

信用等级公告

联合〔2019〕2747号

武汉当代科技产业集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对武汉当代科技产业集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的2019年公司债券（第三期）进行综合分析和评估，确定：

**武汉当代科技产业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”**

武汉当代科技产业集团股份有限公司拟公开发行的2019年公司债券（第三期）信用等级为AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十二月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

武汉当代科技产业集团股份有限公司

2019 年公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
本期发行规模：基础配额 3.00 亿元，超额配售不超过 4.00 亿元（含）
本期债券期限：5 年（3+2）
还本付息方式：按年付息、到期还本
评级时间：2019 年 12 月 20 日
主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	527.81	789.68	905.30	973.13
所有者权益（亿元）	213.78	356.00	343.98	343.90
长期债务（亿元）	135.54	172.13	186.09	232.12
全部债务（亿元）	250.23	321.80	396.77	423.51
营业收入（亿元）	171.69	232.11	277.24	211.24
净利润（亿元）	15.82	26.98	-3.86	18.83
EBITDA（亿元）	35.05	54.37	34.94	--
经营性净现金流（亿元）	8.25	11.78	26.98	38.66
营业利润率（%）	32.20	32.97	35.33	36.74
净资产收益率（%）	8.57	9.47	-1.10	5.48
资产负债率（%）	59.50	54.92	62.00	64.66
全部债务资本化率（%）	53.93	47.48	53.56	55.19
流动比率（倍）	1.29	1.35	1.13	1.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.17	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.33	3.91	1.78	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.01	7.77	4.99	--

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 公司其他应付款、其他流动负债及长期应付款中的债务部分已纳入长短期债务进行计算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代集团”或“公司”）的评级反映了公司作为湖北省大型产业集团之一，在行业地位、经营规模、业务多元化、品牌知名度以及技术水平等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司医药业务经营状况良好，资产规模不断增长，收入稳步提升，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司业务涉及板块较多，管理难度较大，所处医药行业受政策影响较大，大额应收账款对运营资金占用显著，商誉规模较大且 2018 年因计提商誉减值导致亏损，债务规模增长较快且整体债务负担重，少数股东权益占比较高以及期间费用对利润侵蚀严重等因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司医保产品的逐步放量，归核化战略的实施以及文娱板块规模的扩大，公司综合实力有望得到进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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，新品种储备丰富；核心产品具有较高的客户认可度；在产品质量、核心产品市场竞争力以及产品产销率等方面保持良好水平。

3. 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, 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。

4. 公司资产和收入规模持续增长, 经营活动现金状况良好。

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, 对其运营资金占用显著; 期间费用对利润侵蚀严重, 利润对投资收益依赖度较高。

3. 公司有息负债及短期债务规模快速增长, 整体债务负担重, 集中偿付压力较大; 少数股东权益占比较高, 权益结构稳定性有待提高。

4. 公司近年来收购子公司较多, 产生的商誉规模很大。2018 年, 子公司人福医药计提大额商誉减值导致净利润出现大额亏损。若未来业务整合不到位或被并购标的经营业绩不及预期, 公司商誉存在进一步减值风险。

5. 公司医药及房地产业务未来尚需投资规模较大, 公司面临较大的资金支出压力。

分析师

叶维武

电话: 010-85172818

邮箱: yeww@unitedratings.com.cn

范 琴

电话: 010-85172818

邮箱: fanq@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

网址: www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代集团”或“公司”）原名武汉市洪山当代生化技术研究所，是经武汉市洪山区科学技术委员会洪科（88）84号批准成立的民办集体所有制企业。1992年8月10日，公司注册资本增加到340.00万元，经武汉市洪山区审计事务所出具了No008431号企业登记验资证明，公司名称变更为“武汉市当代科技发展总公司”。2001年2月21日，公司股东以货币资金出资增加注册资本至8,800.00万元，经湖北永信会计师事务所鄂永会字（2001）第016号验资报告验证；公司类型变更为有限责任制，公司名称变更为“武汉市当代科技发展有限公司”。2001年11月19日，公司工商登记机关变更为“武汉市东湖新技术开发区分局”，同时名称变更为“武汉当代科技投资有限公司”。2001年11月23日，经湖北省人民政府鄂政股函（2001）47号文件同意，对“武汉当代科技投资有限公司”进行股份制改造，公司类型变更为股份有限公司，改制后公司名称变更为“武汉当代科技投资股份有限公司”，并增加股本至1亿元，该事项经湖北大信会计师事务所鄂信验字（2001）第44号验资报告验证。2004年8月2日，公司名称变更为现名。后历经多次增资、定增、增资及转增后，截至2019年9月底，公司注册资本55.00亿元，其中武汉当代科技投资有限公司持股83.97%，为公司控制股东；自然人艾路明直接持有公司4.52%股权，并通过武汉当代乾源科技有限公司间接持有公司23.69%股权，合计持有28.21%股权，为公司的实际控制人（详见图1）。截至2019年11月8日，公司持有的3家上市公司股份质押比例较高，具体如表1所示。

图1 截至2019年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

表1 截至2019年11月8日公司持有上市公司股份之质押情况（单位：%）

证券代码	证券简称	公司持股质押比例
600136.SH	当代明诚	60.91
600079.SH	人福医药	79.97
002159.SZ	三特索道	63.89

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司经营范围为：对高科技产业的投资；对医药、文化、教育、体育及旅游产业的投资；对纺织业及采矿业的投资；企业管理咨询；生物、化工、化学、医学、计算机和软硬件技术咨询（国家有专项规定按其执行）；计算机和软硬件设备的销售；房地产开发；商品房销售；化工产品（不含危险品）、金属矿及非金属矿的销售；重油、润滑油、石油化工产品（化学危险品除外）的销售；燃料油（不含闪点在60度以下的燃料油）、沥青、混合芳烃的批发

零售：危化品（液化石油气（限作为工业原料用，不含城镇燃气）、汽油、柴油、煤油、甲醇汽油、甲醇、邻二甲苯、间二甲苯、对二甲苯、二甲苯异构体混合物、原油、石脑油、MTBE、石油醚、异辛烷）的票面经营（凭许可证在核定期限内经营）；货物进出口（不含国家禁止或限制进出口的货物）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年 9 月底，公司设有投资运管部、资金计划部和财务核算部等共 8 个部门（见附件 1）。截至 2018 年底，公司在职工 19,103 人；纳入合并范围一级子公司共计 20 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 905.30 亿元，负债合计 561.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益）343.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 96.04 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 277.24 亿元，净利润（含少数股东损益）-3.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.98 亿元，现金及现金等价物净增加额为-13.20 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 973.13 亿元，负债合计 629.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 343.90 亿元，归属于母公司的所有者权益 103.71 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 211.24 亿元，净利润（含少数股东损益）18.83 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 38.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.65 亿元。

公司注册地址：武汉市东湖新技术开发区光谷大道 116 号。法定代表人：周汉生。

二、本期债券概况和募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“武汉当代科技产业集团股份有限公司 2019 年公开发行公司债券(第三期)”（以下简称“本期债券”），本期债券发行额度为基础配额 3.00 亿元，超额配售不超过 4.00 亿元（含 4.00 亿元）。每张票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券票面利率为固定利率，将根据簿记建档结果确定。本期债券采用单利按年计息的方式，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还有息负债。

三、行业分析

公司所属行业为医药行业，具体业务内容涉及医药工业和医药商业。

1. 医药工业

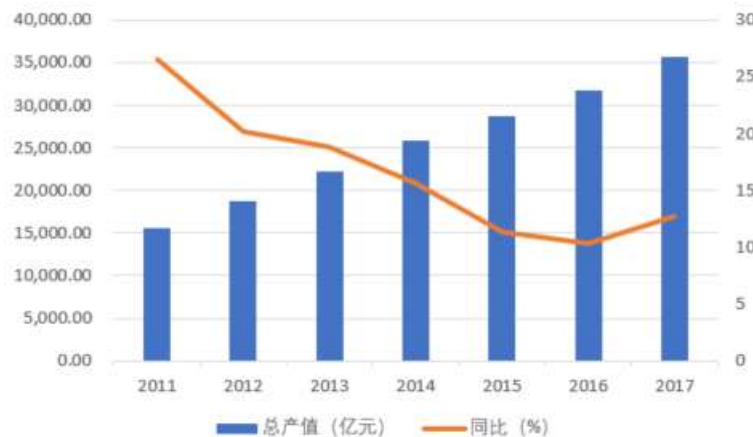
（1）行业概况

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七大子行业，分别为化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快

速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

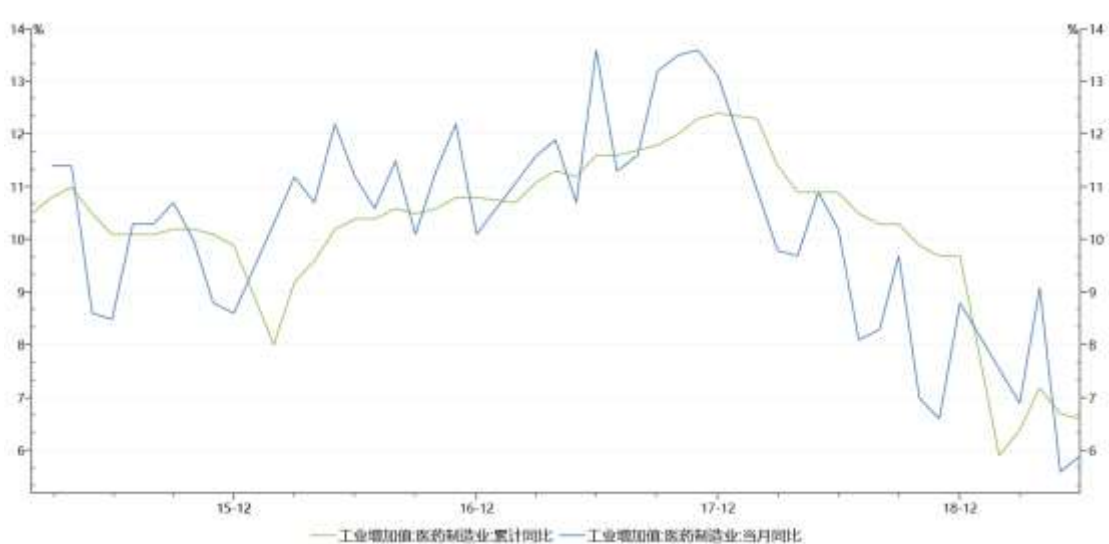
改革开放 30 年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药工业快速发展。医药工业总产值从 1978 年的 79 亿元增加到 2013 年的过 2 万亿元，2014 年超过 2.5 万亿元，30 多年增长超过 250 多倍。受进一步深化医疗改革及政府对药品价格等控制措施的影响，2016 年中国医药工业总产值 31,676 亿元，同比增长 10.7%，2017 年中国医药工业总产值 35,699 亿元，同比增长 12.7%，行业发展趋势回暖，中国医药工业总产值呈现平稳增长趋势。从工业增加值看，2016 年以来，医药工业增加值同比缓慢上升，2019 年开始回落。

图2 近年来中国医药工业总产值变化



资料来源：南方医药经济研究所

图3 近年来中国医药制造业工业增加值变化



资料来源：Wind

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。

（2）行业竞争

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2017 年底已接近 7,600 家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同

现象普遍，部分产品产能过剩。

总体看，目前我国医药生产企业众多，行业集中度较低，仍呈粗放型发展态势。

(3) 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表 2 2016 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2016 年 2 月	国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略
2016 年 2 月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明显改进）的优先审批，规定 17 种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2016 年 3 月	国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力
2016 年 4 月	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展
2016 年 6 月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争 2017 年末之前全国医疗费用增长幅度降到 10% 以下	未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓
2017 年 2 月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017 年 2 月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1,297 个，中成药部分 1,238 个（民族药 88 个）；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017 年 7 月	全国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国中医药法》	中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，坚持扶持与	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医药事业发展提

		规范并重, 加强对中医药的监管, 同时加大对中医药违法行为的处罚力度。	供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算, 并且打开医保大门, 有力推进中医药产业振兴; 将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理, 改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式; 提升中医药事业的市场化程度
2017年10月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出 36 条具体意见	继 2015 年 8 月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后, 又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
2018年4月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案, 鼓励仿制药研发, 为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等方面的支持	可视为仿制药改革的顶层文件, 最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代, 再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价, 鼓励具备条件的各类机构参与”

资料来源: 联合评级整理

总体看, 医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类, 品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

(4) 行业关注

研发能力不足

政策加速企业分化, 药品的研发周期长、风险高、投资大。中国医药行业研发起步较晚, 发展初期技术能力不足, 研发投入较少, 目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段, 仿制药比例高达 96%, 新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如此匮乏, 主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链, 产品重复申报情况突出, 导致企业同质化现象严重, 处于无序竞争状态, 企业利润空间有限, 难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例, 虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平, 但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。近年来, 中国医药研发取得了较快发展, 一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病, 市场对疗效好、价格优的新药提出了迫切需求; 另一方面, 中国新药研发环境显著改善, 研发领域的支持政策密集发布。2016 年中国医药研发投入 107 亿美元, 占同期全球医药研发投入总金额的 7.4%, 同比提高 0.9 个百分点。随着中国药企研发实力的提升和政府对仿制药监管的加强, 中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下, 同时受到研发人才限制的影响, 目前中国新药研发体系仍以高校和科研院所为主, 而西方发达国家的新药研发以企业为主。在研发竞争愈发激烈的大环境下, 近年来中国医药研发生产外包服务市场发展较快, 研发生产外包能够有效降低产品开发的成本, 提升公司研发效率。2015 年以来, 临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战, 在提高药品研发壁垒和质量的同时, 也促使行业更加规范化和集中化, 促进行业的优胜劣汰。

药品降价

2014 年起, 随着各省份基药招标开始, 全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。2014 年 11 月 25 日, 国家发改委下发《推进药品价格改革方案(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿

见稿”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿，从2015年1月1日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015年5月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格。2015年10月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等16个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

（5）未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

2. 医药流通

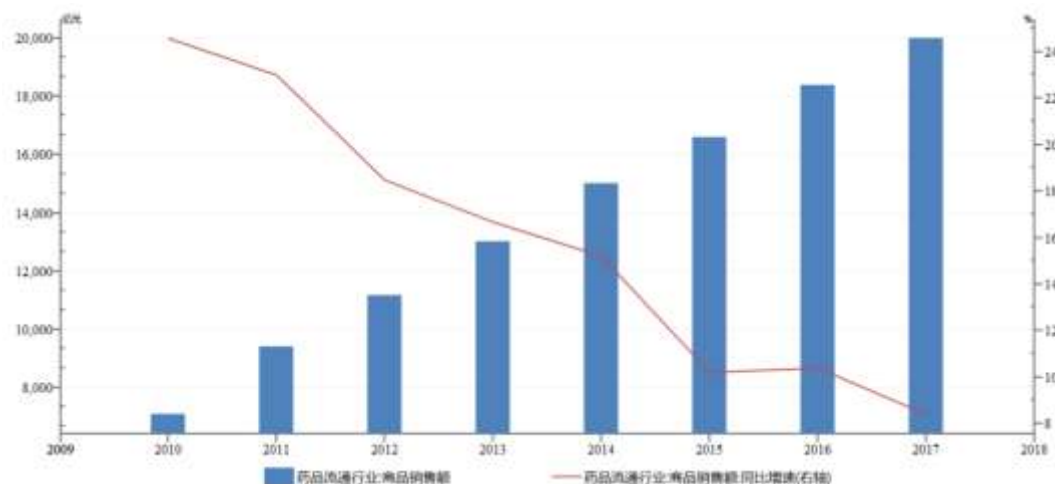
（1）行业概况

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的一项经营活动，主要是从上游企业采购货物后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。

改革开放以来，我国药品流通从计划分配体制转向市场化经营体制，行业获得了长足发展，药品流通领域的法律框架和监管体制基本建立，药品供应保障能力明显提升，多种所有制并存、多种经营方式互补、覆盖城乡的药品流通体系初步形成，医药商业市场规模持续扩大。

根据商务部公布的相关数据，2014—2017年，药品流通市场规模稳定增长，但增速放缓。2014年，全国七大类医药（主要是指药品、医疗器械、化学试剂、玻璃仪器、中成药、中药材及其他类）商品销售总额15,021亿元，同比增长15.2%，增速较上年下降1.5个百分点；2015年，全国七大类医药商品销售总额16,613亿元，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。2016年，全国七大类医药商品销售总额18,393亿元，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3,679亿元，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。2017年，全国七大类医药商品销售总额20,016亿元，扣除不可比因素同比增长8.40%，增速较上年下降2.0个百分点。医药商品销售额增幅持续回落，主要原因是在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平不断下降，医药流通企业的业务增长，但盈利能力受到挑战。

图 4 近年来全国七大类医药商品销售总额及同比变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，近几年，医药流通市场规模和收入持续增长，但受医药卫生体制综合改革政策影响，增幅持续回落。

（2）行业供给

医药流通行业上游为医药制造业，详见上文。

（3）经营模式

一般来说，医药流通包括医药代理和医药配送两大环节。从盈利模式看，目前，医药代理环节主要通过提供药品的投标、医院中标、药物使用的说明培训等增值服务并以药品交易差价的方式获取利润，医药配送环节主要通过提供配送服务获取利润。

医药代理方面，目前医药代理企业的业务模式可以分为纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）和批发两种。纯销业务中客户以医疗机构为主，该类业务毛利率受到药品采购价格、销售价格及增值服务成本影响，一般为 6%~8%，部分新特药产品毛利率水平远高于一般水平，纯销业务回款周期相对较长，一般在 3~6 个月以上，国有及国有控股大型医药流通企业以及一些专门经营医疗机构临床药品的医药流通企业主要采取这种模式；批发业务是指医药代理企业将药品直接分销给下游经销商，该类业务毛利率相对纯销业务较低，一般在 4% 以下，回款周期相对较短且库存周转速度快，但在“两票制”政策的影响下，预计未来批发模式的存在空间将会被大幅削减。

药品配送方面，2011 年以来，医药流通企业配送能力不断加强，2017 年全国医药物流直报企业（417 家）配送货值（无税销售额）11,402 亿元，配送客户数量逾 308 万家，共拥有 1,115 个物流中心，仓库面积约 1,065 万平方米。其中，基本药物本省配送额占 87.6%，对外省配送额占 12.4%。

总体看，医药流通行业业务模式主要包括代理和配送（细分为纯销和批发）两种模式，医药纯销客户以医疗机构为主且毛利率较高，但回款周期相对较长；医药流通行业配送能力不断增强。未来，在“两票制”影响下，采取纯销模式的医药流通企业将受益较多，具有更强的市场竞争力。

（4）行业需求

近年来，我国人口老龄化带动医药终端需求稳步增长。2017 年，我国 60 岁及以上老年人口升至 2.41 亿，占人口总数 17.3%，老年人医疗服务需求增长迫切；全国医疗卫生与计划生育总支出 14,600.00 亿元，增长 9.30%，拉动医药终端需求持续增加；医疗机构总诊疗人数达 81.8 亿人次。

从销售渠道看，医药流通企业 2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额 0.5%，同比上升 0.2%；对批发企业销售额 7,227 亿元，占 36.1%，同比下降 4.8%；对终端销售额 12,682 亿元，占 63.4%，同比上升 4.6%，其中，对医疗机构销售额 8,766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9%；对零售终端和居民零售销售额 3,916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9%。近几年，随着一系列医改政策实施，如集中采购招标、药占比不得超过收入 30.00%以及取消药品加成等，药品整体价格可能进一步降低，更多医药流通企业可能会开拓其他终端市场，如连锁药店、网上药店以及 KA 市场（一般指国内国外大型连锁超市、卖场），以医院为主要客户的医药流通企业销售收入可能受到影响。

同时，近年来医药电商发展呈爆发式增长，据商务部不完全统计，2017 年医药电商直报企业销售总额达 736 亿元（不含 A 证），占同期全国医药市场总规模的 3.7%。其中，B2B（企业对企业）业务销售额 693 亿元，占医药电商销售总额的 94.1%；B2C（企业对顾客）业务销售额 44 亿元，占医药电商销售总额的 5.9%。B2B 与 B2C 销售结构差异较为明显，B2B 业务主要集中在西药类（87.1%），而 B2C 业务主要为西药类（32.2%）、医疗器械类（24.1%）和其他类（28.3%）。

总体看，随着我国经济发展和人口老龄化进程的加快，我国医药流通市场前景广阔；药品销售主要以医院等终端销售为主，但随着一系列医改政策实施、医药电商快速发展，我国药品销售渠道未来可能会发生变革。

（5）行业竞争

医药流通企业可以分为全国性医药流通企业和地区性医药流通企业。全国性医药流通企业业务范围能够覆盖全国主要地区，但受药品省内集中采购、《药品经营质量管理规范认证证书》（以下简称“GSP”）以及药品时效性等因素的影响，目前全国性医药流通企业较少，仅有中国医药集团总公司、华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药”）及九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”）等少数几家；地区性医药流通企业业务范围一般局限于本省、本市或本县，企业数量较多，如华东地区的上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”）、南京医药股份有限公司（以下简称“南京医药”）、安徽华源医药股份有限公司（以下简称“安徽华源”）等。

从市场占有率来看，药品批发行业集中度进一步提高。2017 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.7%，同比下降 0.2 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点；30 家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 24.5%，同比下降 0.1 个百分点。随着“两票制”的实施，药品流通环节将得到压缩，“挂票”和“走票”的医药商业企业将被清洗，区域医疗资源不足的流通企业将被市场淘汰，行业集中度有望进一步提升，流通行业整合重组将是顺势所趋。

表 3 医药流通前 10 强企业主营业务收入情况（单位：万元）

序号	企业名称	主营业务收入
1	中国医药集团有限公司	32,143,897
2	华润医药商业集团有限公司	12,640,246
3	上海医药集团有限公司	12,178,594
4	九州通医药集团股份有限公司	7,372,645
5	广州医药有限公司	3,839,291
6	中国医药健康产业股份有限公司	3,010,396
7	华东医药股份有限公司	2,783,182
8	南京医药股份有限公司	2,738,438

9	康德乐股份（香港）有限公司	2,630,251
10	瑞康医药股份有限公司	2,325,287

资料来源：商务部，联合评级整理

从销售区域结构看，医药流通行业销售区域以经济发达、人口集中的地区为主。2017 年，全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为华东 37.3%、中南 24.8%、华北 16.3%、西南 12.7%、东北 4.6%和西北 4.3%。其中，华东、中南、华北三大区域销售额占到全国销售总额的 78.4%，同比上升 1.1%。三大经济区药品销售额占全国的比重分别为京津冀经济圈 13.9%、长江三角洲经济区 22.8%和珠江三角洲经济区 9.4%。各省市主要医药流通企业数量较少，华东地区主要医药流通企业包括上海医药、国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”）、南京医药以及安徽华源等，华北地区主要医药流通企业包括北京医药股份有限公司（以下简称“北医股份”）、国药集团药业股份有限公司（以下简称“国药股份”）及国药控股等。

表 4 国内医药流通企业市场格局

区域	省份及直辖市	主要流通企业
华东	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东	上海医药、国药控股、南京医药、华东医药股份有限公司、安徽华源
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	北医股份、国药股份、国药控股、天津医药集团太平医药有限公司
华南	广东、海南、广西	深圳一致药业股份有限公司、广州医药有限公司
华中	河南、湖北、湖南	九州通、长沙双鹤医药有限公司、国药控股
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏	重庆医药（集团）股份有限公司、重庆桐君阁股份有限公司、云南医药有限公司
东北	辽宁、吉林、黑龙江	哈药集团医药有限公司、国药控股
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	兰州医药（集团）有限公司、青海省医药有限责任公司

资料来源：中信证券研究报告

总体看，医药流通行业已形成少数大型全国性企业为龙头，众多地区性企业共同竞争的市场格局，未来随着医改政策继续深入实施，医药流通行业集中度可能进一步提高。

（6）行业政策及法律法规

行业政策

2015 年，国务院印发了《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发〔2015〕7 号）（以下简称“《意见》”），《意见》的基本思路是坚持以省为单位的网上药品集中采购的方向，鼓励医院与企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费，减少中间环节。

2016 年，国务院常务会议提出将全面推进公立医院药品集中采购，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”。2016 年，国务院印发了《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》（国发〔2016〕78 号），提出要深化药品流通体制改革，加快构建药品流通全国统一开放、竞争有序的市场格局，形成现代流通新体系，加快发展药品现代物流，鼓励区域药品配送城乡一体化。2016 年，商务部发布《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》，其指导思想是以建立现代药品流通体系为目标，以促进行业转型升级为主线，以流通信息化、标准化、集约化为方向，以改善行业发展环境为着力点，积极推进药品流通行业供给侧结构性改革。《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》和《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》提出提升医药流通行业集中度，培育超过 5,000 亿元规模的医药流通企业，未来要形成 3 家年销售额

超过 1,000 亿元的全国性大型药品流通企业和 25 家年销售额超过 100 亿元的区域性药品流通企业，明显提升行业集中度。

2017 年 1 月，八部委（国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局、国家发展和改革委员会、工信部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局）联合签署《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》（以下简称“通知”）正式公布，通知主要明确了试点省份及时间表、要求药品集中招标采购中标企业必须承诺试行“两票制”、严格执行药品购销票据管理等内容。

行业法律法规

我国在 1985 年开始实施《中华人民共和国药品管理法》，2001 年 2 月 28 日修订并施行新的《中华人民共和国药品管理法》。该法对药品研制、生产、经营、使用和监督管理的单位或者个人都做出了规定。除了《中华人民共和国药品管理法》外，我国还制订了《中华人民共和国药品管理法实施条例》《药品经营许可证管理办法》GSP 以及《药品流通监督管理办法》等法律法规。

表 5 国内医药流通行业主要法律法规

主要法律法规	实施时间
《中华人民共和国药品管理法》	2001.12.01
《中华人民共和国药品管理法实施条例》	2002.09.15
《药品经营许可证管理办法》	2004.04.01
《医疗器械经营企业许可证管理办法》	2004.06.25
《疫苗流通和预防接种管理条例》	2005.07.26
《药品流通监督管理办法》	2007.05.01
新修订《医疗器械监督管理条例》	2014.02.12
《医疗器械经营质量管理规范》	2014.12.12
新修订《药品经营质量管理规范》	2016.06.20

资料来源：联合评级整理

总体看，我国出台了一系列医药流通行业的政策及法律法规，规范医药流通行业秩序，降低医药流通成本。2017 年后，随着“两票制”的全面实施，医药流通行业洗牌必然加速，市场集中度将进一步提升。全国性以及区域性具有规模配送能力，掌握渠道和终端的医药商业龙头企业将获得扩大医院终端市场份额的增长契机，而具有创新业务模式，产业链不断延伸，能够针对上下游提供专业化增值服务的医药商业公司也将成为未来市场竞争的主角。

（7）行业关注

药品流通城乡发展不均衡

我国药品配送网络尚未实现全面有效覆盖，大部分的医药流通企业集中在发达地区和城市，广大农村及中西部偏远地区医药配送体系不完善。

医药流通行业集中度较低，发展水平不高

与发达国家相比，我国医药流通企业规模庞大，行业集中度较低，跨区域发展缓慢，全国性的医药流通企业数量较少；现代医药物流发展相对滞后，物流成本普遍较发达国家高。

受政策影响较大

近年来，在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平不断下降，药品流通企业的业务增长、盈利能力受到挑战，加之国内外宏观经济环境均面临增长放缓的压力，致使药品流通市场销售总额增速有所放缓。

（8）行业发展

医药流通行业集中度进一步提高

从行业集中度看，随着省级平台药品集中招标采购及“两票制”在全国范围内实施，资金实力强、物流网络完善、信息管理体系先进以及具有丰富的上游医药生产企业资源的医药流通企业将获得更大的市场，过票公司将被淘汰、地区中小型公司将被地区性大企业收购或兼并，行业集中度将进一步提高。

“互联网+药品流通”将更加广泛运用

《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》提出要推进“互联网+药品流通”，推动互联网、物联网等信息技术在药品流通领域广泛应用，丰富药品流通渠道和发展模式。发展“互联网+药品流通”有利于减少交易成本、提高流通效率、促进信息公开以及打破垄断。未来，国家将进一步推进药品流通企业和互联网企业合作，推动线上线下融合发展，推广“网订店取”“网订店送”等新型配送模式。同时，根据 2017 年 2 月国务院办公厅印发的《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，鼓励有条件的地区依托现有信息系统，开展药师网上处方审核、合理用药等服务，预示着未来处方药可能允许通过互联网购买处方药，“互联网+药品流通”将获得更加广泛的运用。

综合服务水平将成为流通行业核心竞争力

《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》提出要创新行业经营模式，拓展行业服务功能，对医药流通企业提出了更高的要求。医药流通企业作为医院上游，其产业升级方向需要契合医院诉求发展方向。短期看，取消药品加成、降低药占比、医保控费等措施要求医药流通企业提供“高附加值”的服务；长期看，医疗服务将更加市场化，医药流通企业间的竞争不仅仅是配送和垫资能力，更是服务质量的竞争，综合服务水平将成为医药流通企业的核心竞争力。

流通管理水平进一步提升，现代医药物流更加完善

近年来，全行业现代医药物流建设快速发展，成为药品流通企业核心竞争力的重要体现。同时，新版 GSP 的实施及“互联网+药品流通”的推动，以及信息化、现代化技术水平的显著提高，促使医药物流向新的方向发展，提升企业物流信息化管控能力，提高流通技术含量，并逐渐向医疗机构和药品生产企业延伸服务，全供应链的服务模式开始形成。伴随医药物流业态的专业化发展，行业内第三方物流发展日渐成熟，如北京嘉和嘉事医药物流有限公司及九州通等经过多年努力成为专业第三方医药物流服务提供商。未来医药物流企业广泛采用先进物流设备和管理软件及管理手段的水平将进一步提高。

总体看，未来医药流通行业集中度将不断提高，“互联网+药品流通”将更加广泛运用，医药流通企业的综合服务能力将不断增强。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司在特色医药细分领域的地位较稳固，并以医药为支柱产业，通过房地产开发和投资合作以及多领域投资参股实现了多元化发展。

公司目前营业收入及利润主要来自下属子公司人福医药集团股份公司（股票代码：600079.SH，以下简称“人福医药”）。人福医药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，人福医药已在神经系统用药、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，是国内 20 余家麻醉药品生产企业之一，其下属子公司宜昌人福药

业有限责任公司（以下简称“宜昌人福”）生产的芬太尼系列及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，人福医药及下属子公司拥有 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），人福医药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。2018 年 10 月，国家卫生健康委员会发布 2018 年版国家基药目录，人福医药主要产品注射用盐酸瑞芬太尼首次进入该目录。截至 2019 年 6 月底，人福医药共有 152 个品种纳入国家基药目录，316 个品种纳入国家医保目录。

医药流通方面，人福医药以“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、技术及管理服务等。目前，人福医药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。

多元化经营方面，公司房地产业务经营主体为武汉当代地产开发有限公司（以下简称“当代地产”）；2016—2018 年，公司房地产业务分别实现收入 12.48 亿元、15.03 亿元和 8.80 亿元，综合毛利率分别为 42.61%、39.06%和 38.58%。公司影视文化体育业务的经营主体为武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司（股票代码：600136.SH，以下简称“当代明诚”），2016—2018 年当代明诚分别实现收入 5.69 亿元、9.12 亿元和 26.68 亿元，综合毛利率分别为 54.22%、55.98%和 34.97%，毛利率较高。公司旅游业务的经营主体为武汉三特索道集团股份有限公司（股票代码：002159.SH，以下简称“三特索道”），2016—2018 年三特索道分别实现收入 4.51 亿元、5.39 亿元和 6.48 亿元，综合毛利率分别为 51.19%、52.82%和 55.61%，毛利率较高且稳中有升。

总体看，公司以医药为支柱产业，以房地产、旅游、影视文化体育业为辅，实现了产业多元化发展；人福医药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。

2. 技术水平

药品开发方面，人福医药研发实力雄厚，是国家认定的企业技术中心和重大新药创制承担单位。2016—2018 年，人福医药研发投入持续增长，分别为 5.02 亿元、6.03 亿元和 7.61 亿元，占医药制造业收入的比例分别为 9.23%、8.86%和 9.39%，处于较高水平。

药品开发方面，人福医药研发实力雄厚，是国家认定的企业技术中心和重大新药创制承担单位。截至 2018 年底，人福医药及下属子公司已在北京、武汉、宜昌、新泽西、纽约、圣路易斯等地设立研发中心，研发人员数量达 1,542 人，其中博士 65 人，外聘专家 36 人，其中享受国务院津贴专家 7 人。人福医药专职研发机构人福医药研究院成立于 2008 年，负责自主创新为主，仿创结合的新药研发，同时进行技术合作平台建设及研发项目成果产业化转化；军科光谷创新药物研发中心于 2011 年与中国军事医学科学院合作成立，是以基因治疗药物为特色的系列创新药物研发及产业化平台，目前在研项目主要为国际首创的创新药物。近年来，人福医药先后获评国家认定企业技术中心、国家技术创新示范企业、基因工程创新药物开发国家地方联合工程实验室，也是国家重大新药创制承担单位。

人福医药不断聚焦产品线，增强既有细分市场领域的产品开发能力，在麻醉镇痛镇静用药、抗肿瘤用药、两性健康用药、呼吸系统用药、皮肤外用药等领域全面布局创新药物及仿制药。目

前，人福医药境内在研产品 154 个，其中一类新药 19 个、二类新药 2 个、三类新药 38 个，中药六类 1 个；培育新药项目 218 个，其中一类新药 21 个（9 个新药处于临床阶段）。另一方面，人福医药通过医药研究院以及海外研发团队，加快推进仿制药研发项目，并全面开展药品进口注册、国外重点产品国内转产以及仿制药中美同步申报等工作。

2018 年，人福医药收到 1 个一类化药、1 个三类化药、3 个六类中药的临床试验批件，并获批 2 个六类化药的生产批件和 13 个美国 ANDA 文号。截至 2019 年 3 月底，人福医药共获得 70 多个 FDA 批准的 ANDA 文号。

在药品质量方面，人福医药高度重视产品质量，截至 2018 年底，公司下属所有子公司均已完成新版 GMP 认证；人福普克药业（武汉）有限公司（以下简称“武汉普克”）软胶囊生产基地通过 FDA 认证，宜昌人福口服固体制剂车间（即出口药品生产基地）通过了 FDA 认证。

总体看，公司下属子公司人福医药具有先进的研发平台和完整的质量体系，储备项目丰富，整体技术水平处于国内领先地位。

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司设有董事长 1 人、董事 8 人、监事 3 人、财务总监 1 人，董事会秘书兼副总经理 1 人。

公司实际控制人艾路明先生，1957 年生，中共党员，武汉大学经济学博士；曾任当代集团董事长、人福医药董事及安徽华茂集团有限公司董事，现任当代集团董事、武汉明诚金石科技有限公司董事、武汉当代科技投资有限公司董事及武汉当代乾源科技有限公司董事。

公司董事长兼总经理周汉生先生，1963 年生，北京理工大学应用化学博士；曾任当代集团董事和总经理、人福医药董事和财务总监，现任当代集团董事长和总经理。

截至 2018 年底，公司职工总数 19,013 人，从学历构成看，本科及以上学历占 33.35%，大学专科占 29.90%，中专及以下占 36.75%；从专业构成来看，生产人员占 29.59%、销售人员占 29.53%、技术人员占 17.95%、行政人员占 17.28%、财务人员占 4.29%、管理人员占 1.36%。公司人员结构较为合理。

总体看，公司高级管理人员大多具有较深的专业素养和丰富的管理经验；人员结构符合行业特征。

五、公司管理

1. 公司治理

公司成立以来，建立了符合《公司法》及其他法律法规要求的规范化公司治理结构，并以《公司章程》来严格规范公司治理。公司依据公司章程进行公司治理，设有股东大会、董事会、监事会。

股东大会是公司的权力机构，依法行使下列职权：决定公司经营方针和投资计划；选举和更换董事，决定有关董事的报酬事项；选举和更换由股东代表出任的监事，决定有关监事的报酬；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设董事会，对股东大会负责，董事会由五至九名董事组成，设董事长一人。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。经董事会提名及审议，由董事会聘任董事长。董事会行使下列职权：负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；

决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，监事会由三名监事组成。监事每届任期三年。股东担任的监事由股东大会选举或更换，职工担任的监事由公司职工民主选举产生或更换，监事连选可以连任。经监事会选举监事会主席。监事会行使下列职权：检查公司的财务；对董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、法规或者章程的行为进行监督；当董事、总经理和其他高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求其予以纠正，必要时向股东大会或国家有关主管机关报告等。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人等。

总体看，公司法人治理结构较完善，保证了公司正常运行。

2. 管理体制

公司自成立以来一直注重内部控制制度建设，通过强化内部管理，有效降低企业运营风险。公司按照国家法律法规和《公司章程》的规定，已经建立健全了完整合理的内部控制制度，并根据实际运作情况，每年对现有制度及时进行修订，对不健全的管理制度及时补充和完善。公司制订了《内部控制制度》，对经营、财务、人事、担保等方面进行了明确规定。

经营管理方面，公司目前采用集团公司和控股子公司二级管理模式。集团公司负责战略规划、重大投资决策、资源配置与整合、企业文化及品牌建设、资金管理等；各控股子公司是独立法人、生产经营的实体企业。集团公司要求各控股子公司完善法人治理结构，防范由于不规范运作带来的法律和经济风险。通过开展经营公司董事会的建设，提高集团总部对经营公司经营活动的监管，建立和完善公司内部控制体系，充分发挥董事会及各专门委员会的经营决策职能，形成权责明确、相互制衡、科学规范的决策体系和规范运作的制度框架。

财务管理方面，为规范经营公司财务基础工作，防范经营风险，公司专门制定了标准财务作业手册、财务内控制度与财务管理流程，并要求各经营公司参照标准化模板，结合公司的实际情况，制定出符合公司经营状况的财务岗位手册、业务流程以及相关财务制度。公司严格按照《会计法》《企业会计准则》等规定进行会计核算。根据公司实际情况，制定了《固定资产管理制度》《日常各项费用报销制度》及《往来款项管理办法》等一系列具体规定，从制度上完善和加强了会计核算、财务管理的职能和权限。

财务风险控制与内部监控管理方面，内部审计机构是公司内部设置的对公司日常生产经营、财务管理、会计核算等诸多方面进行审核稽查的管理机构，是企业内部控制体系的有力屏障。公司设置有专门的审计机构，能深入到经营管理的各个层面，确保董事会对生产经营风险的了解与控制。审计部定期或不定期检查、评估公司的内部控制制度，并编制工作底稿、收集相关资料，出具内部控制审计报告；内部审计人员应对报告中反映的问题提出建议后加以追踪，并定期撰写落实情况报告，对相关部门的整改措施进行评估。公司定期、不定期组织内部审计人员参加各类专业培训，提高专业素质，并经常进行内部交流与沟通，加强对基层审计的管理力度，有力的促进了整个集团公司内部审计工作的开展和深入。

人事管理方面，公司结合企业的实际情况建立了一套由招聘、培训、考核、奖惩等组成的人事管理制度，并实行全员劳动合同制，严格执行劳动合同的规定。公司制定了内部招聘作业流程、

外部招聘作业流程，人员招聘遵照公平、公正、公开的原则，择优录取。为贯彻实施公司发展战略，公司按照以岗定薪、以业绩与能力定薪的原则，兼顾公司利益与个人利益，制定了公司绩效与个人绩效挂钩的薪酬激励制度。同时公司制定了系统的培训管理制度，鼓励员工持续学习，努力提高自身的素质和职业技能，积极提倡员工参加继续教育活动，为不断提高公司员工素质，确保内部控制的有效实施及公司的长远发展打下了坚实的基础。公司已将各项人事政策在实际运作中贯穿执行，使绩效考核科学、公正、公平、客观合理。公司目前已形成一个整体素质较高的团队。

关联交易方面，公司各下属单位与关联方发生的关联交易，遵守国家有关规定，遵循诚实信用和公开、公平、公允及商业原则进行，公司按照《企业内部控制基本规范》以及《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》制定了《关联交易管理办法》，按照独立企业之间的交易计价结算，不利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润。

信息披露管理方面，公司严格按照相关法律、法规的要求，制定了《信息披露事务管理制度》，及时、完整地履行信息披露义务。公司的相关制度中对公司信息披露的范围和内容、信息披露的程序、责任划分以及保密措施等均作出严格规定，对公司的经营管理、规范运作以及保护投资者权益产生了积极影响。

对外投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》及有关规定，对外投资需进行投资决策分析，建立严格的审查和决策程序，实行股东大会、董事会对重大投资项目决策的审议制度，建立可追溯责任的投资风险约束机制，确保投资获得预定的目标，防止投资资金流失。在董事会或股东大会审议对外投资事项以前，公司应向全体董事或股东提供拟投资项目的可行性研究报告及相关资料，以便其作出决策。对于重大投资项目可单独聘请专家或中介机构进行可行性分析论证。

资金筹集及管理方面，公司依据《财务管理制度》，要求集团公司和子公司在筹资时必须遵循合法性原则，适量性原则，时效性原则，最低资金成本原则，资金结构合理原则，实行可行性研究和预算管理，建立决策、审批、实施责任制，明确各环节的责任，注意防范财务风险，降低筹资成本。

担保管理方面，公司为规范经济担保事项的审批、批准程序，加强担保事项管理，防范经济担保风险，依据《中华人民共和国担保法》《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国合同法》等法律法规的规定，结合《公司章程》及公司实际情况制定了《对外担保管理办法》，明确了股东大会、董事会关于对外担保事项的审批权限，以及违反审批权限和审议程序的责任追究机制。担保生效后，债务人须接受并积极配合集团公司对其生产、经营、财务状况进行监督检查。当发现债务人违反主合同的约定或有欺诈等行为，可能影响集团公司权益时，应及时通知债务人采取纠正和补救措施。

子公司管理方面，公司为加强对全资子公司、控股公司的有效管理，根据《公司法》并结合公司实际情况，制定了《子公司管理办法》。公司依据对控股子公司资产控制和规范运作要求，通过向控股子公司委派财务、经营管理人员和实施日常持续动态监管等两条途径行使股东权利，并负有对控股子公司指导、监督和相关服务的义务。公司支持控股子公司依法自主经营，除履行控股股东权利和职责外，不干预企业的日常生产经营活动。

预算管理方面，公司为加强对生产经营和项目建设所需资金的有效管理，公司依据《财务管理制度》，由公司财务核算部按照公司经理办公室批准的筹资预算及年、月度资金收支计划对公司资金预算及筹措进行管理，并规定资金使用须在规定用途内，按规定程序和审批权限控制使用，

年度、月度预算以外的资金支出，需要公司特定层级单独审批。

集团内部资金管理方面，公司建立以集团资金中心为核心的管理中心，负责集团公司及各子公司（上市公司除外）的资金统筹管理和现金收支结算。集团内部资金管理按行业业务特点不同实行分类管理，另外集团下属上市公司，按上市公司章程和上市公司规则有关程序单独组织资金管理财务活动。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系完善，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事医药、房地产、旅游以及影视文化体育等业务。作为产业投资型企业，公司业务经营主要由下属子公司负责运营。

2016—2018 年，公司营业总收入分别为 171.69 亿元、232.11 亿元和 277.24 亿元，年均复合增长 27.07%；公司实现净利润分别为 15.82 亿元、26.98 亿元和 -3.86 亿元。2017 年，公司营业收入较上年增长 35.19%，主要系医药板块及其他业务收入增加所致；净利润较上年增长 70.60%，主要系投资收益增加所致。2018 年公司营业收入较上年增长 19.44%，主要系医药板块收入增加所致；净亏损 3.86 亿元，主要系人福医药计提商誉减值所致。

分业务类型来看，2016—2018 年，公司医药业务运营主体为人福医药，是公司主要收入来源，医药业务收入分别为 121.75 亿元、152.44 亿元和 184.37 亿元，呈逐年增长趋势，主要系公司加强营销体系建设，拓展销售渠道后产品销售规模扩大所致；占营业收入比例波动下降，分别为 70.91%、65.68%和 66.50%。2016—2018 年，其他业务收入为公司第二大收入来源，主要为石油制品贸易，其他业务收入分别为 27.44 亿元、50.13 亿元和 51.72 亿元，呈逐年增长趋势；占营业收入比例波动上升，分别为 15.98%、21.60%和 18.66%。2016—2018 年，影视文化体育板块运营主体为当代明诚，是公司第三大收入来源，影视文化体育收入分别为 5.67 亿元、9.12 亿元和 26.68 亿元，呈逐年增长趋势，主要系电视剧收入增加，及 2018 俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商体育营销运营收入大幅增加所致；占营业收入的比例大幅提升，分别为 3.30%、3.93%和 9.62%。公司房地产、旅游收入规模小，对公司贡献较小。

表 6 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药	121.75	70.91	36.72	152.44	65.68	38.08	184.37	66.50	40.02
房地产	12.48	7.27	42.61	15.03	6.47	39.06	8.80	3.17	38.58
旅游	4.35	2.54	50.59	5.39	2.32	52.82	5.67	2.05	61.90
影视文化体育	5.67	3.30	54.02	9.12	3.93	55.98	26.68	9.62	34.97
其他	27.44	15.98	7.96	50.13	21.60	14.46	51.72	18.66	19.34
合计	171.69	100.00	33.47	232.11	100.00	34.09	277.24	100.00	36.08

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2016—2018 年，公司医药业务毛利率逐年小幅上升，分别为 36.72%、38.08%和 40.02%。2016—2018 年，其他业务毛利率持续上升，分别为 7.96%、14.46%和 19.34%，主要系业务构成中，综合金融业务占比上升所致。2016—2018 年，影视文化体育板块毛利率波动下降，

分别为 54.02%、55.98%和 34.97%；2018 年该业务毛利率较上年大幅下降 21.01 个百分点，主要系体育营销业务板块的销售模式由提供咨询服务的低成本销售模式转为提前锁定重点核心资源的销售模式（该模式下，公司为锁定重点核心资源的成本大幅增加）所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司综合毛利率逐年提升，分别为 33.47%、34.09%和 36.08%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 211.24 亿元，较上年同期增长 6.31%；实现净利润 18.83 亿元，较上年同期增长下降 18.03%，主要系研发费用和财务费用增长所致。

总体看，近年来，受医药板块和其他业务板块的带动，公司营业收入逐年增长，综合毛利率持续提升。

2. 医药工业

（1）业务概况

公司医药业务主要由子公司人福医药负责运营，人福医药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）。人福医药医药制造业务产品线丰富，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 7 近年来人福医药主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 年		
	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	54.40	44.29	66.38	67.99	44.14	65.03	81.03	43.57	65.70
医药批发及相关业务	67.39	54.87	12.81	84.22	54.69	16.71	103.37	55.59	19.77
其他	1.03	0.84	33.14	1.80	1.17	24.40	1.56	0.84	41.25
合计	122.81	100.00	37.81	154.01	100.00	38.13	185.96	100.00	40.03

资料来源：人福医药提供

人福医药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。人福医药医药制造业务主要由子公司宜昌人福、葛店人福、武汉人福药业有限责任公司（以下简称“武汉人福”）、新疆维吾尔药业有限责任公司（以下简称“新疆维药”）和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 8 近年来人福医药主要产品生产情况

治疗领域	产品名称	产量		
		2016 年	2017 年	2018 年
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	3,301.53	4,107.30	3,207.74
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折	3,027.29	4,251.97	3,810.27
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1,197.89	1,407.79	1,858.77
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	1,248.21	857.93	1,212.48
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	62.60	137.86	203.48
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	559.84	634.28	532.56
	黄体酮原料药（kg）	41,032.60	48,735.86	84,443.77
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	164.57	148.30	62.81
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	17.50	24.00	23.53

资料来源：人福医药提供

表 9 近年来人福医药主要产品销售情况

治疗领域	产品名称	销量			售价（单位：元/支、元/盒、元/kg、元/万十亿单位、元/瓶）		
		2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	3,667.90	3,757.09	2,992.81	28.49	28.50	27.75
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	3,003.83	3,504.44	3,898.35	345.70	345.55	345.18
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1,155.12	1,328.39	1,692.09	382.87	381.93	382.33
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	897.70	1,094.30	1,132.43	61.25	61.71	62.86
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	59.81	103.57	178.94	548.72	548.72	551.76
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	566.95	621.46	559.45	16.95	17.00	16.78
	黄体酮原料药（kg）	41,497.31	43,654.17	86,768.74	20.54	16.81	17.82
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	168.86	142.53	70.05	1.54	1.46	1.44
消化道和代谢	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	15.28	25.44	23.83	223.48	217.32	44.00

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

资料来源：公司提供

神经系统用药

人福医药神经系统用药的研发、生产与销售主要依托其控股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，宜昌人福在国内处于领先地位。

表 10 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
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

资料来源：公司提供

从生产能力看，截至 2019 年 9 月底，人福医药已具备年产小容量注射液 6 亿支、冻干粉针 2,000 万瓶、片剂 50 亿片、颗粒剂 2,000 万袋、胶囊 2.5 亿粒、糖浆及口服液 1,000 万瓶的生产能力。

宜昌人福（人福医药持有其 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 2018 年底，宜昌人福资产总额 36.04 亿元，净资产 28.25 亿元。2018 年，宜昌人福实现营业收入 31.41 亿元，同比增长 22.73%；实现净利润 8.01 亿元，同比增长 28.47%。

武汉人福（人福医药持有其 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，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 8 个，主要产品有奥卡西平片、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 2018 年底，武汉人福资产总额为 6.06 亿元，净资产 4.56 亿元。2018 年，

武汉人福实现营业收入 6.69 亿元，同比增长 60.57%；实现净利润 0.76 亿元，同比增长 40.62%。

近年来，人福医药麻醉药品继续保持行业领先地位。2017 年 2 月，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；2018 年 10 月，国家卫生健康委员会发布 2018 年版国家基药目录，人福医药主要产品注射用盐酸瑞芬太尼首次进入该目录。与此同时，人福医药坚持麻醉药品多科室拓展，神经系统用药的产销量整体呈增长态势；其中注射用盐酸瑞芬太尼和盐酸氢吗啡酮注射液的销量分别年均复合增长 21.03% 和 72.97%。

2016—2018 年，人福医药神经系统用药销售收入分别为 24.73 亿元、27.97 亿元和 35.78 亿元；2018 年，非手术科室推广业务实现销售收入约 4 亿元，较上年同期增长超过 50%。2019 年 1—3 月，人福医药神经系统用药产销规模呈现不同程度的增长，实现收入 11.81 亿元，同比增长 22.51%。

生育调节药

人福医药生育调节药的研发、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（人福医药持有其 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 1,2000 平方米，拥有 3,000 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 2018 年底，葛店人福资产总额 8.80 亿元，净资产 3.23 亿元。2018 年，葛店人福实现营业收入 5.10 亿元，同比增长 20.51%；实现净利润 0.62 亿元，同比增长 36.22%。

受米非司酮在药店禁售影响，近年来，葛店人福积极调整营销模式和产品结构，大力开拓黄体酮原料药的海外市场，产销量快速增长。其中，2018 年黄体酮原料药的产销量分别同比增长 73.27% 和 98.76%。2019 年 1—3 月，黄体酮原料药的销售规模进一步提升，同比增长 14.58%。

2016—2018 年，人福医药生育调节药销售收入分别为 3.80 亿元、4.20 亿元和 5.08 亿元。2019 年 1—3 月，人福医药生育调节药销售收入为 1.36 亿元。

维吾尔民族药

人福医药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（人福医药持有其 70.68% 股权）注册资本 2,000,00 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，20 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 2018 年底，新疆维药资产总额 4.70 亿元，净资产 2.63 亿元。2018 年，新疆维药实现营业收入 4.30 亿元，同比增长 15.86%；实现净利润 0.58 亿元，同比增长 47.16%。

近年来，新疆维药继续加大疆外市场的开发力度，2018 年，疆外市场实现销售收入约 2.30 亿元，首次超过疆内市场的销售规模。

2016—2018 年，公司维吾尔民族药销售收入分别为 3.33 亿元、3.72 亿元和 4.30 亿元。2019 年 1—3 月，公司维吾尔民族药销售收入为 1.52 亿元。

两性健康业务

人福医药积极布局医药健康产业，下属子公司已培育“aware 爱卫”“Key”“西妮”等具备

一定知名度的品牌和产品线。2017 年，人福医药与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 联合收购 Ansell Ltd. 的全球两性健康业务，并已基本完成相关业务、资产、管理架构的整合，以控股子公司乐福思集团为平台，拓展全球两性健康业务。乐福思集团运营有 Lifestyles、Jissbon（杰士邦）、Manix、Unimil、Blowtex、SKYN 等知名安全套品牌，销售渠道已覆盖中国、美国、日本、澳洲、巴西、泰国等 60 多个国家，市场份额近 20%。截至 2018 年底，乐福思集团资产总额 49.74 亿元，所有者权益 27.19 亿元。乐福思集团自 2017 年 9 月纳入公司合并报表范围，2017 年 9—12 月实现营业收入 5.22 亿元，净利润为-0.33 亿元；2018 年，乐福思集团实现营业收入 16.58 亿元，净利润 0.33 亿元。

海外业务

近年来，人福医药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。人福医药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，人福医药于 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）。目前，人福医药共拥有近 20 个 ANDA 文号，约 400 个品规的药品在美国市场销售。

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。2018 年，美国普克和武汉普克通过调整业务结构、优化生产报关计划，首次扭亏，合计实现净利润 0.28 亿元。

EpicPharma 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。2018 年，EpicPharma 主要产品熊去氧胆酸胶囊因市场供需以及竞争格局发生变化，销售价格大幅下降（销售均价同比下降 79.75%）；2018 年，EpicPharma 实现营业收入 4.51 亿元，同比下降 41.77%，净利润为-3.31 亿元（2017 年为 2.11 亿元）。为应对市场环境变化，EpicPharma 将通过加快新产品上市、拓展药品委托生产业务以及充分利用自身成熟的销售平台与国内企业开展经销合作等方式不断改善经营状况。联合评级将持续关注 EpicPharma 经营情况。

截至 2018 年底，人福医药境外资产 71.75 亿元，占总资产的比重为 20.26%，主要为 EpicPharma、乐福思集团等公司股权。

（2）原材料采购

人福医药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，主要原材料供应充足。

人福医药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，人福医药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。由于人福医药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。

（3）产品销售

从营销模式看，人福医药采取专业学术推广、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，因此医院是人福医药的销售终端。尽管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。人福医药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，学术推广营销人员不接触药品或货款。人福医药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。目前人福医药麻醉药品已全面覆盖县级医疗机构，并正在向乡镇拓展。另外，随着人福医药普药生产规模的扩大和药品类型的增长，人福医药也建立了普药销售部门，采取分销和直销结合的方式销售。

销售结算方面，人福医药一般给予医院 6~8 个月账期，给予商业公司 1~3 个月账期，通常以电汇、承兑等方式结算。从销售区域看，人福医药产品销售主要集中在国内，但随着海外业务的不断拓展及 2017 年收购 Ansell Ltd. 全球两性健康业务，人福医药海外销售收入占比持续提升。

总体看，近年来，人福医药的医药工业主要产品市场占有率高，产销量稳定，整体经营情况良好。未来，随着麻醉药产品的多科室终端推广和海外业务的逐步发展，医药工业收入及利润有望进一步增长。

3. 医药商业

湖北人福医药集团有限公司（以下简称“人福湖北”，人福医药持股 100%）和北京巴瑞医疗器械有限公司（人福医药持股 80%，以下简称“北京医疗”）为人福医药医药流通业务核心企业。

人福医药以省为单位，搭建区域性医药商业网络；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、技术及管理服务等。人福医药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，近年来人福医药不断加快医药商业的发展。人福医药于 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，支持人福医药大产品进院，提高人福医药工业产品在湖北省医院的覆盖率。

人福湖北是人福医药全资控股的一家大型医药商业企业，也是人福医药医药商业板块的龙头企业和医药商业运营管理平台。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，人福医药业务中有 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、网络覆盖湖北全省的“1+N”格局。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 2018 年底，人福湖北资产总额 61.09 亿元，所有者权益 15.51 亿元。2018 年，人福湖北实现营业收入 55.56 亿元，同比增长 18.69%；实现净利润 1.24 亿元，同比增长 31.45%。

人福医药于 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，人福医药第二个省级医药商业网络平台初具规模。截至 2018 年底，人福四川资产总额 19.74 亿元，所有者权益 3.56 亿元；2018 年，人福四川实现营业收入 22.07 亿元，实现净利润 0.68 亿元。

受医药卫生体制综合改革政策影响，医药流通市场增幅持续回落。2017 年，人福医药开始实施“归核化”战略，在做强做大核心业务的同时，剥离非核心业务和资产，择机退出医药工业、医药商业及医疗服务版块中竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域，不断优化人福医药的业务结构与资产结构。2018 年，人福医药先后出售所持有的黄石大冶有色医院管理有限公司、武汉宏昇生殖健康中医医院有限公司、武汉人福亿生健康管理有限公司等公司股权，逐步退出医疗服务细分领域。

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 2018 年底，北京医疗资产总额 14.79 亿元，所有者权益 11.37 亿元。2018 年，北京医疗实现营业收入 13.35 亿元，同比增长 15.36%；实现净利润 2.42 亿元，同比增长 5.03%。

从销售模式来看，人福医药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。2018 年，医院纯销占医药流通收入比重为 88.65%，占比较 2017 年进一步提升；商业调拨占 10.72%，是医院纯销的有效补充；药店零售仅占 0.63%，比重较小。人福医药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%。人福医药根据不同的客户制定不同的信用政策，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，近年来人福医药持续完善市场布局，加强内部合作与资源整合；但人福医药医药商业下游以医院为主，由于医院终端回款周期较长，对人福医药运营资金形成占用。

4. 其他业务

公司其他业务主要为贸易业务、热力环保设备业务及综合金融业务。2016—2018 年，其他业务收入大幅增长，分别为 27.44 亿元、50.13 亿元和 51.72 亿元；2017 年同比大幅增长 82.69%，主要系贸易及综合金融业务收入增加所致。2018 年收入同比增长 3.17%。公司贸易业务主要品种为石油制品、矿产品及农副产品，均为现货交割，结算方式主要为银行存款及承兑汇票，账期一般在 20 天左右，不超过 60 天；受原油及矿产品价格波动影响，公司贸易业务毛利率波动较大。受综合金融业务占比上升影响，公司其他业务毛利率逐年上升。

总体看，公司其他业务收入及毛利率逐年增长。

5. 经营效率

2016—2018 年，受应收账款波动影响，公司应收账款周转次数波动下降，分别为 3.33 次、3.60 次和 3.31 次；公司存货周转次数波动上升，分别为 1.94 次、2.15 次和 2.13 次，主要系公司加强存货管理，使得存货周转加快所致；随着公司总资产规模的扩大，总资产周转次数逐年下降，分别为 0.39 次、0.35 次和 0.33 次。

从上市子公司人福医药与同行业部分上市企业的经营效率对比来看，其存货周转率处在行业平均水平，应收账款周转率、总资产周转率处于行业中下水平。具体情况如下表所示。

表 11 2018 年人福医药同行业主要上市公司经营效率情况（单位：次）

代码	证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
000538.SZ	云南白药	0.91	5.03	1.99
600276.SH	恒瑞医药	0.85	3.99	2.57
600535.SH	天士力	0.76	1.67	4.96
002422.SZ	科伦药业	0.56	2.48	2.42
600196.SH	复星医药	0.37	6.06	3.43
中位值		0.85	3.45	3.82
600079.SH	人福医药	0.52	2.80	3.82

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
 资料来源：Wind

总体看，人福医药经营效率处于行业中下水平，整体经营效率一般。

6. 关联交易

2016—2018 年，公司关联采购金额分别为 1.30 亿元、0.36 亿元和 1.59 亿元，占营业成本比例分别为 1.14%、0.24%和 0.90%；其中 2016 年关联采购金额较大主要系接受天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）证券承销及经纪业务所致，2018 年关联采购金额较上年增长 335.88%，主要系向重庆当代力帆足球俱乐部取得冠名权代理权 0.36 亿元、支付武汉长江众筹金融交易有限公司收益权借款利息和服务费合计 0.38 亿元及接受天风证券股份有限公司咨询服务 0.19 亿元所致。

2016—2018 年，公司关联销售金额分别为 0.18 亿元、0.97 亿元和 2.13 亿元，占营业收入比例分别为 0.11%、0.42%和 0.77%。2017 年关联销售交易金额增长主要系向武汉国创资本投资有限公司等提供服务所致；2018 年关联销售交易金额增长 119.87%，主要系收到当代君合投资有限公司收益权借款利息及咨询服务收入合计 0.65 亿元所致。

表 12 近三年公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	采购金额	占营业成本比例	销售金额	占营业收入比例
2016 年	13,048.91	1.14	1,806.69	0.11
2017 年	3,643.54	0.24	9,679.99	0.42
2018 年	15,881.50	0.90	21,283.35	0.77

资料来源：公司年报，联合评级整理

公司关联方资金拆借和关联方担保金额较小。截至 2018 年底，关联方资金拆入对象为武夷山三特索道有限公司，拆入金额 500.00 万元，已于 2018 年 5 月到期；关联方拆出对象主要为当代君合投资有限公司和武汉光谷人福生物医药有限公司，拆入金额分别为 3.63 亿元（将在 2019 年度到期）和 1.25 亿元（已于 2019 年 6 月到期，已确认利息收入 431.26 万元）；公司关联担保金

额合计 6.56 亿元，其中 6.06 亿元将于 2019 年—2023 年到期。

总体看，公司关联交易规模较小，关联交易风险不大。

7. 在建项目

截至 2019 年 9 月底，公司医药板块在建项目总投资 12.46 亿元，主要为宜昌三峡制药硫酸新霉素产业基地项目、宜昌妇幼新院区项目和人福医药神墩项目等；公司已完成投资 5.77 亿元，仍需投资 6.69 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司房地产板块在建项目总投资 114.07 亿元，主要为当代云谷项目、华夏创业中心项目和当代中德璞誉项目等；公司已完成投资 56.31 亿元，仍需投 57.75 亿元。公司房地产项目未来存在较大的资金支出压力。

表 13 截至 2019 年 9 月底公司重大在建项目投资情况表（单位：万元）

项目名称	资金来源		总投资	已投资额	未来投资计划	
	贷款	自筹			2020 年	2021 年
宜昌妇幼新院区		39,000.00	39,000.00	11,105.21	22,000.00	-
宜昌三峡制药 硫酸新霉素产业基地	20,000.00	26,000.00	46,000.00	25,778.60	17,000.00	-
人福医药神墩		39,600.00	39,600.00	20,789.18	15,000.00	-
医药板块小计	20,000.00	104,600.00	124,600.00	57,672.99	54,000.00	-
当代云谷		350,000.00	350,000.00	114,721.32	56,800.00	79,520.00
华夏创业中心		58,800.00	58,800.00	57,888.48	-	-
当代中德璞誉		731,850.00	731,850.00	390,505.00	82,015.39	114,821.55
房地产板块小计		1,140,650.00	1,140,650.00	563,114.84	138,815.39	194,341.55
合计	20,000.00	1,245,250.00	1,265,250.00	620,787.83	192,815.39	194,341.55

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目投资规模较大，未来面临着较大的资金支出压力。

8. 重大事项

2019 年 3 月 28 日，公司下属上市子公司当代明诚发布了《武汉当代明诚文化股份有限公司 2017 年度非公开发行 A 股股票预案（四次修订稿）》，根据该公告，当代明诚拟非公开发行股票募集资金 187,000.00 万元，用于收购 Super Sports Media Inc. 股权；发行对象为当代集团、李建光、喻凌霄、李红欣（其中当代集团认购金额不超过 74,800.00 万元，李建光认购金额不超过 51,425.00 万元，喻凌霄认购金额不超过 42,075.00 万元，李红欣认购金额不超过 18,700.00 万元）；发行股票数量为不超过发行前当代明诚总股本 487,182,186 股的 20%，即 97,436,437 股。中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发行审核委员会于 2019 年 7 月 5 日对当代明诚非公开发行 A 股股票的申请进行了审核。2019 年 9 月 16 日，当代明诚收到中国证监会出具的证监许可（2019）（1578）号《关于核准武汉当代明诚文化股份有限公司非公开发行股票的批复》，核准当代明诚非公开发行不超过 97,436,437 股新股。

Super Sports Media Inc. 是一家体育内容运营商，其核心业务为依托已取得的优质体育版权，专业从事上述内容在各个渠道的分销和运营工作。其目前拥有的核心版权资源主要为英超联赛。Super Sports Media Inc. 自成立起即拓展并建立了跨媒体（全媒体）播出平台，其中包括互联网、开路电视、数字付费电视、IPTV、OTT 等。

总体看，公司子公司当代明诚的非公开发行股票募投项目如能顺利与当代明诚原有业务整合，将有助于提升当代明诚的资源质量，进而提高其整体盈利水平。联合评级将持续关注上述事项进

展情况。

9. 经营关注

(1) 行业风险

为减轻病患经济负担，保证价格相对低廉药品的生产供应，我国多年来连续对部分药品的最高零售价进行下调，并通过医保控费、招标限价等方式遏制虚高药价，受此影响，人福医药整体收入规模增速放缓。此外，相关政策加剧了行业内市场竞争，压缩了医药业务的利润留存空间。

(2) 企业风险

应收账款规模较大，对资金产生占用

为缓解相关行业政策对医药业务带来的不利影响，人福医药积极发展医药商业板块，但随着该板块销售规模的扩大，应收账款回收周期有所延长，对资金产生占用，一定程度上加大了人福医药的资金周转压力。

商誉减值风险

2018年，人福医药子公司 EpicPharma 主要产品熊去氧胆酸胶囊的价格大幅下降，导致该公司销售收入、毛利率、净利润等经营业绩指标大幅下降，人福医药计提商誉减值损失 28.02 亿元，计提无形资产减值损失 2.09 亿元，合计减值损失 30.11 亿元；若未来业务整合不到位或被并购标的的经营业绩不及预期，仍存在商誉减值风险和无形资产减值风险。

在建项目资金支出压力较大

公司房地产业务未来所需资金投入较大，医药业务在建工程投资回报期较长，二者未来仍需后续资金投入，公司面临较大的资金支出压力。

10. 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，继续“创新、整合、国际化”的发展思路，不断聚焦并形成具有竞争优势的业务版块，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。

医药工业方面，公司将着重发展麻醉药业务和具备细分市场竞争优势的特色医药工业子公司业务（含两性健康用药、其他中枢神经系统用药、维吾尔民族药、皮肤外用药、呼吸系统用药等）两大业务版块，以研发创新为先导，以特色仿制药为基础，形成具有核心竞争能力的产品线。

国际化方面，公司面向全球医药市场进行产业布局，一方面加快推进国际主流市场的产品注册和市场开发，另一方面积极开展国外产品技术引进以及新产品中美同步申报，扩大公司国际化业务的产品管线和市场份额。

两性健康业务方面，在巩固并增强全球两性健康业务竞争优势的基础上，公司将依托乐福思集团的全球营销体系和销售渠道，整合公司两性健康版块资源并进行全球业务拓展；择机启动相关资产的海外上市工作，着力打造公司的海外资本平台。

其他业务方面，公司将以“提值增效”为前提，立足湖北谨慎发展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、技术及管理服务等，做好“医疗机构综合服务商”。

业务调整方面，公司实施“归核化”战略，积极调整产业布局，加速推进各项非核资产的处置，回收前期投资，同时盘活存量资产，提升运营效率。公司未来将逐步处置金融及闲置土地、医疗服务资产、非核心医药工业及商业资产。

总体看，公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整，有利于公司未来的稳健发

展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并财务报表均由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见；公司提供的 2019 年 1—9 月财务数据未经审计。

公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。此外，2017 年，财政部以财会〔2017〕13 号发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，以财会〔2017〕15 号发布了《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》，公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则；2018 年，财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求，本报告统一使用期末数数据。

从合并范围变化来看，2017 年，公司合并范围一级子公司减少及增加各为 4 家，合计纳入合并范围仍为 24 家。2018 年，公司合计纳入合并范围内子公司减少为 20 家。公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，因此财务数据可比性较好。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 905.30 亿元，负债合计 561.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益）343.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 96.04 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 277.24 亿元，净利润（含少数股东损益）-3.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.98 亿元，现金及现金等价物净增加额为-13.20 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 973.13 亿元，负债合计 629.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 343.90 亿元，归属于母公司的所有者权益 103.71 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 211.24 亿元，净利润（含少数股东损益）18.83 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 38.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.65 亿元。

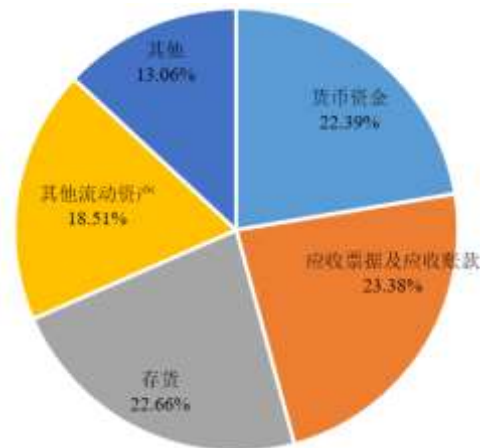
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 30.97%，主要系流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司资产合计 905.30 亿元，较年初增长 14.64%。其中流动资产 410.29 亿元（占 45.32%），非流动资产 495.01 亿元（占 54.68%），资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 36.13%，主要系货币资金、应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产合计 410.29 亿元，较年初增长 23.39%；公司流动资产主要由货币资金（占 22.39%）、应收票据及应收账款（占 23.38%）、存货（占 22.66%）和其他流动资产（占 18.51%）构成。具体情况如下图所示。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金呈波动增长态势，年均复合增长 18.24%。截至 2017 年底，公司货币资金 96.98 亿元，较年初增长 47.60%，主要系人福医药收到出售其持有的中原瑞德、宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司等公司的股权转让款以及地产项目销售回款所致。截至 2018 年底，公司货币资金 91.86 亿元，较年初下降 5.28%；公司货币资金主要由银行存款（占 83.17%）和其他货币资金（占 16.75%）构成；使用受限资金 15.36 亿元，主要为票据保证金及借款质押。

2016—2018 年，公司应收票据及应收账款呈逐年增长态势，年均复合增长 28.78%，主要系合并范围以及收入规模扩大所致。截至 2018 年底，公司应收票据账面价值 4.92 亿元，较年初增长 8.22%，主要系收入规模扩大所致；以银行承兑汇票为主（占 82.14%），其余为商业承兑汇票。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 90.99 亿元，较年初增长 32.47%，主要系受“两票制”影响回款周期变长所致；公司按账龄法计提坏账准备的应收账款余额合计 91.94 亿元，其中账龄在一年以内的占 87.01%，账龄较短；累计计提坏账准备 4.32 亿元，计提比例 4.70%。截至 2018 年底，由于欠款方欠债涉及较多诉讼案件等原因，公司期末单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款余额合计 0.24 亿元，计提比例 100.00%；公司按照欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比 15.96%，集中度较低。

2016—2018 年，公司其他应收款（合计）呈逐年增长态势，年均复合增长 55.42%。截至 2017 年底，公司其他应收款（合计）23.02 亿元，较年初增长 75.47%，主要系部分股权转让款尚未收回所致。截至 2018 年底，公司其他应收款（合计）31.69 亿元，较年初增长 37.66%，主要系往来款大幅增加了 9.41 亿元所致。公司按账龄法对其他应收款（单项）计提坏账准备的账面余额合计占 94.19%，其中账龄在 1 年以内的占该组合账面余额的 56.14%，1~2 年的占 31.44%，账龄偏长。截至 2018 年底，公司对其他应收款（单项）累计计提坏账准备 3.18 亿元，计提比例 9.18%；按照欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款（单项）为 6.34 亿元，占 20.44%，集中度较高；计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例 3.39%。

2016—2018 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 15.62%。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 92.97 亿元，较年初增长 27.93%；公司存货主要由在产品（占 12.95%）、库存商品（占 25.10%）和开发产品（占 51.98%）构成；公司分别对原材料、在产品和库存商品计提跌价准备 420.67 万元、316.14 万元和 1,896.11 万元，综合计提比例为 0.28%。

2016—2018 年，公司其他流动资产呈持续增长态势，年均复合增长 3.93 倍。截至 2017 年底，公司其他流动资产账面价值为 48.98 亿元，较年初大幅增长 14.68 倍，主要系子公司武汉天盈投资

集团有限公司（以下简称“天盈投资”）开展短期投资、购买特定收益权和理财产品等业务所致。截至 2018 年底，公司其他流动资产账面价值为 75.96 亿元，较年初大幅增长 55.08%，主要系子公司天盈投资购买特定收益权所致；公司其他流动资产主要由理财产品（占 11.32%）和收益权（占 79.73%）构成。理财产品主要为开放式公开短期理财，收益权为开展资产管理业务形成的债权收益权类资产，期限均不超过 1 年。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 27.11%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资、商誉和其他非流动资产所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 495.01 亿元，较年初增长 8.28%；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 12.47%）、长期股权投资（占 27.75%）、固定资产（占 12.10%）、商誉（占 17.61%）和其他非流动资产（占 15.28%）构成，具体情况如下图所示。

图 6 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产呈逐年增长态势，年均复合增长 45.65%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 76.52 亿元，较年初增长 163.00%，主要系子公司天盈投资新增对金融产品的投资（33.01 亿元）所致。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 61.72 亿元，较年初下降 19.34%，主要系处置对重庆当代力帆足球俱乐部有限公司 5.30 亿元投资，及天盈投资减少其投资的金融产品 2.69 亿元所致。截至 2018 年底，公司按公允价值计量和按成本计量的可供出售金融资产分别占可供出售金融资产账面价值的 25.16%和 74.84%；以成本计量的可供出售金融资产以天盈投资所投的金融产品为主，占 65.49%（以余额计），其余主要为对金融、医药、生态农业及信息科技等行业的投资。

2016—2018 年，公司长期股权投资呈逐年增长态势，年均复合增长 28.74%，主要系对合营及联营企业追加投资所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资账面价值为 137.35 亿元，较年初增长 11.63%；公司长期股权投资全部为对联营企业及合营企业的投资，采用权益法核算；主要为对华泰保险集团股份有限公司（占 33.27%，以余额计，下同）、天风证券（占 16.11%）和安徽华茂集团有限公司（占 11.66%）的投资。

2016—2018 年，公司固定资产小幅波动下降，年均复合下降 1.29%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 59.89 亿元，主要由房屋及建筑物（占 61.75%）和机器设备（占 30.77%）构成；累计计提折旧 22.67 亿元，累计计提减值 1.66 万元；固定资产成新率 72.54%，成新率一般。

2016—2018 年，公司无形资产呈逐年增长态势，年均复合增长 34.47%。截至 2017 年底，公

司无形资产账面价值为 34.07 亿元，较年初增长 66.05%，主要系公司收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务以及合并范围扩大所致。截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 37.10 亿元，较年初增长 8.90%，主要系当代明诚拥有的体育赛事版权增加 5.89 亿元所致；公司无形资产主要由土地使用权（占 26.38%）、商标及品牌（占 25.83%）和体育赛事版权（占 15.89%）构成；累计摊销 22.66 亿元，计提减值准备 2.16 亿元。

2016—2018 年，公司商誉呈波动增长态势，年均复合增长 13.83%，主要系合并 Epic Pharma, LLC、武汉杰士邦卫生用品有限公司及 Ansell Ltd. 下属两性健康业务 6 家子公司产生。截至 2017 年底，公司商誉账面价值为 92.56 亿元，较年初增长 37.61%，主要系公司收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务所致。截至 2018 年底，公司商誉账面价值为 87.16 亿元，较年初下降 5.84%，主要系人福医药对 Epic Pharma, LLC 计提 28.12 亿元减值准备所致。公司商誉均为非同一控制下企业合并产生，金额较大且涉及行业范围广泛，未来如被收购单位经营业绩不达预期，公司商誉将面临减值风险。

2016—2018 年，公司其他非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 73.89%。截至 2017 年底，公司其他非流动资产账面价值为 41.04 亿元，较年初增长 64.12%，主要系收益权增加所致。截至 2018 年底，公司其他非流动资产账面价值为 75.62 亿元，较年初增长 84.24%，主要系收益权增加 13.18 亿元和一年以上委托贷款增加 8.40 亿元所致；以余额计，公司其他非流动资产主要由预付股权收购款（占 27.50%）、收益权（占 28.43%）和一年以上委托贷款（占 15.61%）构成。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 79.87 亿元，以长期股权投资、固定资产、无形资产、货币资金和存货为主，合计占总资产比例为 8.82%，受限比例一般。

表 14 截至 2018 年底公司所有权受限资产明细（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	15.36	借款质押、票据保证金
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.10	其他流动负债担保物
应收票据	0.20	借款质押
应收账款	4.13	借款质押
其他应收款	1.34	借款质押
存货	7.22	借款抵押
可供出售金融资产	5.65	借款质押
长期应收款	5.25	借款质押
固定资产	12.05	借款抵押
无形资产	16.67	借款抵押
在建工程	1.56	借款抵押
长期待摊费用	0.27	借款抵押
长期股权投资	10.06	借款质押
合计	79.87	-

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 973.13 亿元，较上年底增长 7.49%，其中流动资产占 48.45%，非流动资产占 51.55%，流动资产占比小幅提升。公司流动资产主要由货币资金（占 15.89%）、应收账款及应收票据（占 22.27%）、存货（占 31.14%）和其他流动资产（占 18.23%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 11.12%）、长期股权投资（占 30.60%）、固定资产（占 12.71%）、商誉（占 16.62%）和其他非流动资产（占 15.08%）构成。

总体看，近三年，公司资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主；公司资产受限规模

一般，货币资金和理财产品规模较大，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

2016—2018 年，公司负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 33.70%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司负债合计 561.32 亿元，较年初增长 29.43%，其中流动负债 363.40 亿元（占 64.74%），非流动负债 197.92 亿元（占 35.26%），负债结构以流动负债为主。

（1）流动负债

2016—2018 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 45.46%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债合计 363.40 亿元，较年初增长 47.55%；流动负债主要由短期借款（占 27.45%）、应付票据及应付账款（占 14.23%）、预收款项（占 11.83%）、一年内到期的非流动负债（占 14.30%）和其他流动负债（占 21.04%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 34.70%，主要系随着经营规模的扩大，公司为满足日常经营所需增加流动资金借款所致。截至 2018 年底，公司短期借款 99.75 亿元，较年初增长 28.31%。公司短期借款主要由信用借款（占 22.36%）、保证借款（占 30.30%）、抵押借款（3.60%）和质押借款（占 43.73%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 16.03%。截至 2018 年底，公司应付票据 23.92 亿元，较年初增长 242.08%，以银行承兑为主（占 98.48%）。截至 2018 年底，公司应付账款 27.80 亿元，较年初增长 12.32%，以材料采购货款为主（占 81.20%）。

2016—2018 年，公司预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长 106.26%。截至 2017 年底，公司预收款项 16.69 亿元，较年初增长 65.22%，主要系预收商品房销售款和预收影视投资款增加所致。截至 2018 年底，公司预收款项 42.99 亿元，较年初增长 157.50%，主要系新增预收股权转让款 14.12 亿元，及预收商品房销售款和预收影视投资款分别增加 7.23 亿元和 3.73 亿元增加所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 98.59%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 21.85 亿元，较年初增长 65.82%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券转入所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 51.98 亿元，较年初增长 137.84%，主要系一年内到期的应付债券转入所致。

2016—2018 年，公司其他流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 54.50%。截至 2017 年底，

公司其他流动负债 61.26 亿元，较年初大幅增长 91.27%，主要系公司发行短期融资券所致。截至 2018 年底，公司其他流动负债 76.45 亿元，较年初增长 24.80%，主要系债权及收益权转让与回购增加所致。

（2）非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 17.94%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 197.92 亿元，较年初增长 5.62%；非流动负债主要由长期借款（占 52.64%）和应付债券（占 39.79%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 20.20%。截至 2018 年底，公司长期借款 104.18 亿元，较年初增长 24.69%，主要系公司为满足经营规模扩大的需要新增长期借款所致。其中，质押借款占 39.05%、抵押借款占 17.90%、保证借款占 32.15%，其余为信用借款。截至 2018 年底，公司长期借款中，1~2 年内到期的占 36.90%，2~3 年内到期的占 31.32%，3~4 年内到期的占 1.20%，4~5 年内到期的占 8.44%，其余为 5 年以上；公司集中偿付压力尚可。

2016—2018 年，公司应付债券呈波动增长态势，年均复合增长 11.34%，主要系融资规模扩大，发行多期公司债券所致。截至 2018 年底，公司应付债券 78.76 亿元，较年初下降 10.49%。截至 2019 年 11 月 11 日，公司应付债券余额合计 90.50 亿元，其中于 2020 年内到期的为 7.50 亿元，回售日在 2020 年的余额合计 15.50 亿元。

表 15 截至 2019 年 11 月 11 日公司境内应付债券情况（单位：亿元）

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	回售日	下一行权日
19 汉当科 CP001	2019-01-25	2020-01-28	7.50	--	--
18 当代 01	2018-03-14	2021-03-16	5.00	2020-03-16	2020-03-16
18 汉当科 MTN001	2018-03-19	2021-03-21	5.00	--	--
16 当代 02	2016-04-11	2021-04-12	8.00	2019-04-12	--
16 当代 03	2016-09-13	2021-09-14	7.00	2019-09-16	--
16 汉当科 MTN003	2016-11-23	2021-11-25	5.00	--	--
17 汉当科 MTN001	2017-03-10	2022-03-14	5.00	--	--
19 汉当科 MTN001	2019-04-02	2022-04-03	5.00	--	--
19 汉当科 PPN001	2019-04-18	2022-04-22	6.00	--	--
17 当代 01	2017-04-26	2022-05-02	5.00	2020-05-02	2020-05-02
17 汉当科 MTN002	2017-07-18	2022-07-20	5.00	2020-07-20	2020-07-20
19 汉当科 PPN002	2019-10-22	2022-10-24	5.00	2021-10-24	2021-10-24
18 当代 02	2018-06-19	2023-06-20	10.00	2021-06-20	2021-06-20
18 汉当科 PPN001	2018-11-13	2023-11-14	6.00	--	--
19 当代 F1	2019-09-02	2024-09-03	6.00	2022-09-03	2022-09-03
合计	--	--	90.50	--	--

资料来源：Wind

从债务结构看，2016—2018 年，公司全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长 25.92%，主要系增加长短期借款和发行债券所致。截至 2018 年底，公司全部债务合计 396.77 亿元，较年初增长 23.30%。其中短期债务占 53.10%，长期债务占 46.90%。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 59.50%、54.92%和 62.00%，呈波动上升态势；全部债务资本化比率分别为 53.93%、47.48%和 53.56%，呈波动下降态势；长期债务资本化比率分别为 38.80%、32.59%和 35.11%，呈波动下降态势。公司整体债务负担重，且短期债务偿付压力较大。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 629.23 亿元，较上年底增长 12.10%。其中，流动负债和

非流动负债占比分别为 59.93%和 40.07%，非流动负债占比上升 4.81 个百分点。公司全部债务 423.51 亿元，较上年底增长 6.74%。其中短期债务占比 45.19%，长期债务占比 54.81%，长期债务占比上升 7.91 个百分点，负债结构略有优化。公司资产负债率为 64.66%，全部债务资本化比率为 55.19%，长期债务资本化比为 40.30%，分别较年初上升 2.66 个百分点、1.62 个百分点和 5.19 个百分点。

总体看，近年来，公司负债规模持续增长，以流动负债为主，整体债务负担重，短期偿付压力较大。

（3）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益呈波动增长态势，年均复合增长 26.85%，主要系股东增资和利润积累所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 343.98 亿元，较年初下降 3.38%。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 27.92%，以股本和未分配利润为主，占比分别为 46.86%和 32.74%。截至 2018 年底，公司资本公积 6.22 亿元，较年初增长 42.64%，主要系公司购买少数股权新取得的长期股权投资与按照新增持股比例计算应享有子公司自购买日开始持续计算的净资产份额之间的差额，增加资本公积（资本溢价）3.00 亿元所致。从所有者权益结构稳定性来看，少数股东权益和未分配利润规模较大，公司所有者权益结构稳定性有待提高。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 343.90 亿元，较年初基本持平，其中归属于母公司所有者权益为 103.71 亿元（占 30.16%）。归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润占比分别为 50.14%、6.92%和 35.85%。公司权益结构较年初变化较小。

总体看，近年来，受益于股东增资及经营盈利等因素，公司所有者权益逐年增长；少数股东权益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入分别为 171.69 亿元、232.11 亿元和 277.24 亿元，年均复合增长 27.07%；营业利润分别为 18.54 亿元、36.32 亿元和 4.73 亿元，年均复合下降 49.49%；实现净利润 15.82 亿元、26.98 亿元和 -3.86 亿元。公司营业收入增长主要系医药板块规模扩大及影视文化体育板块收入增长所致；2018 年营业利润和净利润缩减主要系人福医药计提商誉减值所致。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司期间费用呈逐年增长态势，年均复合增长 35.93%。具体看，2016—2018 年，公司销售费用持续增长，分别为 19.82 亿元、28.77 亿元和 39.21 亿元，年均复合增长 40.66%。2018 年销售费用较上年增长 36.29%，主要系广告和宣传促销费增加所致。2016—2018 年，公司管理费用持续增长，分别为 15.97 亿元、17.61 亿元和 22.06 亿元，年均复合增长 17.52%。2018 年管理费用较上年增长 25.24%，主要系职工薪酬提高所致。2016—2018 年，公司财务费用持续增长，分别为 9.48 亿元、12.66 亿元和 17.53 亿元，年均复合增长 35.97%，主要系债务规模不断扩大所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 26.37%、27.15%和 30.17%，期间费用对公司利润侵蚀严重，费用控制能力有待提高。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 0.96 亿元、2.58 亿元和 35.61 亿元，年均复合增长 507.91%，2018 年资产减值损失较上年大幅增长 12.81 倍主要系计提坏账损失 3.02 亿元及计提商誉减值损失 30.17 亿元所致。2016—2018 年，公司所取得的投资收益分别为 9.53 亿元、23.81 亿元和 20.45 亿元，主要为处置长期股权投资收益。2017—2018 年，公司分别取得其他收益 1.56 亿元和 1.52 亿元，主要是与收益相关的政府补助、税收返还、补贴和专项资金等。从营业利润的构成看，2016—2018 年，投资收益占公司营业利润的比例分别为 51.43%、62.56%和 432.21%，公司

营业利润对投资收益存在较大依赖。

2016—2018 年，公司分别实现利润总额 19.78 亿元、35.17 亿元和 4.32 亿元，营业外收入分别为 1.72 亿元、0.19 亿元和 0.38 亿元，营业外收入对利润总额的影响较小。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 32.20%、32.97%和 35.33%，总资产收益率分别为 6.70%、6.90%和 2.04%，总资产报酬率分别为 6.71%、7.22%和 2.67%，净资产收益率分别为 8.57%、9.47%和-1.10%，除营业利润率外各指标均呈波动下降态势。

从公司旗下上市子公司人福医药（600079.SH）与同行业部分上市企业的盈利能力对比来看，由于人福医药 2018 年计提大额商誉减值，导致 2018 年盈利水平大幅下降，处于行业较低水平。具体情况如下表所示。

表16 2018年同行业可比上市公司盈利能力指标（单位：%）

证券代码	证券简称	ROE	ROA	销售毛利率
000538.SZ	云南白药	17.49	13.63	30.55
600276.SH	恒瑞医药	23.17	21.95	86.60
600535.SH	天士力	16.11	10.36	36.20
002422.SZ	科伦药业	9.87	6.70	59.56
600196.SH	复星医药	10.16	6.59	58.40
中位值		13.13	8.53	49.16
600079.SH	人福医药	-19.36	-2.33	39.93

资料来源：Wind

注：本表上市公司营运数据引自 Wind，与本报告附表口径存在一定差异

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 211.24 亿元，较上年同期增长 6.31%；实现净利润 18.83 亿元，较上年同期增长下降 18.03%，主要系研发费用和财务费用增长所致。

总体看，近年来，公司收入规模持续增长，期间费用对利润侵蚀严重，投资收益对利润贡献较大，整体盈利能力处于行业中等水平。受人福医药计提大额减值准备的影响，2018 年公司净利润出现亏损。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 204.31 亿元、308.59 亿元和 335.08 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 28.06%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 187.57 亿元、253.64 亿元和 279.97 亿元，年均复合增长 22.17%，低于销售收入增速。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量分别为 196.07 亿元、296.81 亿元和 308.10 亿元，呈逐年快速增长态势，年均复合增长 25.36%，主要系公司医药和文娱等板块业务规模的扩大导致采购和劳务支出增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动现金流净额分别为 8.25 亿元、11.78 亿元和 26.98 亿元。2016—2018 年，公司现金收入比率分别为 109.25%、109.28%和 100.98%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量分别为 8.57 亿元、82.67 亿元和 150.86 亿元，年均复合增长 319.64%；2017 年投资活动现金流入量较上年增长 864.92%，主要系处置子公司股权所致；2018 年投资活动现金流入量较上年增长 82.50%，主要系收回收益权本金 52.75 亿元所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 109.22 亿元、154.16 亿元和 225.47 亿元，年均复合增长 43.68%；2017 年投资活动现金流出量较上年增长 41.15%，主要系增加对外投资所致；2018 年投资活动现金流出量较上年增长 46.26%，主要系新增为债权收益权支付本金

78.58 亿元所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-100.65 亿元、-71.50 亿元和-74.61 亿元，持续呈大额净流出状态。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 260.82 亿元、282.33 亿元和 317.47 亿元，主要为银行借款和发行债券收到的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 141.62 亿元、188.51 亿元和 283.61 亿元，主要用于偿还债务本息。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 119.21 亿元、93.82 亿元和 33.86 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 38.66 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-39.33 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-16.95 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量尚可，投资活动现金持续净流出，对外部融资有较大需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.29 倍、1.35 倍和 1.13 倍，公司流动资产对流动负债的保护程度一般；速动比率分别为 0.88 倍、1.05 倍和 0.87 倍；现金短期债务比分别为 0.60 倍、0.68 倍和 0.46 倍，现金类资产对短期债务的保障能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 35.05 亿元、54.37 亿元和 34.94 亿元，呈波动下降态势。2018 年，公司 EBITDA 由折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额构成，占比分别为 14.62%、20.56%、52.46%和 12.36%。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.17 倍和 0.09 倍，EBITDA 利息倍数分别为 3.33 倍、3.91 倍和 1.78 倍，公司 EBITDA 对债务本金和利息的保障程度较低。

截至 2019 年 9 月底，公司获得授信额合计 338.32 亿元，其中未使用额度 87.80 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司控股多家上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额合计 9.33 亿元，占净资产的比重为 2.71%；目前被担保对象整体经营状况正常，公司对外担保风险可控。

截至 2019 年 9 月底，公司存在 2 起重大¹诉讼未决事项，分别为 Purdue（原告）与 Epic Pharma（被告）的知识产权纠纷（审理中，金额未决），黄严达与三特索道的股权转让纠纷（一审中，涉及金额 0.15 亿元）。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1042011100327040U），截至 2019 年 10 月 9 日，公司已结清信贷中无不良和关注类信贷信息记录；未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录。

总体看，近年来公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司行业地位突出、经营规模较大、现金类资产充裕、融资渠道畅通以及过往债务履约情况良好等因素，其整体偿债能力仍属很强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额 215.74 亿元。其中流动资产 26.40 亿元，主要为货币资金（13.66 亿元）和其他应收款（合计）（7.99 亿元）；非流动资产 189.35 亿元，主要为长期股权投资（152.99 亿元）和其他非流动资产（24.00 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 122.52 亿元，其中流动负债 70.07 亿元，非流动负债 52.45 亿元；流动负债以其他应付款（合计）（9.59 亿元）、一年内到期的非流动负债（27.62 亿元）、

¹ 单笔金额超过 500.00 万元

短期借款（12.81 亿元）和其他流动负债（10.00 亿元）为主；非流动负债由长期借款（6.69 亿元）和应付债券（45.76 亿元）构成。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 93.23 亿元，其中实收资本 45.00 亿元，资本公积 17.08 亿元，未分配利润 19.56 亿元。

2018 年，公司本部实现营业收入 18.39 亿元，投资收益 12.11 亿元，其他收益 0.01 亿元，资产处置收益 0.09 亿元，利润总额 7.28 亿元，净利润 7.28 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 31.29 亿元和 28.83 亿元，经营活动现金净流入量为 2.46 亿元；公司投资活动现金净流出量为 1.39 亿元；公司筹资活动现金净流出量为 1.44 亿元。

总体看，公司本部以非流动资产为主，其中长期股权投资占比较高，资产流动性一般；负债结构一般，银行借款及应付债券较高；实收资本和资本公积占所有者权益比例较高，所有者权益结构稳定性较好；净利润依赖于投资收益；本部经营活动现金流为净流入。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司债务总额为 423.51 亿元，本期拟发行债券规模基础额度 3.00 亿元，超额配售不超过 4.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司整体债务影响不大。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 7.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 64.91%、55.59%和 41.01%，分别较发行前上升了 0.25 个百分点、0.41 个百分点和 0.72 个百分点，债务负担略有上升。考虑到本期债券募集资金用于债务置换，实际债务负担预计将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年度相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 335.08 亿元，是本期债券发行额度（7.00 亿元）的 47.87 倍，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高；公司 2018 年 EBITDA 为 34.94 亿元，为本期债券发行额度（7.00 亿元）的 4.99 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保护程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司的行业地位、经营规模、品牌知名度等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

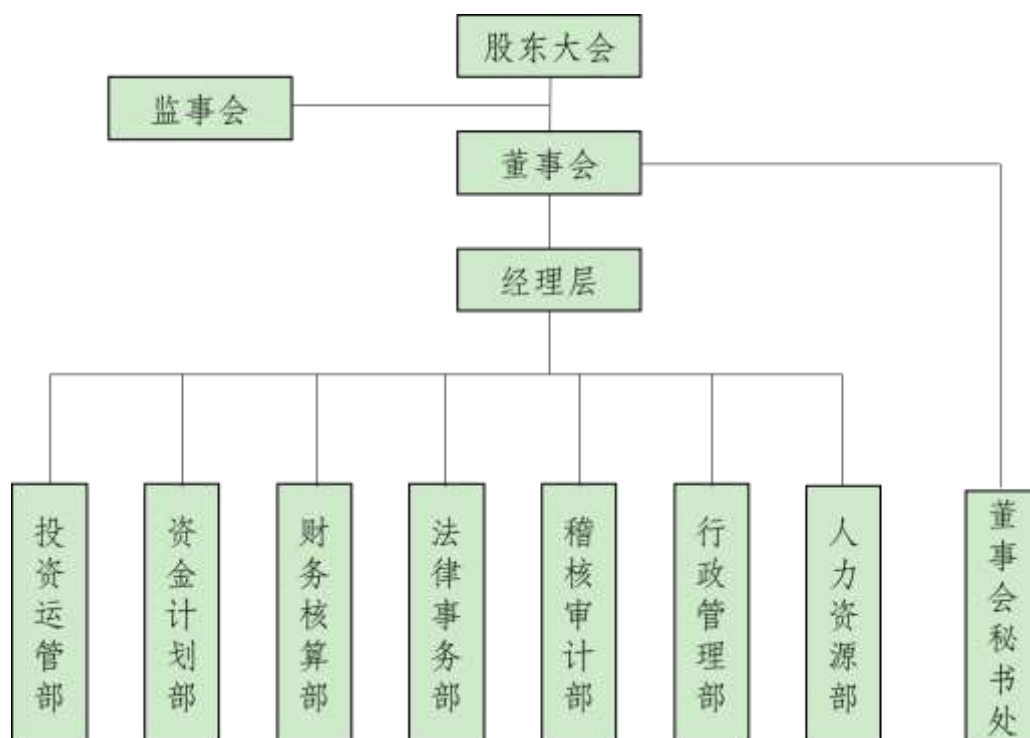
九、综合评价

公司作为湖北省大型产业集团之一，在行业地位、经营规模、业务多元化、品牌知名度以及技术水平等方面具有综合竞争优势。近年来，公司医药业务经营状况良好，资产规模不断增长，收入稳步提升，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司业务涉及板块较多，管理难度较大，所处医药行业受政策影响较大，大额应收账款对运营资金占用显著，商誉规模较大且 2018 年因计提商誉减值导致亏损，债务规模增长较快且整体债务负担重，少数股东权益占比较高以及期间费用对利润侵蚀严重等因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司医保产品的逐步放量、归核化战略的实施以及文娱板块规模的扩大，公司综合实力有望得到进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 武汉当代科技产业集团股份有限公司
组织结构图



附件 2 武汉当代科技产业集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	527.81	789.68	905.30	973.13
所有者权益（亿元）	213.78	356.00	343.98	343.90
短期债务（亿元）	114.68	149.67	210.69	191.39
长期债务（亿元）	135.54	172.13	186.09	232.12
全部债务（亿元）	250.23	321.80	396.77	423.51
营业收入（亿元）	171.69	232.11	277.24	211.24
净利润（亿元）	15.82	26.98	-3.86	18.83
EBITDA（亿元）	35.05	54.37	34.94	--
经营性净现金流（亿元）	8.25	11.78	26.98	38.66
应收账款周转次数（次）	3.33	3.60	3.31	--
存货周转次数（次）	1.94	2.15	2.13	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.35	0.33	0.22
现金收入比率（%）	109.25	109.28	100.98	103.40
总资本收益率（%）	6.70	6.90	2.04	--
总资产报酬率（%）	6.71	7.22	2.67	--
净资产收益率（%）	8.57	9.47	-1.10	5.48
营业利润率（%）	32.20	32.97	35.33	36.74
费用收入比（%）	26.37	27.15	30.17	32.16
资产负债率（%）	59.50	54.92	62.00	64.66
全部债务资本化比率（%）	53.93	47.48	53.56	55.19
长期债务资本化比率（%）	38.80	32.59	35.11	40.30
EBITDA 利息倍数（倍）	3.33	3.91	1.78	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.17	0.09	--
流动比率（倍）	1.29	1.35	1.13	1.25
速动比率（倍）	0.88	1.05	0.87	0.86
现金短期债务比（倍）	0.60	0.68	0.46	0.45
经营现金流流动负债比率（%）	4.80	4.78	7.42	10.25
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.01	7.77	4.99	--

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 其他应付款、其他流动负债及长期应付款中的债务部分已纳入长短期债务进行计算

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 武汉当代科技产业集团股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年武汉当代科技产业集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

武汉当代科技产业集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。武汉当代科技产业集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注武汉当代科技产业集团股份有限公司的相关状况，如发现武汉当代科技产业集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如武汉当代科技产业集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至武汉当代科技产业集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送武汉当代科技产业集团股份有限公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司
二〇一九年十二月二十日