品种,生育调节药市场占有率位居行业前列。
2. 公司拥有先进的研发平台,整体研发水平高,新药品种储备丰富。

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

- 2017年,公司完成非公开发行,募集资金净额11.62亿元,资本实力进一步增强。
- 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。
- 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。
- 公司经营活动现金流入量对存续债券保障程度高。

关注

- 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。
- 公司应收账款规模大且增长较快,对资金形成一定占用。
- 跟踪期内,公司因收购Ansell Ltd.全球两性健康业务,新增无形资产12.48亿元(其中商标及品牌增加8.94亿元,客户关系增加3.55亿元),新增商誉23.17亿元,截至2017年底,无形资产和商誉分别为30.59亿元和64.75亿元,规模大,若未来业务整合不到位,存在一定减值风险。
- 跟踪期内,公司有息负债规模快速增长,短期偿债压力持续加重,债务结构有待改善。
- 存续期内债券“16人福MTN001”和“17人福MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

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，公司向上海证交所上市，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。2017年10月，公司向控股股东武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代科技”）非公开发行股票67655240股，此次非公开发行完成后，公司总股本增加至1353704302股。截至2018年3月底，公司注册资本为13.54亿元，其中当代科技持股3.96亿股（质押3.70亿股，占持股总数的93.43%），占29.26%，为公司第一大股东；艾路明先生持有当代科技28.21%的股份，同时直接持有公司0.07%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2018年3月底，公司本部总经理下设2个事业部，分别为医药事业部和医疗事业部，同时下设行政管理部、财务管理部、人力资源部、医药研究院、投资管理部、企业文化部、法律事务部和公共事务部8个职能部门。

截至2017年底，公司合并资产总额为354.06亿元，所有者权益为166.06亿元（其中少数股东权益30.83亿元）；2017年，公司实现营业收入154.46亿元，利润总额29.47亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额为367.40亿元，所有者权益为168.77亿元（其中少数股东权益32.05亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入44.38亿元，利润总额3.77亿元。

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

截至2018年3月底，公司存续债券发行额度和存续期等情况如表1所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，截至目前均正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
*16人福MTN001	15	15	2016/07/11	2019/07/11
*17人福MTN001	5	5	2017/04/14	2020/04/14
17人福CP001	10	10	2017/09/05	2018/09/05
18人福医药CP001	10	10	2018/01/22	2019/01/22

资料来源：Wind资讯

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

公司存续期债券中，“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”条款，可得出以下结论：

(1) “16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA⁺企业与 AA⁻企业发行 3 年期债券利率的利差），在第 4 个计算年度至 6 个计算年度内保持不变，此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。从票面利率角度分析，“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) “16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”在除发生①向普通股股东分红；②减少注册资本时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。跟踪期内，公司于 2017 年 6 月向普通股股东分红。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，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格指数（PIRM）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）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以

及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经

济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居

民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业分析

1. 医药工业现状

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行业步入稳定增长阶段，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，2016 年起行业开始企稳回升；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 2 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：联合资信整理

注：2016 年数据来自国家工信部网站，2017 年数据来自国家发改委网站，2017 年同比变化数据与 2016 年数据不符。

2. 医药商业

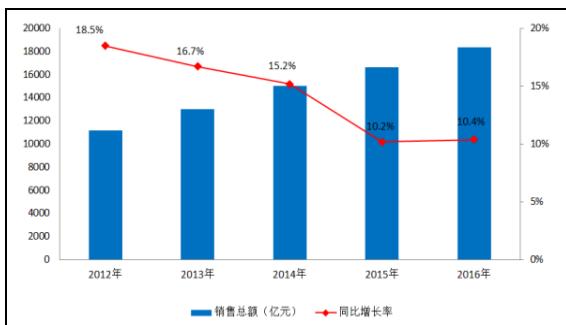
中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行

业增速放缓。根据商务部发布的《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，2016 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。商务部药品流通统计系统数据显示，全国七大类医药商品销售总额 18393 亿元，扣除不可比因

素同比增长 10.4%，增速较上年上升 0.2 个百分点。其中，药品零售市场 3679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 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，2016 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 13994 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.6%，增速同比上升 0.7 个百分点；利润总额 322 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速同比上升 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。

图 1 中国药品流通行业销售总额情况



资料来源：商务部《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》

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

按销售渠道分类，2016 年对生产企业销售额 60 亿元，占销售总额的 0.3%；对批发企业销售额 7520 亿元，占销售总额的 40.9%，同比下降 0.9 个百分点；对终端销售额 10813 亿元，占销售总额的 58.8%，同比上升 0.6 个百分点。

其中，对医疗机构销售额 7673 亿元，占终端销售额的 71.0%；对零售终端和居民零售销售额 3141 亿元，占终端销售额的 29.0%。

从集中度看，2016 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 70.9%，同比上升 2.0 个百分点。随着各项医改政策的逐步落实，药品批发行业整合进一步加快。数据显示，在市场上占有一定规模的药品批发企业都在积极布局，努力提高其经营能力、运营能力和管理能力，向网络化、集约化和信息化目标不断迈进，有利于推进现代药品流通体系建设。

从各主要区域市场来看，华东、华北和中南（包含华南和华中）是最大的三个区域市场，销售额占到全国销售总额的 77.3%，与经济发达程度相适应，三个区域市场消费能力较强，高端医药消费集中，医药流通市场相对规范，医药终端回款天数相对较短。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2018 年 3 月底，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，公司已在神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药、体外诊断试剂等细分领域形成领导或领先地位。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”）生产的芬太尼系列、氢吗啡酮等产品为国家管制类药品，具有极强的专业性和较高的行业壁垒；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，生育调节药市场占有率位居

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42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等7个主要或独家产品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《国家基本药物目录》（2012年版）、316个品种纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2017年版）。研发方面，目前在研项目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，公司以“做医疗机构综合服务商”为目标，搭建区域性医药商业网络，向各级医疗机构提供药品器械、医疗设备、试剂耗材、健康产品、技术及管理服务。目前，公司已完成湖北省销售网络布局，形成“1家省级平台公司+24家地市级特色经营公司”的商业格局，全面覆盖湖北省内各级各类医疗卫生机构，并正在四川省、河南省等地推广复制该业务模式。

在国家工业和信息化部发布的“2016年度中国医药工业百强榜”中，公司位列第30位。

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，公司在公司治理、内控体系、管理制度等方面无重大变化。

2017年11月，公司原董事范晓玲女士因个人工作原因辞去公司第九届董事会及相应的董事会专门委员会委员职务。2018年5月8日，公司股东大会通过关于增补公司第九届董事会董事暨提名黄峰先生为公司第九届董事会候选人的议案，截至本报告出具日，公司共9名董事，其中包括董事长1名，独立董事3名。除此之外，公司管理层无变化。

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，细分行业包括医药制造和医药批发及相关业务（医药流通）。公司产品线丰富，涵盖了化学药品制剂、化学原料药、中药、生物制剂和其他医药健康产品；治疗领域上涵盖了神经系统用药、生育调节药、生物制品、维吾尔民族药和诊断试剂多个领域。

表3 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2015年			2016年			2017年			2018年1-3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
医药制造业	39.56	39.65	69.88	54.40	44.29	66.38	67.99	44.14	65.03	21.80	49.25	63.46
医药批发及相关业务	59.08	59.22	13.56	67.39	54.87	12.81	84.22	54.69	16.71	22.29	50.36	18.99
其他	1.12	1.12	35.11	1.03	0.84	33.14	1.80	1.17	24.40	0.18	0.40	40.63
合计	99.76	100.00	36.13	122.81	100.00	37.81	154.01	100.00	38.13	44.27	100.00	40.98

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司加强下属医药制造和医药流通子公司之间在产品分销配送、医院学术推广与临床应用等方面的协同配合，主营业务收入实现快速增长。2017年，公司实现主营业务收入154.01亿元，同比增长25.41%。2017年，医药制造业实现营业收入67.99亿元，同比增长24.98%，占公司主营业务收入的44.14%；医药流通业务2017年实现收入84.22亿元，同比增长24.97%，占公司主营业务收入的54.69%。公司其他业务收入主要来自广州贝龙环保热力设备股份有限公司（以下简称“贝龙环保”），2017年该板块实现收入1.80亿元，对公司收入贡献很小。

毛利率方面，公司主业经营较为稳定，2017年，主营业务毛利率小幅提高，为38.13%。公司医药制造业务毛利率有所下滑，主要系成本上涨影响，2017年为65.03%；公司充分利用“两票制”、“零加成”等政策机遇，不断优化产品资源与客户结构，医药商业板块毛利率持续提升，2017年为16.71%，同比增加3.90个百分点。

2018年1~3月，由于销售规模的扩大，公司实现主营业务收入44.27亿元，同比增长33.28%，综合毛利率为40.98%。同期，公司医药制造业和医药商业的毛利率分别为63.46%和18.99%。

总体看，近年来公司医药工商业协同并举发展，收入规模实现较快增长，同时保持较好的盈利能力，总体经营情况良好。

2. 医药制造

医药制造方面，公司已进入的主要细分行业包括神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药、体外诊断试剂、生物制品等，近年来在美国仿制药行业取得快速进展并拓展全球两性健康业务。公司医药制造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。

表4 公司主要产品产量情况

治疗领域	产品名称	产量			
		2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按2ml:0.1mg折算）	3426.57	3301.53	4107.30	692.42
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按1ml:50ug折算）	3022.32	3027.29	4251.97	611.61
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按1mg折算）	1274.10	1197.89	1407.79	265.58
	咪达唑仑注射液（万支，按2ml:2mg折算）	842.47	1248.21	857.93	317.61
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	43.08	62.60	137.86	78.82
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	636.56	559.84	634.28	146.70
	黄体酮原料药（kg）	39779.50	41032.60	48735.86	12436.85
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	--	164.57	148.30	11.15
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	--	17.50	24.00	4.32

资料来源：公司提供

表 5 公司主要产品销量及价格情况

治疗领域	产品名称	销量				售价（单位：元）			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	3822.29	3667.90	3757.09	763.62	29.78	28.49	28.50	28.42
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	2852.80	3003.83	3504.44	1171.12	346.72	345.70	345.55	345.03
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1088.86	1155.12	1328.39	452.82	381.95	382.87	381.93	381.77
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	761.35	897.70	1094.30	329.18	44.59	61.25	61.71	62.73
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	36.49	59.81	103.57	43.98	548.72	548.72	548.72	548.72
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	631.88	566.95	621.46	140.78	16.90	16.95	17.00	17.30
	黄体酮原料药（kg）	39615.35	41497.31	43654.17	11473.84	21.27	20.54	16.81	18.86
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	--	168.86	142.53	18.14	--	1.54	1.46	1.36
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	--	15.28	25.44	4.57	--	223.48	217.32	204.33

资料来源：公司提供

注：因产品的品规不同，上表中的销量为不同品规折算后的数值，售价为均价。

（1）生产经营

神经系统用药

公司神经系统用药的研发、生产与销售主要依托控股子公司宜昌人福、武汉人福、Epic Pharma 等，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，宜昌人福在国内处于领先地位。

表 6 神经系统用药生产主体主要产品情况

子公司名称	主要产品
-------	------

宜昌人福	芬太尼系列、咪达唑仑注射液、盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液等麻醉、镇痛类神经系统用药
武汉人福	奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液等治疗抗癫痫、治抑郁症，心脑血管缺血症等中枢神经领域用药
Epic Pharma	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，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。

资料来源：公司提供

从生产能力看，截至 2018 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，现建有开发区园区、远安园区、生物产业园区三大生产基地。除麻醉类药品外，宜昌人福还生产瑞丁、瑞尼、福必安、泰瑞特、普复舒、倍泰、术能等名牌产品。截至 2017 年底，宜昌人福资产总额 303346.82 万元，净资产 233076.62 万元；2017 年实现营业收入 255956.88 万元，同比增长 14.18%，净利润 62342.80 万元，同比增长 13.61%。

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 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 2017 年底，武汉人福资产总额为 50475.72 万元，净资产 38039.46 万元；2017 年实现营业收入 41670.73 万元，同比增长 40.33%，净利润 5380.30 万元，同比增长 7.04%。

近年来，公司麻醉药品继续保持行业领先地位，且多科室拓展效益显现，神经系统用药的产销量整体呈增长态势。2017 年，公司盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡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，麻醉药品销售均实现不同程度的增长，其中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 21.90% 和 73.17%。2017 年，公司神经系统用药销售收入为 279679.71 万元，其中 2017 年非手术科室推广业务销售收入较上年同期增幅超过 90%。

2018 年 1~3 月，由于宜昌人福在稳定提高麻醉药产品的产量的基础上，对于同类产品众多、市场竞争激烈的一般类麻醉药品控制产

量，降低库存，所以枸橼酸芬太尼注射液的产销量分别同比下降 29.37% 和 29.79%，其余主要神经系统用药产销规模呈现不同程度的增长。同期公司神经系统用药实现收入 9.64 亿元，同比增长 35.77%。

生育调节药

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进行。葛店人福（公司持有其 81.07% 股权）注册资本 1.28 亿元，是专业从事生育调节药物和甾体激素类原料药及制剂的研发、生产与销售的国家重点高新技术企业，主要产品为米非司酮片（胶囊）、米索前列醇片、左炔诺孕酮胶囊、非那雄胺、醋酸环丙孕酮、布地奈德、黄体酮等。葛店人福拥有占地 120 余亩的工业园区，建筑面积 12000 平方米，拥有 3000 多平方米的综合试验楼，全部车间和生产线均已通过了国家 GMP 认证及 ISO14001（环境管理体系）认证，部分原料药已通过 COS（欧洲药典适应性证书）认证。截至 2017 年底，葛店人福资产总额 79862.24 万元，净资产 26851.91 万元；2017 年实现营业收入 42288.56 万元，同比增长 12.63%，净利润 4549.19 万元，同比增长 30.85%。

近年来，葛店人福积极调整营销模式和产品结构，黄体酮原料药的产销量均呈增长趋势，其中 2017 年产销量分别同比增长 18.77% 和 5.20%，2017 年黄体酮原料药售价下降主要系市场价格普遍下降所致；米非司酮制剂的产销量 2017 年出现回升，分别同比增长 13.30% 和 9.61%。2017 年，公司生育调节药销售收入为 41986.11 万元。

2018 年 1~3 月，黄体酮原料药的产销规模进一步提升，分别同比增长 78.64% 和 99.06%；公司生育调节药实现销售收入 10679.54 万元。

维吾尔民族药

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 个国药准字号产品文号，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 2017 年底，新疆维药资产总额 43095.31 万元，净资产 22537.18 万元；2017 年实现营业收入 37152.49 万元，同比增长 8.95%，实现净利润 3944.29 万元，同比增长 4.32%。

2017 年，公司维吾尔民族药销售收入为 37152.49 万元。

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进行，主要产品为人血白蛋白等血液制品。2017 年公司出售中原瑞德 80% 股权，中原瑞德自 2017 年 8 月不再纳入公司合并报表范围，2017 年 1~7 月中原瑞德实现营业收入 19102.00 万元，实现净利润 6021.55 万元。

2017 年，公司生物制品销售收入为 18995.52 万元。

海外业务

近年来，公司坚持实施国际化战略，加快推进海外药品研发注册和商业渠道拓展。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，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。

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，2017 年 Epic Pharma 积极维护熊去氧胆酸胶囊等产品市场份额，加大研发投入，实现营业收入 77421.50 万元，实现净利润 21091.37 万元。

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。公司将继续加大 ANDA 产品的开发力度，持续优化产品结构，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。

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%（2017 年 5 月增资收购剩余 25% 股权，达到 100% 控股）的股权，进入抗生素领域。三峡制药主要产品有硫酸新霉素等。

（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。总体看，公司主要原材料供应充足。

公司重点原材料的采购和供应主要通过各控股子公司进行，各控股子公司拥有独立的采购系统，分别设立了相应的部门负责此项业务。从采购模式看，公司对大宗原材料采购采用招标采购模式进行，生产供应部依据《物资供应管理暂行办法》程序负责实施采购。由于公司所生产药品主要是国家监管类医药，医药供应

商必须具有《药品包装生产许可证》资质才能成为公司定点供应商。生产供应部依据生产销售计划编制物资采购计划，通过比质、动态平衡来确定原料的采购价格、订单跟踪，由品质管理部检验合格后入库。从采购集中度来看，前五名供应商采购额 187379.66 万元，占年度采购总额 16.85%，集中度一般。

(3) 产品销售

从营销模式看，公司采取专业学术推广、专业招商及普药助销三位一体的模式。专业学术推广是公司麻醉药品营销的主要方式，同时也支持其他药品销售。由于国家对麻醉药品的严格监管，药品需在医生指导下方能使用，因此医院是公司的销售终端。虽然公司麻醉药品主要通过国家指定的第三方医药销售公司（目前国内仅有三家）销售给全国各大医院，但该类医药销售公司在药品销售过程中仅起配送作用，不会对药品销售产生实质性影响。公司采用专业学术推广的营销模式，通过营销人员与各地医生直接的信息交流，并组织多层次的现场产品推广会和权威学术交流会议，提高公司医药产品的知名度和医生的认可度。销售过程中，学术推广营销人员既不接触药品，也不接触货款。公司通过全国性的营销网络建设，动态把握市场需求的最新信息，对销售终端具有较强的影响力。目前公司麻醉药品已全面覆盖县级医疗机构，并正在向乡镇拓展。武汉人福的基因药品（如小牛血去蛋白提取物注射液等）、新疆维药的特色维药（如通滞苏润江胶囊）均采取专业招商代理模式，各区域营销外包，由公司进行学术支持。另外，随着公司普药生产规模的扩大、药品类型的增长，公司也建立了普药销售部门，采取分销和直销结合的方式销售。

表 7 2017 年公司销售收入分地区情况
(单位: 亿元、%)

地区		收入	占比
国内	东北	1.12	88.05
	华北	30.15	

	华中	69.12	
	华东	16.32	
	西北	3.26	
	西南	11.77	
	华南	3.88	
海外		18.40	11.95

资料来源：公司提供

销售结算方面，公司一般给予医院 6~8 个月账期，给予商业公司 3~6 个月账期，通常以电汇、承兑等方式结算。

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；2017 年公司收购 Ansell Ltd. 全球两性健康业务，导致海外收入规模增幅较大。

从销售集中度来看，前五名客户销售额 361869.10 万元，占年度销售总额 23.43%，集中度一般。

总体看，公司主要产品市场占有率高，产销量稳定，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

公司以省为单位，搭建区域性医药商业网络。公司下属各医药商业子公司可分为省级公司和市级公司两个层级，省级公司为管理及采购平台，市级公司负责完善终端销售网络，承接省级公司业务，实现统购分销，向各级医疗机构提供药品器械、医疗设备、试剂耗材、健康产品、技术及管理服务。公司按区域分配销售人员，为上游药品生产企业提供医药物流和货款结算业务，为下游医疗机构提供医药产品供应和服务。

为实现医药产业工商有效互动，近年来公司不断加快医药商业的发展。公司于 2013 年完成恩施、宜昌、十堰、襄阳、荆州、武汉等地的工业企业地区经理和商业公司各医院业务经理对接，基本实现自营产品在湖北省地市均有委托医药商业公司配送；同时医药商业公司积

极协助工业企业开发医院和勾标，全力支持公司大产品进院，提高了人福医药工业产品在湖北省医院的覆盖率，工业和商业的配合越来越紧密，实现了资源共享。人福湖北（公司持股100%）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”）为公司医药流通业务核心企业。

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，截至2018年3月底，注册资金10亿元。近年来，人福湖北与武汉市内的人福诺生、人福康诚、人福益民等共同组成人福医药商业大平台企业，其中人福诺生已成为湖北省内高端进口药品经营企业。经过快速发展，目前人福湖北上游客户600余家，经营品种齐全、产品线重点突出，能够满足广大医院客户临床用药需求。人福湖北与湖北省内卫生部直属大型医院及三级甲等医院保持长期友好合作关系，并积极拓展省内二级甲等医院市场，与省内900余家乡镇卫生院、社区医院等基层医疗卫生机构建立了紧密的业务合作关系，公司业务中有80%以上终端客户为医院。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24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2017年底，人福湖北资产总额455668.70万元，所有者权益79160.91万元；2017年实现营业收入468061.09万元，同比增长33.45%；实现净利润9444.62万元，同比增长44.49%。

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“人福四

川”，前身为成都万隆亿康医药有限公司）70%股权。2017年以来，人福四川逐步展开并购活动，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，实现覆盖四川省内17个地市区域的商业终端布局，公司第二个省级医药商业网络平台初具规模。

北京医疗是罗氏诊断产品（上海）有限公司体外诊断产品在全国最大的经销商，同时自2010年起成为思达高诊断技术（北京）有限公司血凝产品的北京地区经销商。北京医疗经销的主要产品包括上海罗氏的生化免疫诊断产品、分子诊断产品、应用科学系列产品和组织病理系列产品，以及思达高的血凝系列产品。截至2017年底，北京医疗资产总额118560.74万元，所有者权益92489.08万元；2017年实现营业收入115725.00万元，同比增长15.14%，实现净利润23067.18万元，同比增长8.71%。

从销售模式来看，公司医药流通板块的销售终端主要是依靠医院纯销，其次是商业调拨及药店零售方面。2017年，医院纯销占医药流通收入比重为87.24%，商业调拨占11.56%，是医院纯销的有效补充；药店零售仅占1.20%，比重较小。

公司与下游客户的结算方式有支票、银行承兑汇票和商业承兑汇票等。其中票据结算方式占比约为30%。公司根据不同的客户制定不同的信用政策，目前综合平均账期约为3个月；其中医院客户平均账期6~8个月，商业分销客户平均账期3个月，零售客户平均账期1个月，处于行业平均水平。

总体看，随着公司医药流通板块资源的整合，工商互动的效果逐步显现，医药流通业务在湖北地区市场占有率较高。

4. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数小幅波动，存货周转次数和总资产周转次数持续

小幅下降，三年平均值分别为 2.87 次、4.08 次、0.57 次，2017 年分别为 2.85 次、3.95 次、0.50 次。总体看，公司存货流动性一般、资产利用效率良好，生产经营的组织管理能力比较稳定。

5. 未来发展

公司坚持“做医药健康领域细分市场领导者”的发展战略，秉承“创新、整合、国际化”的发展思路，以研发创新为先导，积极拓展国内外市场，走内涵式增长与外延式扩张并重的发展道路，力争在“十三五”末实现年销售收入超过 300 亿元，成为国际化的一流医药企业集团。

在建工程方面，截至 2018 年 3 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，总投资 8.49 亿元，已完成投资 6.16 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 2018 年 3 月底，该项目已投资 4.91 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，存在并购需求，公司未来仍存在一定融资压力。

表 8 公司在建及拟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 2018 年 3 月底投资额	2018 年 4-12 月投资计划	2019 年计划投资	2020 年计划投资
	自筹	贷款					
钟祥市人民医院新院区建设项目	20000.00	34900.00	54900.00	49103.99	5796.01	--	--
喜吉包装厂项目	30000.00	--	30000.00	12511.58	17488.42	--	--
合计	50000.00	34900.00	84900.00	61615.57	23284.43	--	--

资料来源：公司提供

九、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 6765240 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 2018 年 3 月底，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）。Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务由海外两性健康业务及国内的武汉杰士邦卫生用品有限公司²（以下简称“杰士邦公司”，Ansell Ltd. 控股子公司）组成。

国内杰士邦公司部分，公司以 1.2 亿美元

²公司原持有杰士邦公司 80% 的股权，于 2006 年以 1.37 亿元人民币向 Ansell Ltd. 出让杰士邦公司 70% 的股权，2009 年以 0.25 亿元再次向其出让 5% 的股权，本次收购前，公司持有杰士邦公司 5.00% 股权，作为长期股权投资核算。

收购杰士邦公司 54% 的股权，从而达到 59% 控股，CITIC Capital Cupid Investment Limited 以 0.8 亿美元收购杰士邦公司 36% 的股权；海外两性健康业务部分，由公司全资子公司 RFSW Investment Pte. Ltd.（以下简称“人福新加坡”）与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 共同设立 Lifestyles Healthcare Pte. Ltd.（以下简称“乐福思健康集团”，原名：RFSW Management Pte. Ltd.，人福新加坡持股比例 60%），由乐福思健康集团以 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）收购海外两性健康业务部分。截至 2017 年 10 月 10 日，公司与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 已支付全部股权转让款，所有交易标的已完成交割。

2017 年 10 月，公司将持有的杰士邦公司 59% 的股权作价人民币 8.054 亿元增资到人福新加坡。2017 年 12 月，人福新加坡将持有的杰士邦公司 59% 的股权增资到乐福思健康集团。经过上述股权变更，公司全资子公司人福新加坡持有乐福思健康集团 76.33% 的股权，乐福思健康集团持有杰士邦公司 59% 的股权及海外两性健康业务，从而持有原 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务。乐福思健康集团对该项目全部投资额为 40.39 亿元。

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 年底，杰士邦公司资产总额为 3.94 亿元，净资产为 2.24 亿元，2017 年 9~12 月营业收入为 2.06 亿元，净利润为 0.49 亿元。

2017 年 9~12 月，海外两性健康业务营业收入为 3.16 亿元，净利润为 0.03 亿元（海外两性健康业务销售净利率较国内杰士邦低主要系支付并购费用、承贷并购贷款及摊销增值资产所致）。

截至 2017 年底，乐福思健康集团资产总额为 47.19 亿元，净资产为 26.02 亿元，2017 年 9~

12 月营业收入为 5.22 亿元，净利润为 -0.33 亿元。（亏损原因为该公司于 2017 年 9 月纳入公司合并报表范围，两性健康业务实现收益 3595.67 万元，由于当期支付并购费用、业务整合投入增加以及可辨认资产重估增值导致的折旧摊销费用增加，9~12 月实现净利润 -3327.87 万元。）

公司此次收购包括杰士邦公司在内的 Ansell Ltd. 全球包括安全套在内的两性健康业务，可以实现公司在两性健康领域的领导或领先地位，有利于进一步增强公司的核心竞争力和综合实力。

3. 收购 RiteDose Holdings I, Inc.

2017 年 6 月，公司全资子公司 Humanwell Healthcare USA, LLC（以下简称“人福美国”）与 BLUE RIDGE HOLDING (CAYMAN) LIMITED（以下简称“BLUE RIDGE”）在美国共同投资，参股 AGIC-HUMANWELL BLUE RIDGE (US) LIMITED（以下简称“汉德人福”），再由汉德人福以 6.05 亿美元收购 RiteDose Holdings I, Inc.（简称“RiteDose”）100% 股权（无业绩承诺，并购资金来源于汉德人福的注册资本金以及由汉德人福申请办理的并购贷款）。

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（作为长期股权投资核算），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。该项目公司全部投资额为 6.41 亿元。

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。目前在国内市场，BFS 技术的发展尚处于初期，与国外企业相比在成

熟度以及安全性上尚有较大差距，部分核心技术环节也存在空白。

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 年销售额为 1.05 亿美元，息税折旧及摊销前利润为 0.44 亿美元。2017 年 9~12 月投资期间 RiteDose 销售额为 0.32 亿美元，息税折旧及摊销前利润为 -0.02 亿美元。

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，有利于公司充分利用美国的市场、技术和资源等优势，增强公司的盈利能力和核心竞争能力。

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 18.79 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（处置价款与处置投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额的差额为 -1.10 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，工商变更登记已于 2017 年 12 月 12 日完成，普诺丁不再纳入公司合并报表范围。京源科技已于 2018 年 4 月 23 日支付股权转让款 3000 万元，根据协议约定京源科技将在 2018 年 6 月 12 日之前支付剩余 14150 万元股权款。

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。

十、财务分析

公司提供的 2017 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 2018 年一季度财务数据未经审计。

从财务报表合并范围看，2017 年公司纳入合并报表子公司 171 家，较上年底增加 39 家，其中新纳入合并范围子公司 55 家，处置子公司

16家。截至2018年3月底，公司纳入合并范围的子公司共176家，较2017年底增加5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2017年底，公司合并资产总额为354.06亿元，所有者权益为166.06亿元（其中少数股东权益30.83亿元）；2017年，公司实现营业收入154.46亿元，利润总额29.47亿元。

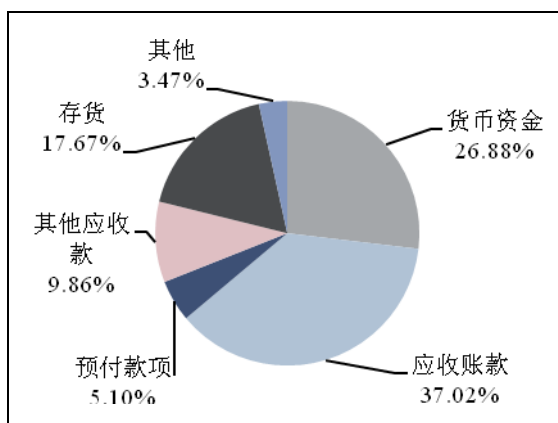
截至2018年3月底，公司合并资产总额为367.40亿元，所有者权益为168.77亿元（其中少数股东权益32.05亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入44.38亿元，利润总额3.77亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续扩大。截至2017年底，公司合并资产总额354.06亿元，同比增长33.97%；其中流动资产占42.23%，非流动资产占57.77%，公司资产以非流动资产为主。

截至2017年底，公司流动资产合计149.53亿元，同比增长28.83%，主要由货币资金、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：根据公司财务报表整理

截至2017年底，公司货币资金40.20亿元，同比增长25.27%，以银行存款（占89.45%）为主。截至2017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4.13亿元，公司可支配货币资金占比较高，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21.03%。截至2017年底，公司应收账款账面价值同比增长21.79%至55.35亿元。公司共计提坏账准备2.13亿元，计提比例3.71%。从账龄看，账龄在1年以内的占93.44%，1~2年的占4.39%，2~3年的占1.08%，3年以上的占1.10%，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，前五名应收账款期末余额合计占应收账款总额的17.47%，集中度一般。

截至2017年底，公司其他应收款14.74亿元，同比大幅增长106.29%，主要系系处置三峡普诺丁、建德医药、湖北食品、绿之源、人福长江等公司股权所致。公司其他应收款主要由往来款（占81.86%）、备用金和保证金构成，公司计提其他应收款坏账准备0.94亿元，计提比例6.02%。从账龄看，账龄在1年以内的占74.06%，1~2年的占16.06%，2~3年的占4.78%，3年及以上的占5.10%。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40.86%，集中度高。

表9 其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占其他应收款期末余额合计数的比例	是否为关联方
京山京源科技投资有限公司	1.72	10.93	
湖北武环建设有限公司	1.52	9.69	
宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司	1.35	8.62	
陕西常青藤置业有限公司	1.20	7.65	
绿之源健康产业（湖北）有限公司	0.62	3.97	
合计	6.41	40.86	--

资料来源：公司财务报表

截至2017年底，公司存货账面价值26.43亿元，同比增长20.28%，主要由原材料及包装物（占19.07%）、在产品（占11.75%）和产成

品及库存商品（占 68.47%）构成，其中库存商品主要为医药产品和其他业务产品。2017 年，公司共计提存货跌价准备 0.31 亿元，计提比例为 1.17%，计提比例低。

截至 2017 年底，公司非流动资产共计 204.54 亿元，同比增长 38.00%，主要由长期股权投资（占 15.54%）、固定资产（占 20.45%）、无形资产（占 14.96%）和商誉（占 31.66%）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 2017 年底，公司可供出售金融资产 4.14 亿元，同比下降 1.62%，主要由武汉农村商业银行股份有限公司 1.98% 的股权 2.60 亿元及上海健益兴禾投资管理中心（有限合伙）12.50% 的股权 0.43 亿元构成。

截至 2017 年底，公司长期应收款余额 5.94 亿元，同比增长 35.42%，主要系医院保证金增加至 4.98 亿元所致。医院保证金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，向医院支付的保证金，公司将合作期限一年以上的保证金计入该科目核算。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 31.79 亿元，同比大幅增长 136.91%；主要系①公司出资 6.41 亿元持有汉德人福 24.63% 的股权；②出资 3.90 亿元持有中煤科工金融租赁股份有限公司 39.80% 的股权；③出资 3.05 亿元收购上海天阖投资合伙企业（有限合伙）100% 份额，从而间接增持天风证券股份有限公司³2.18% 的股权；④出售原全资子公司中原瑞德 80% 的股权，剩余 20% 股权按照丧失控制权日的公允价值重新计量剩余股权产生利得 2.74 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 54.20 亿元，累计折旧 12.36 亿元，减值准备 137.57 万元，账面价值 41.83 亿元，同比下降

10.92%，主要系处置中原瑞德及 4 个浆站、普诺丁、绿之源健康产业（湖北）有限公司、人福湖北食品产业有限公司、建德市医药药材有限公司所致，上述处置资产合计 4.43 亿元。公司固定资产以房屋及建筑物（占 59.93%）和机器设备（占 32.00%）为主要构成部分，其中，账面价值 4.97 亿元的房屋建筑物尚未办妥产权证。

截至 2017 年底，公司在建工程为 10.30 亿元，同比大幅增长 119.10%，主要系钟祥市人民医院新院区建设项目新增投入 2.37 亿元，武汉普克二期项目（属于在建工程中的人福医药神墩项目）新增投入 0.87 亿元，埃塞尔比亚建厂项目新增投入 0.59 亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产 30.59 亿元，同比大幅增长 77.33%，主要系公司因收购 Ansell Ltd. 全球两性健康业务，新增商标及品牌 8.94 亿元、客户关系 3.67 亿元所致。截至 2017 年底，公司无形资产主要由土地使用权（占 31.83%）、药品经营许可证（占 18.62%）、商标及品牌（占 29.21%）及客户关系（占 11.60%）组成。公司未对无形资产计提减值准备，存在一定减值风险。

截至 2017 年底，公司商誉为 64.75 亿元，同比增长 43.97%，主要系公司溢价收购 Ansell Ltd. 全球两性健康业务新增商誉 23.37 亿元所致。2017 年，公司新增计提商誉减值准备 0.52 亿元，主要系计提减值的三个被投资单位近年来持续亏损，其预计可回收金额低于投资成本，存在减值迹象。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 10.50 亿元，主要由预付股权款 7.38 亿元和预付土地款及其他 2.16 亿元构成，其中，预付股权款系公司 2016 年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

³ 公司持有天风证券股份有限公司 13.40% 股权（其中直接持股 11.22%，间接持股 2.18%），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。天风证券首次公开发行股票申请于 2018 年 5 月 3 日获得中国证监会审核通过，发行后，公司持股比例合计 11.39%（其中直接持股 9.54%，间接持股 1.85%），持股数量不变，合计 62484.45 万股。天风证券不存在控股股东及实际控制人。

露所致。2017年，新增预付土地款及其他2.16亿元，主要包括宜昌人福药业有限责任公司预付远安生产基地土地款6194.33万元，及宜昌三峡制药有限公司土地拆迁补偿款1.54亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额为367.40亿元，较2017年底增长3.77%；其中流动资产占43.94%，非流动资产占56.06%，公司资产结构变动不大。截至2018年3月底，公司应收账款为62.31亿元，较上年底增加6.96亿元，主要系公司深入推进营销体系转型升级、加强质量管理和终端推广，一季度营业收入实现快速增长，按照账期管理的规定应收账款沉淀增加及公司合并报表范围增加所致；其他应收款19.15亿元，较2017年底增长29.89%，主要系公司预交地方税务局未来可退回的税款以及公司合并范围变化所致；受各子公司为满足业务增长需要增加备货以及公司合并报表范围增加影响，公司存货较上年底增加3.60亿元至30.03亿元。非流动资产方面，截至2018年3月底，公司在建工程12.69亿元，较上年底增长23.18%，主要来自钟祥市人民医院新院区建设项目新增投入2.38亿元。

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；非流动资产中无形资产及商誉合计占比较高，存在一定减值风险，考虑到长期股权投资和固定资产合计占比较大，公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至2017年底，公司负债合计188.00亿元，同比增长30.15%，主要系短期借款、其他应付款、其他流动负债和长期借款增加所致；其中流动负债占69.37%，非流动负债占30.63%，债务结构与2016年相比变化不大。

截至2017年底，公司流动负债130.42亿元，同比增长29.64%，主要由短期借款（占

33.17%）、应付账款（占15.41%）、其他应付款（占10.26%）和其他流动负债（占24.54%）组成。

截至2017年底，公司短期借款43.26亿元，同比增长34.03%，主要系公司为满足日常经营所需增加流动资金借款所致。其中质押借款占16.92%，抵押借款占2.04%，保证借款占65.04%，信用借款占15.99%，保证借款为最主要的借款方式。

截至2017年底，公司应付票据6.19亿元，同比下降18.49%；应付账款20.09亿元，同比增长8.61%。从账龄来看，截至2017年底，公司应付账款账龄在1年以内的占88.25%，账龄较短，较上年有所延长。

截至2017年底，公司其他应付款13.39亿元，同比大幅增长80.25%，主要系公司收取客户保证金增加、按照权责发生制计提的各项费用增加以及合并范围增加所致。截至2017年底，其他应付款主要由往来款（6.44亿元）和应付期间费用（4.86亿元）构成。

截至2017年底，公司其他流动负债32.00亿元，系公司于2017年5月发行的10亿元超短期融资券、2017年8月发行的12亿元超短期融资券和2017年9月发行的10亿元短期融资券。

截至2017年底，公司非流动负债57.58亿元，同比增长31.32%。其中，长期借款40.68亿元，同比增长35.99%，主要系为满足工程建设、股权并购而新增长期借款以及合并范围扩大所致，长期借款中质押借款占69.17%、抵押借款占11.09%、保证借款占10.77%、信用借款占8.97%；应付债券余额9.97亿元，系公司于2016年4月发行的“16人福债”10亿元。

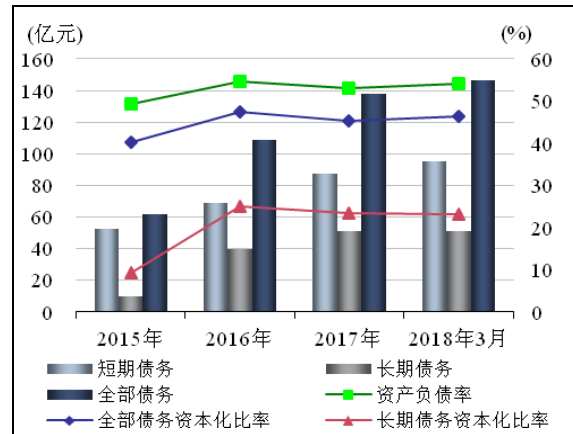
截至2018年3月底，公司负债合计198.64亿元，较2017年底增长5.66%。从结构来看，流动负债占71.03%，比重进一步提高。其中，公司短期借款为48.07亿元，较上年底增加4.81亿元；公司应付票据和应付账款分别为10.03亿元和22.54亿元，分别较上年底增加3.84亿

元和 2.45 亿元，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发生变化所致；其他应付款为 16.28 亿元，较上年底增长 21.61%，主要系公司收取客户保证金增加、应付收购股权款增加、按照权责发生制计提的各项费用增加以及合并范围增加所致。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务为 137.85 亿元，同比增长 26.92%，其中短期债务占 63.14%，长期债务占 36.86%。2017 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 53.10%、45.36%、23.43%，较上年底均有所下降。公司于 2016 年 7 月发行“16 人福 MTN001”永续中票 15 亿元，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；若将上述两期永续中票调整计入长期债务和全部债务核算，截至 2017 年底，公司全部债务为 157.79 亿元，同比增长 27.69%，其中短期债务占 55.16%，长期债务占 44.84%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 51.92%和 32.62%。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 146.51 亿元，较 2017 年底增长 6.28%，其中短期债务占 65.16%，长期债务占 34.84%。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 54.07%和 46.47%，长期债务资本化比率小幅下降至 23.22%。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 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 166.45 亿元，其中短期债务占 57.36%，长期债务占 42.64%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 52.79%和 32.29%。

图 3 2015~2018 年 3 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，公司负债规模有所增长，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 2017 年底，公司所有者权益 166.06 亿元（含少数股东权益 30.83 亿元），同比增长 38.59%，主要来自其他权益工具、资本公积金、未分配利润和少数股东权益的增长，其中股本占 8.15%，资本公积占 29.75%，其他权益工具占 12.01%，未分配利润占 29.47%。

2017 年 8 月，经中国证监会批准，公司非公开发行普通股股票 67655240.00 股，每股发行价格 17.65 元，公司股本增至 1353704302.00 股，增加资本公积 10.95 亿元。

截至 2017 年底，公司其他权益工具增至 19.94 亿元，主要系 2017 年 4 月公司发行“17 人福 MTN001”永续债 5 亿元，期限为 3+N 年。同期，公司未分配利润 48.94 亿元，同比增长 54.95%；受合并范围增加影响，少数股东权益 30.83 亿元，同比增长 58.79%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 168.77 亿元（含少数股东权益 32.05 亿元），较 2017 年底增长 1.63%，主要来自利润积累。

总体看，跟踪期内公司发行股票及债券，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

2017年，公司实现营业收入154.46亿元，同比增长25.26%，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37.16%，同比增加1.19个百分点。

随着公司业务规模的扩大及人工费用、利息支出等的增加，2017年，公司期间费用合计46.60亿元，同比增长38.23%；受两票制的影响，公司强队伍建设、市场准入、渠道拓展、终端推广等工作，市场推广及广告宣传费大幅上升，销售费用增至26.06亿元，同比增长40.47%；管理费用14.86亿元，同比增长25.35%，主要系研发费用投入增加，两性健康产业并购项目中介费用计入该科目及合并报表范围增加所致；财务费用5.68亿元，同比增长71.91%，主要系公司有息债务利率上升及借款总额增加所致。

2017年，公司实现投资收益19.45亿元，同比增加17.06亿元，主要系公司出售中原瑞德80%的股权产生处置收益18.79亿元及剩余20%股权按公允价值重新计量产生的利得2.74亿元。同期，公司其他收益1.31亿元，主要由与公司日常活动相关的政府补助0.86亿元构成。

2017年，公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为5.59亿元，同比下降1.00%。

从盈利指标看，2017年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为9.43%和13.96%，分别同比增加3.10个百分点和4.95个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入44.38亿元，同比增长33.28%；营业利润率为40.25%，较2017年提高3.09个百分点。随着有息债务增加及利率上升，公司财务费用同比增长72.09%，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，同比增长69.94%；2018年1~3月，公司期间费用占营业收入的比重为31.99%，较2017年提高1.82个百分点。同期，公司利润总额为3.77亿元，同比增长

10.56%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持稳定增长，期间费用增长对利润形成侵蚀，投资收益对当期利润贡献大，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比小幅下降，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，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年公司经营活动现金流入量为174.16亿元，同比增长27.27%；其中销售商品、提供劳务收到的现金168.00亿元，收到其他与经营活动有关的现金5.70亿元，主要系收到的往来款及政府补贴等。2017年公司现金收入比为108.77%，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173.78亿元，同比增长32.07%；其中购买商品、接受劳务支付的现金111.21亿元，支付其他与经营活动有关的现金37.34亿元，主要系支付的销售费用、管理费用、保证金押金和往来款。2017年公司经营活动现金流量净额为0.38亿元，同比下降92.75%。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入量为26.96亿元；其中处置子公司及其他营业单位收到的现金净额25.73亿元，主要系出售中原瑞德80%的股权收到的现金。2017年公司投资活动现金流出68.36亿元，主要系公司收购Ansell Ltd.下属全球两性健康业务及汉德人福24.36%的股权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，2017年公司投资活动现金流量净额为-41.39亿元。

筹资活动方面，由于永续中票、短期融资券和超短期融资券的发行，公司筹资活动现金流入量较去年有所增长，2017年为156.69亿元。

公司筹资活动产生的现金流出主要是偿还债务，2017年为106.01亿元。2017年，公司筹资活动现金净流量为50.68亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入量为45.55亿元，同比增长30.85%；经营活动现金流出量为50.35亿元，同比增长32.19%；公司经营活动产生的现金流量净额为-4.81亿元，较上年同期减少1.53亿元，主要系一季度缴纳的各项税费增加以及合并报表范围增加所致。2018年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额为-4.01亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为3.94亿元。同期，现金收入比为95.17%，较2017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，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为114.65%和94.39%。由于公司经营活动现金净流量大幅下降及流动负债快速增长，经营现金流动负债比大幅下降至0.29%。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率均小幅下降，分别为114.41%和93.13%。总体看，公司短期债务偿债能力适宜。

长期偿债能力方面，2017年，公司EBITDA为40.27亿元，同比增长85.98%，公司全部债务/EBITDA同比下降至3.42倍，EBITDA利息倍数同比增长至7.18倍。总体看，公司长期偿债指标受非经常性损益影响有所向好，跟踪期EBITDA对有息债务的保障能力强。

截至2018年3月底，公司共获得各家银行授信总额度为176.58亿元，尚未使用额度为78.47亿元，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2018年3月底，公司受限资产账面价值合计11.62亿元，其中受限货币资金6.25亿元、固定资产3.25亿元和无形资产0.99亿元。

截至2018年3月底，公司对外担保余额为9210万元，主要系公司2017年12月出售所持有的建德市医药药材有限公司（以下简称“建德医药”）70%的股权，公司为其提供的担保将持续至最后一笔担保到期日，即2019年11月30日，其中一笔4500万元的担保存在反担保措施。截至2017年底，建德医药经审计的资产总额2.62亿元，所有者权益1.77亿元，2017年实现营业收入3.55亿元，净利润1222.82万元。

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2018年4月10日，公司无未结清不良信贷记录；已结清信贷记录中有27笔关注类贷款、2笔关注类票据贴现记录和6笔欠息记录，根据相关银行出具的说明，以上关注类贷款和票据贴现在2009年12月之前发生，均已结清并无违约记录，5笔欠息均于2008年3月21日前结清，1笔欠息最近一次结清日期为2018年2月22日，根据银行出具的说明，欠息为系统原因未自动扣划利息产生；对外担保信息中有1.78亿元为关注类，该关注类金额为公司本部对三峡制药两笔项目贷款的担保，根据国家开发银行湖北省分行出具的说明，三峡制药本息偿还情况正常，信息披露及时，上述两笔项目贷款不属于高风险类项目。

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、存续债券偿还能力分析

公司一年内将到期的存续债券为“17人福CP001”和“18人福医药CP001”，发行规模合计20亿元。截至2018年3月底，公司剔除受限后现金类资产为35.68亿元，为一年内到期债券余额的1.78倍。

截至2018年3月底，公司存续债券余额为50亿元。2017年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA对存续债券的保障倍数分别为3.48倍、0.01倍和0.81倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强，经营活动现金流入量规模大，对存续债券的保障能力强。

表10 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

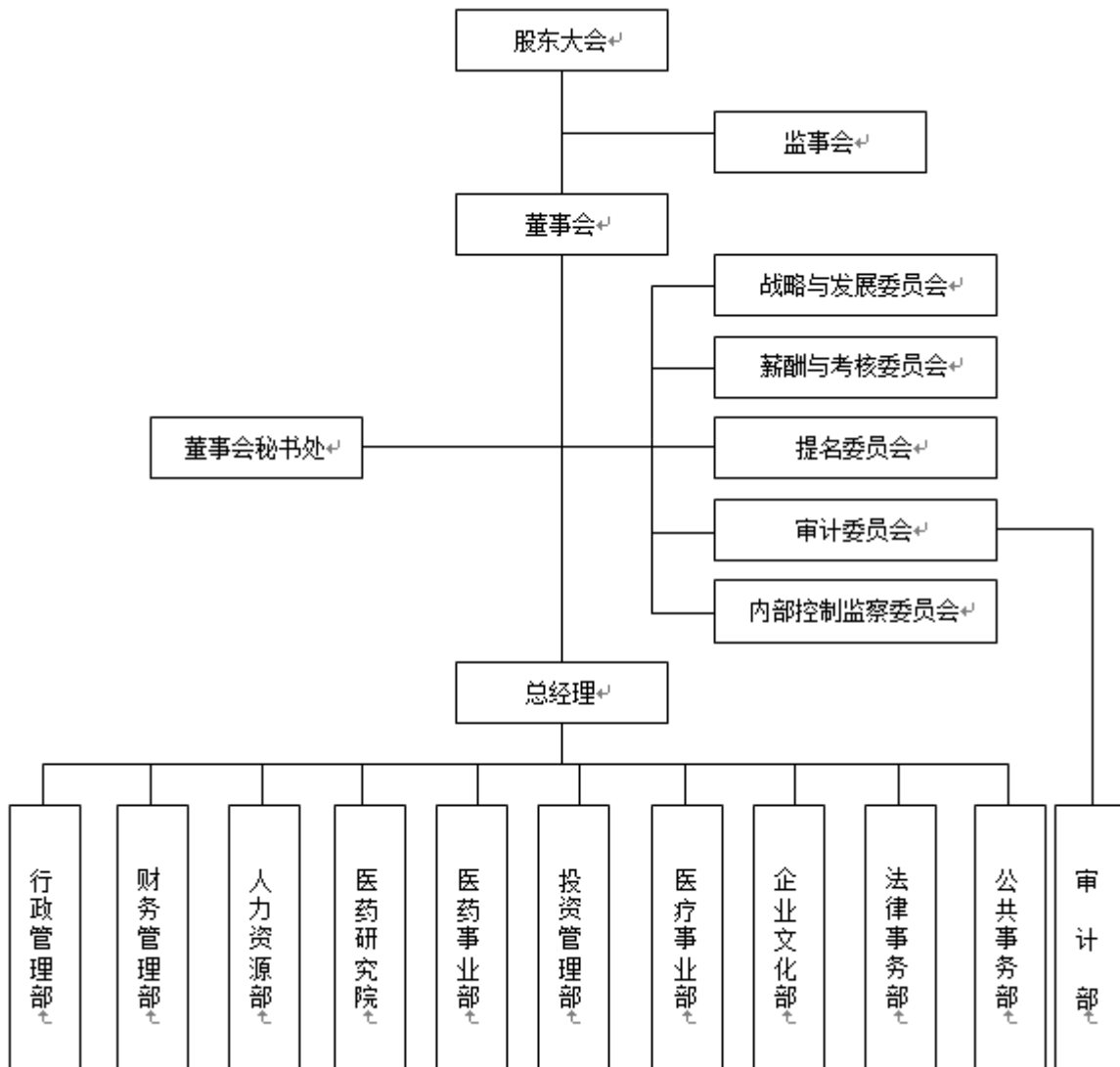
项目	2017年
一年内到期债券余额	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.78
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.48
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.01
EBITDA/应付债券余额	0.81

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⁺，评级展望为稳定，维持“16人福MTN001”和“17人福MTN001”的信用等级为AA⁺，维持“17人福CP001”和“18人福医药CP001”的信用等级为A-1。

附件 1-2 截至 2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.64	33.86	40.40	35.68
资产总额(亿元)	181.52	264.28	354.06	367.40
所有者权益(亿元)	91.82	119.83	166.06	168.77
短期债务(亿元)	52.28	68.54	87.04	95.47
长期债务(亿元)	9.51	40.08	50.81	51.04
全部债务(亿元)	61.79	108.62	137.85	146.51
营业收入(亿元)	100.54	123.31	154.46	44.38
利润总额(亿元)	10.72	13.65	29.47	3.77
EBITDA(亿元)	15.76	21.65	40.27	--
经营性净现金流(亿元)	3.11	5.26	0.38	-4.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.97	2.78	2.85	--
存货周转次数(次)	4.30	3.98	3.95	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.55	0.50	--
现金收入比(%)	104.55	106.24	108.77	95.17
营业利润率(%)	35.72	35.97	37.16	40.25
总资本收益率(%)	7.13	6.33	9.43	--
净资产收益率(%)	9.29	9.01	13.96	--
长期债务资本化比率(%)	9.39	25.06	23.43	23.22
全部债务资本化比率(%)	40.23	47.55	45.36	46.47
资产负债率(%)	49.42	54.66	53.10	54.07
流动比率(%)	131.30	115.37	114.65	114.41
速动比率(%)	107.05	93.53	94.39	93.13
经营现金流动负债比(%)	4.38	5.23	0.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.19	5.72	7.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.92	5.02	3.42	--

注: 1.公司 2018 年一季度财务数据未经审计; 2.现金类资产中已剔除受限货币资金; 3.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; 4.将应付债券中于一年内到期的中期票据调整至短期债务; 5.2016 年底、2017 年底及 2018 年 3 月底所有者权益中分别包含永续债 15 亿元、20 亿元和 20 亿元。

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	
总资产收益率	(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。

附件 4-4 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