

信用等级公告

联合[2018]430 号

联合资信评估有限公司通过对人福医药集团股份有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

人福医药集团股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

人福医药集团股份有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年三月十二日



人福医药集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的：偿还有息债务

评级时间：2018 年 3 月 12 日

财务数据

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

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

分析师

孔祥一 李 明

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

人福医药集团股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事医药产品的研发、生产与销售。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其作为国内麻醉药品龙头企业，在产业规模、技术研发、主导产品市场占有率、医保品种等方面具备的综合优势。近年来，公司业务规模逐渐扩大，收入规模持续增长，盈利能力较好；同时，联合资信也关注到，国家政策对管制类麻醉药价格影响较大、应收账款规模大且增长较快、有息债务持续增长等因素给公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

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

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延支付等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、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，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司产品种类丰富，涵盖了中枢神经用药、生育调节药、生物制剂、维吾尔民族药和诊断试剂多个领域；作为国内麻醉药品龙头企业，麻醉药品市场占有率高。
2. 公司拥有先进的研发平台，整体研发水平

高，新药品储备丰富。

3. 2017 年，公司盐酸氢吗啡酮注射液等多个品种进入国家新版医保目录，截至 2017 年 9 月底，公司共有 316 个品种纳入国家医保目录，未来收入及利润规模有望进一步提升。
4. 公司收入与利润规模持续增长，整体盈利能力较强。
5. 公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

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，对资金形成一定占用。
3. 公司有息负债规模持续增加，债务结构有待改善。
4. 公司近年来并购项目较多，形成大额商誉，存在一定商誉减值风险，同时并购活动对公司管理及整合能力提出更高要求。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延支付等特点，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

人福医药集团股份有限公司（以下简称“人福医药”或“公司”）原名武汉人福高科技产业股份有限公司，是 1993 年经武汉市体改委武体改（1993）217 号文批准，由中国人福新技术开发中心、武汉市当代科技发展总公司、武汉东湖新技术开发区发展总公司共同发起采用定向募集方式设立的股份有限公司。1997 年，经中国证监会证监发字[1997]240 号文批准，公司向社会公开发行 2000 万股人民币普通股，并在上海证券交易所上市，证券代码：600079.SH。2013 年 3 月，公司更名为现名。历经多次增发、资本公积金转增股本等，截至 2017 年 9 月底，公司注册资本为 12.86 亿元，其中武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代科技”）持股 24.49%，为公司第一大股东。2017 年 10 月，公司向当代科技非公开发行股票 67655240 股，公司注册资本变更为 13.53 亿元。此外，当代科技自 2017 年 6 月 28 日起的 6 个月内通过证券交易所集中竞价交易、大宗交易等合法合规方式增持公司股份，截至本报告出具日，当代科技持有公司股份数量为 396079114 股，占公司总股本的 29.26%，为公司的第一大股东，其中质押的股份数占其持股总数的 90.72%；艾路明先生合计持有当代科技 28.21% 的股份，为公司实际控制人。

公司经营范围包括：药品研发；生物技术研发；化工产品（化学危险品除外）的研发、销售；技术开发、技术转让及技术服务；货物进出口、技术进出口、代理进出口（不含国家禁止或限制进出口的货物或技术）；对医药产业、医疗机构的投资；对医药产业、医疗机构的管理；房地产开发、商品房销售（资质叁级）；组织“三来一补”业务。（上述范围中国家有

专项规定的项目经审批后或凭许可证在核定期限内经营）。

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

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

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

公司地址：武汉东湖高新区高新大道 666 号；法定代表人：王学海。

二、本期中期票据概况

公司于 2017 年注册中期票据额度共计 20 亿元，本期拟发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 10 亿元，募集资金将用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

在赎回权方面，本期中期票据依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变。自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。前3个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为集中簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）

（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。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，在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。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。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据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。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间可按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指付息日前12个月内，

发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息：①向普通股股东分红；②减少注册资本。如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前5个工作日披露《递延支付利息公告》。

在持有人救济方面，如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据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，本期中期票据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，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，本期中期票据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）考虑到利息递延时的惩罚，即每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息，从成本角度分析，公司递延利息支付的可能性不大。另外，本期中期票据除发生向普通股股东分红和减少注册资本情况，可递延支付利息且递延次数不受限制。从近年经营业绩角度看，公司经营情况稳定，2014~2016年分别实现营业收入70.52亿元、100.54亿元和123.31亿元；利润总额分别为8.21亿元、10.72亿元和13.65亿元。根据公司的对外公告，2008年以来，公司每年均根据自身情况进行分红，分红意愿很强，未来持续分红的可能性大，从经营层面上看公司递延支付利息可能性小。

表1 2008年以来公司对外分红情况

年度	分红方案 (预案)	登记日	除权日	红股上市日
2016	10派1.10 (含税)	2017-6-15	2017-6-16	--

2015	10 派 1.00 (含税)	2016-7-21	2016-7-22	--
2014	10 派 1.50 元(含税), 10 转增 10	2015-7-21	2015-7-22	2015-7-23
2013	10 派 1.20 元(含税)	2014-7-4	2014-7-7	--
2012	10 派 1.00 元(含税)	2013-7-1	2013-7-2	--
2011	10 派 0.70 元(含税)	2012-7-2	2012-7-3	--
2010	10 派 0.40 元(含税)	2011-6-7	2011-6-8	--
2009	10 派 0.40 元(含税)	2010-6-4	2010-6-7	--
2008	10 派 0.42 元(含税)	2009-5-13	2009-5-14	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延支付等特点，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、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。

三、宏观经济和政策环境

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

51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

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

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

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

措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

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

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业

的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 医药工业

（1）运行概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。2017 年 1~9 月，医药工业规模以上企业实现主营业务收入 22936.45 亿元，同比增长 11.70%，增速较上年同期提高 1.61 个百分点；实现利润总额 2557.26 亿元，同比增长 17.54%，增速较上年同期提高 1.90 个百分点。2017 年 1~9 月，规模以上医药工业主营收入利润率为

11.15%，较上年同期提升 0.69 个百分点，高于全国工业整体水平 4.98 个百分点。

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、%）

细分行业	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034.90	445.25	8.84%
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534.70	950.49	12.61%
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956.36	138.27	7.07%
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697.05	736.28	10.99%
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350.17	420.10	12.54%
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124.61	191.75	9.03%
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172.60	15.80	9.15%
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765.47	318.49	11.52%
医药工业	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.3	29635.86	3216.43	10.85%

资料来源：工信部

（2）主要子行业概况

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保持持续增长，其中化学制剂药、中成药制造、化学原料药和生物药品制造对整个行业的收入和利润贡献最大。

化学原料药行业

作为我国医药工业重要组成部分，化学原料药发展迅猛，行业销售收入和利润总额继续保持在上升通道，增势不减。2016 年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入 5034.90 亿元，同比增长 9.12%；实现利润总额 445.25 亿元，同比增长 26.84%，销售利润率有所提高。

我国是全球最大的原料药生产国之一，经过几十年发展，已形成较完整的工业体系。化学原料药行业特点包括规模大、成本低、产量高等，是医药产业升级的重要推力。化学原料药按照功效和用途可分为抗感染类、维生素类、呼吸系统用药等；按产品价值和特性可分为大宗原料药及特色原料药。大宗原料药是指需求量大、工艺成熟、不涉及专利纠纷的传统化学原料药，如抗生素、维生素等，与基础医疗保障关系紧密。特色原料药则是指专利刚过期产

品的原料药，一般来说特色原料药利润相对较高。

目前，我国化学原料药企业大多数是简单的原料供应商，依靠规模和低成本赢得市场，在特色原料药方面竞争力较弱。随着人工成本上升、环保压力加大，化学原料药难以保持价格优势，向中高端原料药挺进是未来发展趋势。

化学药制剂行业

随着国内医药经济的快速增长，目前中国有能力生产的化学药品制剂共有 60 个剂型、4500 余个品种，产能居世界首位。近年来，化学药品制剂出口发展迅速，在国内医药市场复杂多变的形势下，对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

据国家药监局统计，中国基本药物费用比重明显高于非基本药物。而随着基本药物目录为代表的国家药物政策的逐渐成型，中国通用名药品的发展将进入一个新阶段，未来化学药品制剂的需求量还将保持较快增长，疗效确切、价格低廉的国产普药及新药继续占有较大的市场份额，药品分类管理制度的实施将推动 OTC 药品进入快速发展阶段。但行业持续不断的调整势必难免，整个化学药品制剂行业在面临压

力的同时也将会得到很大的发展机遇。

2016 年，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 7534.70 亿元，同比增长 10.54%；实现利润总额 950.49 亿元，同比增长 16.36%。

中成药行业

中药即按中医理论的用药，为中国传统中医特有药物。中药包括中药材、中药饮片、中成药，为中药行业的三大支柱。其中中药材是中药饮片和中成药的原料。

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。2014 年~2016 年，中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入复合增长率分别达到 7.40%与 14.37%，市场呈现稳定增长态势。2016 年，中成药制造行业实现营业收入 6697.05 亿元，同比增长 8.59%；实现利润总额 736.28 亿元，同比增长 10.14%。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

目前国内有中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

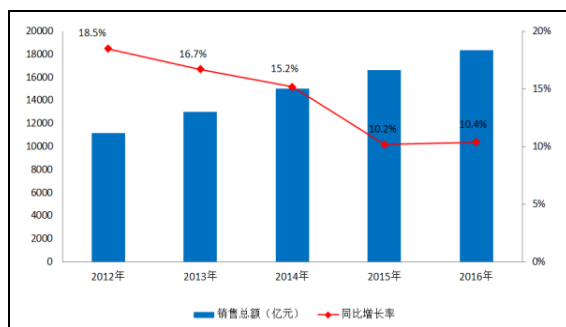
2. 医药商业

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。

3. 行业关注

（1）研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开发能力较弱。从研发模式看，中国新药研发体系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。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

（2）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”这一主旋律在推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。

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）》，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。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；对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。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。2016 年 5 月 20 日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中有慢性乙肝一线治疗药物替诺福韦酯，非小细胞肺癌靶向治疗药物埃克替尼和吉非替尼，与此前公立医院的采购价格相比，这 3 种药的谈判价格降幅均在 50% 以上。

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。

（3）中药材价格波动

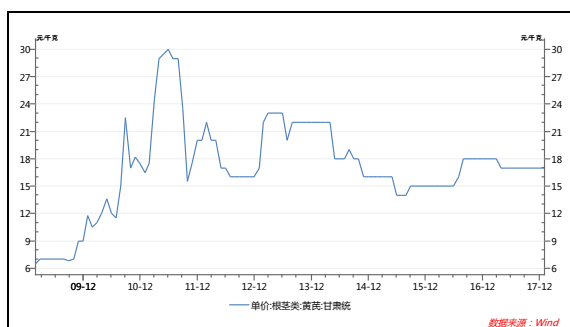
近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，直接影响中成药生产企业原材料采购成本。

药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。

中药材价格每 3~4 年呈现一个周期，波动明显，在 2009~2012 年价格持续上涨，激发了药农的种植积极性，使得中药材市场迎来了扩种潮。以甘肃省黄芪为例。2009 年以前，黄芪行情长期徘徊于 7~8 元/千克上下，药农收益甚微，种植积极性低下。2009~2010 年黄芪行情随药市利好环境带动开始上升，但受限于黄芪种苗不丰的情况，黄芪的种植规模无法跟上行情的发展趋势，并且往年累积库存不丰，2011

年黄芪行情攀升至 30 元/千克的高点。随后，药材市场整体松动加之黄芪产量逐渐得到恢复，黄芪的价格出现回落，长期波动于 17~21 元之间。2014 年起，中药材价格有所回落，甘肃地产黄芪价格从 22 元/千克下跌至 16 元/千克，并于 2015 年 7 月跌至近年来最低价 14 元/千克。截至 2018 年 1 月，黄芪价格平稳在 17 元/千克。

图 2 根茎类黄芪价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

（4）环境治理成本增加

医药行业是环保治理的 12 个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中

国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

4. 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。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。

表 3 2015 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2015 年 2 月	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》	坚持以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施，加强药品采购全过程综合监管，切实保障药品质量和供应；鼓励地方结合实际探索创新，进一步提高医院在药品采购中的参与度	有利于破除以药补医机制，加快公立医院特别是县级公立医院改革，降低药品虚高价格，减轻人民群众用药负担，预防和遏制药品购销领域腐败行为，抵制商业贿赂，推动药品生产流通企业整合重组、公平竞争，促进医药产业健康发展
2015 年 4 月	国家食品药品监督管理总局《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容
2015 年 5 月	国务院办公厅《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深
2015 年 5 月	发改委、卫计委、人社部等《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	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	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标

2015 年 7 月	国家食品药品监督管理总局《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	要求1622个已申报并待审的药品注册申请人按照相关要求对照临床试验方法，对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物的临床试验数据开展自查，确保临床实验数据真是、可靠，相关证据保存完整	有利于解决药品申请注册挤压问题，鼓励创新药研究，同时加剧企业间分化
2015 年 8 月	国务院《关于改革药品医疗器械审批制度的意见》	全面启动药品审批制度的改革以解决药物临床试验“申报难审批易”等顽疾，同时也将对创新药实行特殊审评审批制度	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2015 年 10 月	国务院办公厅《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁
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	国家食品药品监督管理总局《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中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年底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
2016 年 12 月	商务部《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》	提出要全面推进“互联网+药品流通”，就要鼓励零售连锁、药品批发企业开展基于互联网的服务创新，丰富药品流通渠道和发展模式；鼓励大中型药品批发企业、零售连锁企业重点在城市便民商圈、新建社区、农村和边远地区延伸配送与服务网络；鼓励药品流通企业、药房药店通过兼并重组、上市融资、发行债券等多种方式做强、做大	医药流通行业并购重组开始加速，行业集中度未来将进一步提升
2017 年 1 月	国务院办公厅《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	取消药品加成（不含中药饮片），通过调整医疗服务价格、加大政府投入、改革支付方式、降低医院运行成本；降低药品、医药耗材和大型医用设备检查治疗和检验等价格，重点提高诊疗、手术、康复、护理、中医等体现医务人员技术劳动价值的项目价格，理顺不同级别医疗机构间和医疗服务项目的比价关系；实施药品采购“两票制”改革	“两票制”全面提上日程，公立医药改革路径逐渐清晰
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1297个，中成药部分1238个(含民族药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4月	国家食品药品监督管理总局《医疗器械标准管理办法》	保障医疗器械安全有效，加强医疗器械标准管理；标准按照其效力分为强制性标准和推荐性标准；鼓励参与国际标准化活动，采用国际医疗器械标准	进一步明确了医疗器械国家标准、行业标准以及强制性标准、推荐性标准的关系；进一步细化了标准管理职责及标准制修订工作程序，强调标准公开和标准跟踪评价
2017年5月	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》	分级诊疗试点和家庭医生签约服务扩大至85%以上的地市；2017年9月底前公立医院取消药品加成；2017年公立医院医疗费用平均增幅控制在10%以下；完成城乡居民基本医保制度整合；加快推进仿制药质量和疗效一致性评价；开展药品上市许可持有人制度试点工作；综合医改试点省份和前三批200个公立医院综合改革试点城市所有公立医疗机构全面执行“两票制”，鼓励其他地区实行“两票制”	涉及分级诊疗、取消药品加成、医保制度、“两票制”等内容，推动医改向纵深发展
2017年8月	国家食品药品监督管理总局《关于推进药品上市许可持有人制度试点工作有关事项的通知》	持有人的权利和义务及法律责任；委托生产中的质量管理体系和生产销售全链条的责任体系；跨区域药品监管机构监管衔接；职责划分以及责任落地等事宜	在鼓励创新，优化资源配置方面释放重要利好，加快推进持有人制度试点工作

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

当前，“医疗、医保、医药”三医联动的综合改革已经进入深水区，随着相关配套政策密集出台，改革方向细化明晰。分级诊疗、现代医院管理、全民医保、药品供应保障、综合监管等方面制度建设将是下一步深化医改的重要突破方向，仿制药一致性评价、药品流通“两票制”、家庭医生签约、医保支付方式改革、医保总额控制等各项政策举措，覆了从药品供给侧到需求侧的各个重要环节。从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，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。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

6. 区域经济环境

公司位于湖北省武汉市。武汉市位于中国

中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心，总面积8494平方公里，常住人口1033.80万人。武汉历来被称为“九省通衢”之地，是中国重要的工业基地，是长江中游的商贸金融中心，是国家重要的科教基地之一，武汉是国家首批沿江对外开放的城市之一，也一直是外商投资中西部的热点地区和首选城市之一。

经济增长方面，初步核算，2017年，武汉实现地区生产总值（GDP）13410.34亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%，同比提高0.2个百分点，分别高全国、全省1.1和0.2个百分点，为2012年以来首次超过全省平均增幅，也是2010年以来首次同比回升，增速在全省17个市州中排第4位，上升9位，为近年来最好位次。其中，第一产业增加值408.20亿元，增长2.8%；第二产业增加值5861.35亿元，增长7.1%；第三产业增加值7140.79亿元，增长9.2%。产业结构继续优化，三次产业占比为3.0:43.7:53.3，第三产业比重比上年提升0.5个百分点，对全市经济增长贡献率达59.0%，拉动GDP增长4.7个百分点。

工业方面，全年规模以上工业总产值比上年增长13.2%，同比加快7.4个百分点，增速创2013年以来年度新高。规模以上工业增加值增长7.7%，加快2.7个百分点，增速分别高全国、全省1.1和0.3个百分点，为2014年以

来再次超过全省。从行业看，十大大重点行业增加值“10升1降”。其中，日用轻工、汽车及零部件、信息技术制造行业增速靠前，分别比上年增长25.7%、17.4%、17.3%。从产品产量看，列入“三新经济”统计的工业产品中，电子计算机整机1279.75万台，增长52.3%；新能源汽车5963辆，增长99.3%。

人民生活方面，2017年，武汉全体居民人均可支配收入38642元，比上年增长9.21%，增速加快0.27个百分点。城镇常住居民人均可支配收入43405元，增长9.23%，加快0.17个百分点；农村常住居民人均可支配收入20887元，增长9.06%，加快0.99个百分点。

总体看，近年来武汉市经济稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至本报告出具日，公司注册资本为13.53亿元，其中当代科技持股29.26%，为公司第一大股东；艾路明先生合计持有当代科技28.21%的股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是以药品的生产和销售为主业的大型医药企业。

医药制造方面，公司长期专注于中枢神经用药、生育调节药、维吾尔药及生物技术药等特色医药的研发、生产和销售。公司是国内13家定点麻醉药品生产企业之一，子公司宜昌人福药业有限责任公司（以下简称“宜昌人福”）生产的枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸氢吗啡酮注射液等产品为国家管制类产品，具有较强的政策壁垒；子公司湖北葛店人福药业有限责任公司（以下简称“葛店人福”）的复方米非司酮片为全国独家品种，市场占有率位居行业前列。目前，公司及下属子公司拥有576个药品生产批文，其中有48个独家品规产品。2017年2月，人力资源社会保

障部发布国家医保目录（2017年版），公司盐酸氢吗啡酮注射液新进入国家医保目录，注射用盐酸瑞芬太尼取消了“限手术麻醉”的备注。目前公司共有141个品种纳入国家基药目录，316个品种纳入国家医保目录。

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

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

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

3. 人员素质

截至2017年底，公司拥有董事8人，其中独立董事3人，董事和高级管理人员共12人，均具有大学本科及以上学历，同时具有多年医药行业的管理经验，管理团队整体素质高。

公司董事长王学海先生，44岁，中共党员，武汉大学企业管理博士。2015年6月至今任当代科技董事，2006年9月至今任公司董事长。

公司总裁李杰先生，63岁，大学本科学历，正高级工程师。2001年8月起任宜昌人福董事长，2003年5月起任公司董事，2006年9月起任公司总裁。

截至2016年底，公司拥有员工13030人。

按照教育程度划分，博士占 0.48%，硕士占 4.64%，本科占 28.37%，大专占 31.26%，中专及以下占 35.25%；按照专业构成划分，行政人员占 10.64%，技术人员占 14.50%，生产人员占 36.02%，销售人员占 35.41%，财务人员占 3.43%。

总体看，公司高层领导管理经验丰富；公司员工生产人员所占比重高，整体文化素质较高，符合医药生产企业特点。

4. 技术水平

在药品开发方面，公司研发实力雄厚，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 2017 年底，公司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，医药研发人员超过 1200 人，其中博士 46 人，外聘专家 31 人，其中享受国务院津贴专家 5 人。公司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 年由公司与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，公司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。

公司研发领域涉及麻醉药、生育调节药、中枢神经用药、恶性肿瘤药物、心脑血管药物、糖尿病药物等多个重大领域，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。

近年来，公司研发投入持续增长。2016 年，公司研发投入 5.02 亿元，占营业收入的比重为 4.07%。

表 4 公司主要在研产品及进展情况

研发项目	药（产）品基本信息	进展情况
M6G	注册分类：化药 1 类 适应症/功能主治：中度到重度疼痛的治疗	临床审评
苯磺酸瑞马唑仑	注册分类：化药 1 类 适应症/功能主治：适用于麻醉诱导和静脉全身麻醉的维持；用于诊断或治疗性操作时病人的镇静；ICU、病人镇静	进行临床试验
磷丙泊酚钠	注册分类：化药 1 类 适应症/功能主治：适用于全身麻醉诱导的静脉麻醉	进行 III 期 临床试验
异氟烷	注册分类：化药 2 类 适应症/功能主治：全身麻醉诱导	进行 II 期 临床试验
PARP 抑制剂	注册分类：化药 1 类 适应症/功能主治：适用于 BRCA 突变或缺失以 PARP 酶过度表达的恶性实体瘤（如卵巢癌、乳腺癌、胰腺癌以及小细胞肺癌等）的单独用药或与放疗联合治疗	进行 I 期 临床试验
BTK 抑制剂	注册分类：化药 1 类 适应症/功能主治：类风湿性关节炎治疗	进行临床试验
pUDK-HGF	注册分类：生物制品 1 类 适应症/功能主治：血管生成促进剂。用于肢体动脉闭塞症；肢体静息痛和/或缺血性溃疡的患者	申报 III 期临床
盐酸阿芬太尼	注册分类：化药 3 类 适应症/功能主治：为麻醉时用的强效镇痛药，适用于短小手术	准备申报生产
人凝血因子 VIII	注册分类：治疗用生物制品 15 类 适应症/功能主治：本品对缺乏人凝血因子 VIII 所致的凝血机能障碍具有纠正作用，主要用于防治甲型血友病和获得性凝血因子 VIII 缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗	进行临床试验

资料来源：联合资信根据公司 2016 年年报整理

在药品质量方面，公司高度重视产品质量，截至 2017 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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》及中国其他相关法律法规的规定设立董事会和监事会。股东大会为公司的最高权力机构，董事会是股东大会的执行机构，监事会为监督机构，总经理负责公司的日常经营与管理工作。截至 2017 年底，公司董事会由 8 名董事组成，其中独立董事 3 名，董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、战略与发展委员会和内部控制监察委员会；监事会由 5 名监事组成，其中 2 名为职工代表。

公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构基本完善，组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求，同时也符合《上市公司治理准则》的要求。

2. 管理水平

公司本部内设行政管理部、财务管理部、人力资源部、医药研究院、医药事业部、投资管理部、医疗事业部、企业文化部、法律事务部、公共事务部和审计部 11 个职能部门，各部门分工明确，能较好地满足业务运营的实际需要。

为规范股份企业管理，满足资本市场对上市公司的监管要求，公司结合实际情况，编制了《内部控制手册（2013 版）》，从投资、生产、经营、财务、监督检查等方面，建立了一系列业务流程的风险控制体系，并自 2013 年 11 月 14 日起在公司集团内施行。

公司目前采用公司本部和控股子公司二级管理模式。公司本部作为集团的控制中心，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，按业务板块在生产经营方面相对独立发展。

在财务管理方面，公司制定了《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贯彻执行。会计岗位设置按照了“责任分离、相互制约”原则，执行重要会计业务和电算化操作授权规定，按规定组织对账。

在药品质量控制方面，公司建立了标准化的生产管理系统和质量保证体系，有序推进新版 GMP（药品生产质量管理规范）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。公司及下属子公司拥有 17 个药品 GSP 证书。

在人力资源管理方面，公司编制了《人力资源管理标准化手册》，明确了高级管理人员的权、责、利，加强了对高级管理人员的监督和管理；同时明确了员工的岗位任职条件，人员的胜任能力及评价标准、培训措施等，形成了有效的绩效考核与激励机制。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展提供了有力的内部保障。

七、重大事项

1. 非公开发行股票

2015 年 3 月，公司向当代科技、汇添富基金、兴业全球基金、王学海和李杰非公开发行人民币普通股 1.14 亿股，扣除发行费用后实际募集资金净额 25.14 亿元，用于偿还银行贷款、偿还短期融资券和补充流动资金；其中新增注册资本 1.14 亿元，增加资本公积 23.99 亿元。

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

本次非公开发行后，公司新增注册资本6765.52万元，增加资本公积109462.37万元。本次发行前，当代科技持有公司320252724股股份，占公司总股本的24.90%。本次发行完成后，当代科技持有公司387907964股股份，占公司总股本的28.66%，仍为公司控股股东。截至本报告出具日，公司注册资本为13.54亿元，其中当代科技持股29.26%。

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

2. 企业合并

近年来，公司不断加快合并步伐。2015年以来，公司陆续收购了建德市医药药材有限公司70%股权、宜昌三峡制药有限公司（以下简称“三峡制药”）75%股权（2017年5月投资4.33亿元增资收购剩余股权达到100%控股）、黄石大冶有色医药管理有限公司75%股权、杭州福斯特药业有限公司70%股权、四川人福医药有限公司（原名：成都万隆亿康医药有限公司）70%股权，并于2016年收购了Epic Pharma, LLC（以下简称“Epic Pharma”）和其附属企业Epic RE Holdco, LLC（以下简称“RE Holdco”）100%股权。公司的并购动作丰富了产品结构，加快了海外布局，有利于增强整体竞争实力。同时，联合资信关注到，公司多次并购形成大规模商誉，存在一定商誉减值风险。

经2016年第一次临时股东大会审议批准，公司决定通过全资子公司Humanwell Healthcare USA, LLC（以下简称“人福美国”），以5.29亿美元收购Epic Pharma 100%的股权，

以0.21亿美元收购其附属企业RE Holdco 100%的股权，迈出了国际化战略重要的一步。Epic Pharma 是一家集研发、生产、销售为一体的美国医药企业，具备管制类药品生产资质（美国药品监管局DEA认证），该公司目前生产经营200多个品规的化学仿制药。根据大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《审计报告》（大信审字[2016]第1-01133号和大信审字[2016]第1-01134号），截至2015年底，Epic Pharma（含RE Holdco）资产总额3.76亿元，净资产2.22亿元，2015年实现营业收入7.34亿元，净利润3.61亿元。人福美国已于2016年5月支付全部股权转让款5.5亿美元（人民币36.00亿元），Epic Pharma和RE Holdco于2016年6月起纳入公司合并报表。Epic Pharma和RE Holdco可辨认净资产在购买日公允价值分别为人民币7.69亿元和0.55亿元，公司合并成本分别为34.63亿元和1.37亿元，差额人民币26.93亿元和0.82亿元确认为商誉。自并购以来，Epic Pharma 经营情况稳定，2016年6~12月实现营业收入4.41亿元，实现净利润1.55亿元。

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，资金来源为自有资金）。其中，公司以1.2亿美元收购武汉杰士邦卫生用品有限公司（以下简称“杰士邦公司”）54%的股权¹；公司全资子公司RFSW Investment Pte. Ltd.（以下简称“人福新加坡”）与CITIC Capital Cupid Investment Limited 共同设立RFSW Management Pte. Ltd.（后更名为“Lifestyles Holdco Pte. Ltd.”，以下简称“新加坡健康护理”，人福新加坡持股比例60%），由新加坡健康护理以4亿美元（公司出资1.05亿美金，CITIC Capital Cupid Investment Limited 出资0.70亿美金，招商银行向人福新加坡提供SPV 2.25亿美金并购贷款）收购Ansell Ltd. 下

¹公司原持有杰士邦公司5.00%股权。

属全球（除中国外）两性健康业务。截至 2016 年底，杰士邦公司资产总额为 3.63 亿元，所有者权益为 2.41 亿元，2016 年营业收入为 4.39 亿元，利润总额为 0.82 亿元。截至 2017 年 9 月 4 日，公司与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 已支付全部股权转让款并完成绝大部分交易标的交割²，杰士邦公司、新加坡健康护理下属子公司自此纳入公司合并报表范围。为优化运营管理架构，公司将持有的杰士邦公司 59%的股权作价人民币 8.054 亿元增资到公司全资子公司人福新加坡，随后人福新加坡将杰士邦公司 59%的股权增资至新加坡健康护理。截至 2017 年 12 月 26 日，公司已办理完成杰士邦公司股东变更工商登记手续，新加坡健康护理持有杰士邦公司 59%的股权，人福新加坡对新加坡健康护理的持股比例由 60%提升至 76.33%，本次交易已实施完毕。

2017 年 6 月，公司全资子公司 Humanwell Healthcare USA, LLC（以下简称“人福美国”）决定出资不超过 1 亿美元，在美国与 BLUE RIDGE HOLDING (CAYMAN) LIMITED 共同投资，参股 AGIC-HUMANWELL BLUE RIDGE (US) LIMITED（以下简称“汉德人福”），再由汉德人福以 6.05 亿美元（人福实际出资 1 亿美金）收购 RiteDose Holdings I, Inc.（简称“RiteDose”）100%股权（无业绩承诺，资金来源为自有资金）。RiteDose 是美国一家采用 Blow-Fill-Seal 技术（即“吹瓶——灌装——封口”技术，以下简称“BFS 技术”）生产单剂量无菌药剂的制造商，70%的业务为合同研发及制造，30%的业务为自有仿制药的生产销售。2016 年 RiteDose 无菌药剂年产量超过 17 亿支，产品主要用于呼吸类和眼科疾病的治疗。通过本次交易，公司获得 RiteDose 全部产品和技术向国内引进（包括产品或服务进口、技术转移、知识产权授权等）的优先权利。截至 2017 年 9 月 15 日，人福美国向汉德人福出资 9856 万美元并持有其 24.36%的股

权，汉德人福已支付全部股权转让价款并完成 RiteDose 股份受让过户手续，本次交易实施完毕。截至 2016 年底，RiteDose 资产总额为 1.81 亿美元，所有者权益为 0.58 亿美元，2016 年营业收入为 1.05 亿美元，利润总额为 0.44 亿美元。

上述海外并购项目从市场资源、渠道拓展、技术引进等方面进一步提高公司核心竞争力。

3. 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 18.73 亿元。

公司于 2017 年 11 月将持有的宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司（以下简称“普诺丁”）100%的股权转让给京山京源科技投资有限公司（以下简称“京源科技”）。普诺丁原为公司全资子公司，于 2017 年 8 月由公司全资子

²截至 2017 年 10 月 10 日，所有交易标的完成交割。

公司三峡制药分立设立，分立后承接缬氨酸、异亮氨酸等氨基酸原料业务。受产品价格增幅不及预期、生产成本负担较重、行业竞争能力较弱等因素影响，公司氨基酸原料业务 2016 年实现营业收入 3227 万元，净利润-5897 万元；2017 年 1~9 月实现营业收入 3685 万元，净利润-5052 万元。公司预计普诺丁氨基酸原料业务在短期内仍将处于亏损状态，因此公司出售普诺丁并退出氨基酸原料业务。截至 2017 年 9 月底，普诺丁资产总额 6.99 亿元，净资产 4.67 亿元（该数据未经审计）。公司经与京源科技协商，确定普诺丁 100% 股权的转让价格为 3.50 亿元，截至 2017 年 12 月 26 日，公司已收到京源科技支付的 51% 的股权受让价款，即人民币 17850 万元，并配合完成相关工商变更登记

手续，普诺丁不再纳入公司合并报表范围。

总体看，上述资产出售有利于公司进一步改善资产结构，集中发展具有竞争优势的细分领域，符合公司发展战略和长远利益。

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。公司产品线丰富，细分行业上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；治疗领域上涵盖了中枢神经用药、生育调节药、生物制品、维吾尔民族药和诊断试剂多个领域。

表5 近年来公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
医药板块	686846.28	97.40	986417.64	98.11	1228116.29	99.60	1064332.65	99.62
其中：化学药品制剂	446208.85	63.28	673410.39	66.98	764432.05	61.99	647743.33	60.62
化学原料药	20595.24	2.92	54120.55	5.38	72372.24	5.87	58301.13	5.46
中药	38904.66	5.52	46526.42	4.63	91848.40	7.45	70853.38	6.63
生物制剂	33687.45	4.78	41328.16	4.11	34864.12	2.83	20652.24	1.93
其他医药健康产品	147450.09	20.91	171032.13	17.01	264599.48	21.46	266782.56	24.97
其他业务	18316.52	2.60	18980.20	1.89	4978.72	0.40	4110.17	0.38
合计	705162.80	100.00	1005397.84	100.00	1233095.01	100.00	1068442.82	100.00

资料来源：公司提供

表6 近年来公司毛利率情况

业务板块	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
医药板块	41.69%	36.14%	36.71%	39.01%
其中：化学药品制剂	45.13%	37.62%	40.65%	44.06%
化学原料药	17.91%	20.42%	28.74%	20.47%
中药	50.51%	47.91%	37.05%	39.07%
生物制剂	37.31%	39.19%	40.38%	57.34%
其他医药健康产品	33.82%	31.38%	26.88%	29.34%
其他业务	27.81%	46.85%	56.38%	67.87%
合计	41.33%	36.35%	36.79%	39.12%

资料来源：公司提供

2014~2016 年，得益于医药主业销售规模的持续扩大，公司营业收入保持快速增长，实现营业收入年均复合增长 32.24%。2016 年，公司实现营业收入 123.31 亿元，同比增长

22.65%。近三年公司医药板块收入年均复合增长 33.72%，2016 年医药板块实现营业收入 122.81 亿元，同比增长 24.50%，占公司整体营业收入的 99.60%，主业地位愈见突出。2014

和 2015 年，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”）和非医药相关的劳务、运输、材料等其他收入；2016 年起公司将贝龙环保的收入调整计入主营业务收入。2016 年，公司其他业务实现收入 0.50 亿元，对公司收入贡献很小。

医药主业方面，从收入构成看，公司以化学药品制剂、化学原料药、中药、生物制剂和其他医药健康产品为主。近年来，化学药品制剂和其他医药健康产品为公司收入贡献主要来源。2016 年，公司化学药品制剂实现营业收入 76.44 亿元，同比增长 13.52%，占营业收入的比重为 61.99%；由于统计口径的变化，公司其他医药健康产品实现营业收入 26.46 亿元，同比增长 54.71%，占营业收入的 21.46%。2016 年，公司化学原料药和中药收入分别为 7.24 亿元和 9.18 亿元，分别较上年增长 33.72%和 97.41%，占营业收入的比重分别为 5.87%和 7.45%，其中中药收入增长系新疆维药销售增长所致；受出售深圳新鹏生物工程有限公司股权影响³，生物制剂营业收入同比下降 15.64%至 3.49 亿元，占营业收入的 2.83%。

毛利率方面，受成本支出快速增长的影响，2014~2016 年，公司综合毛利率波动下降，但仍保持较高水平，其中 2016 年为 36.79%，同比变化不大。近三年，公司医药主业毛利率变动趋势与综合毛利率一致，2016 年为 36.71%。近三年，化学药品制剂的毛利率有所波动，分别为 45.13%、37.62%和 40.65%；化学原料药的盈利能力一般，但公司通过控制采购和生产环节的成本费用支出，拉动毛利率不断提升，2016 年化学原料药的毛利率为 28.74%，同比提高 8.32 个百分点；受益于生产工艺技术水平的改进，生物制剂近三年毛利率呈上升趋势，2016 年为 40.38%；受原材料成本提高的影响，公司中

药产品近三年毛利率持续下滑，分别为 50.51%、47.91%和 37.05%；其他医药健康产品的毛利率亦持续下滑，近三年分别为 33.82%、31.38%和 26.88%。

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

公司的业务包含药品的生产和销售。近年来，公司积极延伸产业链，医药工业和医药商业并举发展，2016 年分别实现收入 56.61 亿元和 66.20 亿元，分别同比增长 44.56%和 11.30%。医药商业的快速发展使得其在公司医药板块中的收入比重明显提升，2016 年医药工业、医药商业在医药板块收入中分别占 46.10%和 53.90%。2017 年 1~9 月，公司医药商业业务实现收入 60.29 亿元，对医药主业收入的贡献进一步提升。

总体看，公司主营业务突出，近年来随着医药商业的整合及布局，公司收入稳定增长，主要产品保持较高毛利率，总体经营情况良好。

2. 医药制造

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

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

³由于深圳新鹏产品缺乏竞争优势，公司于 2016 年 1 月将深圳新鹏 100%股权以 2.35 亿元转让，形成投资收益 1.63 亿元。

表 7 公司主要产品产量情况

治疗领域	产品名称	产量		
		2014 年	2015 年	2016 年
中枢神经用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	4572.42	3426.57	3301.53
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	2189.45	3022.32	3027.29
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	929.32	1274.10	1197.89
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	700.42	842.47	1248.21
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	5.79	43.08	62.60
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	557.07	636.56	559.84
	黄体酮原料药（kg）	38847.17	39779.50	41032.60
生物制品	人血白蛋白（万瓶）	17.47	28.98	26.47
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	--	--	164.57
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	--	--	17.50

资料来源：公司提供

表 8 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/支、元/盒）			
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
中枢神经用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	4458.52	3822.29	3667.90	2848.12	29.81	29.78	28.49	29.82
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	2217.83	2852.80	3003.83	2645.37	346.06	346.72	345.70	346.61
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1014.97	1088.86	1155.12	1004.40	382.58	381.95	382.87	382.43
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	721.04	761.35	897.70	835.31	43.92	44.59	61.25	61.50
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	9.06	36.49	59.81	80.54	547.68	548.72	548.72	548.72
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	568.75	631.88	566.95	346.37	17.27	16.90	16.95	17.42
	黄体酮原料药（kg）	39382.99	39615.35	41497.31	44861.21	21.33	21.27	20.54	19.56
生物制品	人血白蛋白（万瓶）	16.37	27.16	32.08	25.08	354.27	355.56	358.82	356.32
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	--	--	168.86	102.10	--	--	1.54	1.55
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	--	--	15.28	19.01	--	--	223.48	218.74

资料来源：公司提供

注：因产品的品规不同，上表中的售价为均价。

（1）生产经营

中枢神经用药

2014~2016 年，公司中枢神经用药销售收入持续增长，分别为 199969.16 万元、218766.15 万元和 247298.63 万元，是公司营业收入的重要来源。

公司中枢神经用药的研发、生产与销售主要依托下属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，宜昌人福处于领先地位。从生产能力看，截至 2017 年 9 月底，公司已具备年产小容量注射液 6 亿支、冻干粉针 2000 万瓶、片剂 50 亿片、颗粒剂 2000 万袋、胶囊 2.5 亿粒、糖浆及口服液 1000 万瓶的生产能力。

宜昌人福（公司持有其 67%股权）注册资本 2.94 亿元，是国家麻醉药品定点研发生产企业、国家重点高新技术企业，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 2016 年底，宜昌人福资产总额为 291896.62 万元，净资产 189346.75 万元；2016 年实现营业收入 224170.78 万元，同比增长 7.85%，净利润 54874.24 万元，同比增长 5.51%。

武汉人福（公司持有其 98.33%股权，宜昌人福持有其 1.67%股权）注册资本 2.60 亿元，是国家级高新技术企业。该公司目前拥有生产批件 62 个，22 个品种被列入国家医保目录，其中列入甲类医保目录 7 个，主要产品有奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液、布洛芬混悬液、注射用多索茶碱、注射用尿激酶、醋酸奥曲肽注射液等。截至 2016 年底，武汉人福资产总额为 39331.40 万元，净资产 32659.16 万元；2016 年实现营业收入 29694.88 万元，同比增长 26.94%，净利润 5026.54 万元，同比下降 25.64%。

2014~2016 年，公司中枢神经用药主要产品产销量稳步提升。2016 年，受公司产品结构调整的影响，除第一代产品枸橼酸芬太尼注射液的产销规模分别同比下降 3.65%和 4.04%外，枸橼酸舒芬太尼注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、咪达唑仑注射液和盐酸氢吗啡酮注射液的产销量均较去年有所增长。2016 年，宜昌人福整合医学、市场、销售等多线工作，麻醉药品多科室终端拓展已步入正轨，咪达唑仑注射液和盐酸氢吗啡酮注射液的销量分别同比增长 17.91%和 63.91%，公司麻醉药品继续保持行业领先地位。价格方面，公司上述中枢神经药近三年销售价格变化不大，但麻醉药受国家价格政策影响较大，新医改背景下政府的药品降价政策可能对公司盈利能力产生一定负面影响。

2017 年 1~9 月，公司中枢神经用药实现收入 22.21 亿元，主要产品售价保持稳定，产

销规模稳步增长。其中枸橼酸舒芬太尼注射液实现销量 2645.37 万支，同比增长 19.37%；新进入医保目录的盐酸氢吗啡酮注射液完成销量 80.54 万支，同比增长 110.01%。

生育调节药

2014~2016 年，公司生育调节药销售收入分别为 33022.76 万元、30172.46 万元和 37972.11 万元。

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。

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

近年来，公司生育调节药黄体酮原料药的产销量均呈增长趋势，售价保持稳定。2016 年，黄体酮原料药的产销量分别同比增长 3.15%和 4.75%。米非司酮制剂的产销量 2016 年出现下滑，主要系葛店人福调整产品结构所致。

2017 年 1~9 月，公司生育调节药实现销

售收入 3.15 亿元，黄体酮原料药实现销量 44861.21kg。

维吾尔民族药

2014~2016 年，公司维吾尔民族药销售收入分别为 24205.36 万元、27990.05 万元和 33313.70 万元。

公司维吾尔民族药品业务主要依托下属控股子公司新疆维药进行。新疆维药（公司持有其 70.68% 股权）注册资本 2000.00 万元，是国家重点高新技术企业，目前拥有 20 个国药准字产品文号，其中有 12 个全国独家品种，4 个国家中药保护品种，12 个品种被列入国家医保目录，19 个品种被列入新疆维吾尔自治区地方医保目录，主要产品有祖卡木颗粒、寒喘祖帕颗粒、复方木尼孜其颗粒、通滞苏润江胶囊、养心达瓦依米西克蜜膏、石榴补血糖浆、护肝布祖热颗粒等。截至 2016 年底，新疆维药资产总额 37894.88 万元，净资产 19846.14 万元；2016 年实现营业收入 34099.63 万元，同比增长 15.17%，实现净利润 3780.93 万元，同比增长 3.20%。截至 2017 年 9 月底，新疆维药资产总额 4.40 亿元，所有者权益 2.16 亿元，2017 年 1~9 月实现营业收入 2.60 亿元，净利润 0.30 亿元。

近年来随着政府支持力度的增强以及营销推广能力的提升，近年来，新疆维药生产的祖卡木产销量不断增长，2016 年分别为 810 万盒和 791 万盒，价格方面保持稳定。

生物制品

2014~2016 年，公司生物制品销售收入分别为 18975.35 万元、41328.16 万元和 34864.12 万元。

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

海外业务

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，2016 年，美国普克和武汉普克持续加强商业渠道拓展，全年实现销售收入 23953.55 万元，公司制剂出口业务进一步降低亏损。Epic Pharma 目前生产经营 200 多个品规的化学仿制药，主要产品有熊去氧胆酸胶囊、盐酸羟考酮速释片、舒林酸片、盐酸氯苯甲嗪、盐酸尼卡地平等。自并购以来，Epic Pharma 经营情况稳定，2016 年 6~12 月实现营业收入 44119.22 万元，净利润 15462.45 万元。宜昌人福口服固体制剂车间于 2017 年 1 月获得美国 FDA 认证通过，并取得了美国 Perrigo、Cardinal 等公司订单，于 2016 年底开始向美国市场销售 OTC 片剂仿制药。

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

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、缬氨酸、异亮氨酸、醋酸赖氨酸、亮氨酸等。

（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；随着当阳浆站的建成，公司在血源采集能力方面有所提升。总体看，公司主要原材料供应充足。

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，2016年公司前5名供应商采购金额合计占总采购金额的比重为17.68%，集中度尚可。

表9 2016年公司前5名供应商情况(单位:万元、%)

供应商名称	金额	占当期采购比例
罗氏诊断产品(上海)有限公司	91358.70	10.60
华润医药商业集团有限公司	19349.53	2.25
九州通医药集团股份有限公司	14487.48	1.68
安徽阜阳润生源药业有限公司	14390.70	1.67
国药控股股份有限公司	12747.05	1.48
合计	152333.46	17.68

资料来源：公司提供

（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）均采用专业招商代理模式，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10 2016年公司销售收入各区域占比

地区	2016年
东北	0.67%
华北	21.29%
华中	44.51%
华东	13.81%
西北	2.77%
西南	5.24%
华南	3.11%
出口(含境外)	8.61%
合计	100.00%

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；2016 年公司在上述两个区域销售合计占比 65.80%，较上年占比（72.68%）有所下降。

从客户集中度来看，2014~2016 年公司前五名销售商销售金额合计占总销售金额的比重分别为 31.42%、24.98%和 22.00%，集中度呈下降趋势。

表 11 2016 年公司前 5 名客户情况（单位：万元、%）

客户名称	金额	在营业收入中占比
国药集团药业股份有限公司	147909.07	11.99
华中科技大学同济医学院附属医院	55691.98	4.52
上海医药分销控股有限公司	23632.30	1.92
重庆医药（集团）股份有限公司特殊药品分公司	23176.80	1.88
中国人民解放军总医院及其附属医院	19788.06	1.60
合计	270198.00	22.00

资料来源：公司提供

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，血液制品和海外业务的逐步发展，公司收入及利润有望持续增长。

3. 医药商业

为实现医药产业工商有效互动，近年来公司不断加快医药流通业务的发展。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。

2014~2016年，公司医药流通业务分别实现营业收入36.39亿元、59.48亿元和66.20亿元，在医药板块收入占比逐年提升，2016 年达 53.90%。2017年1~9月，公司医药商业业务实

现收入60.29亿元，对医药主业收入的贡献进一步提升。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，注册资金4亿元。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、人福昕和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15家商业公司，基本实现了湖北省内配送网络全覆盖，形成了以药品销售为主，以医疗器械、诊断试剂为辅的经营模式，积累了坚实的产品、网络及客户等核心资源。截至2016年底，人福湖北资产总额348766.45万元，所有者权益66694.30万元；2016年实现营业收入350731.07万元，同比增长22.79%，净利润6536.48万元，同比增长63.98%。截至2017年9月底，湖北人福资产总额44.24亿元，所有者权益7.65亿元；2017年1~9月实现营业收入31.98亿元，净利润0.62亿元。

北京医疗是罗氏诊断产品（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2016年底，北京医疗资产总额92856.26万元，所有者权益69421.90万元；2016年实现营业收入100511.71万元，同比增长17.98%；实现净利润21219.48万元，同比增长11.20%。截至2017年9月底，北京医疗资产总额11.05亿元，所有者权益8.71亿元，2017年1~9月实现营业收入8.21亿元，净利润1.77亿元。

此外，公司稳健复制湖北商业模式至省外如四川区域。公司于2016年3月以3.50亿元收购了四川人福医药有限公司（以下简称“四川人福”，前身为成都万隆亿康医药有限公司）70%股权。2017年以来，四川人福逐步展开并购活动，目前已经完成省内成都、广安、宜宾、泸州、自贡、广元、德阳、绵阳、南充、攀枝花等地近20家商业公司的并购和4家事业部的建立，所销售产品基本实现了除甘孜、阿坝、凉山三州外的医疗机构全覆盖。截至2016年底，四川人福资产总额2.08亿元，所有者权益1.36亿元，2016年实现营业收入2.80亿元，净利润0.48亿元。截至2017年9月底，四川人福资产总额8.88亿元，所有者权益2.23亿元，2017年1~9月实现营业收入4.45亿元，净利润0.48亿元。

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。2016年，医院纯销占医药流通收入比重为84.14%；商业调拨占12.86%，是医院纯销的有效补充；药店零售仅占3.00%，比重较小。

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，医药流通区域龙头的地位初显。

4. 经营效率

2014~2016年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数呈波动态势，三年平均值分别为2.86次、4.04次、0.62次，2016年分别为2.78次、3.98次、0.55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

公司将坚持在医药细分领域专业发展，通过研发和市场的良性互动并辅以外延并购，重点发展生物制药、中药、化药新型制剂、医疗器械及诊断试剂产品，做“专、精、特、新”的细分市场领导者。同时，公司将面向全球医药市场进行产业布局。在医疗服务方面，公司将灵活采用收购、合作、新建、产业基金投资、战略联盟等合作方式，快速集聚医疗服务资源，布局区域性医疗服务网络，打造医疗健康服务品牌。

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

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

表 12 公司主要在建项目未来投资情况（单位：万元）

项目名称	资金来源		总投资	截至 2017 年 9 月底投资额	2017 年 10-12 月投资计划	2018 年计划投资	2019 年计划投资
	自筹	贷款					
钟祥市人民医院新院区建设项目	30900.00	24000.00	54900.00	39663.36	4868.18	10368.47	--

喜吉包装厂项目	30000.00	--	30000.00	2445.23	4236.87	23317.90	--
宜昌妇幼新院区项目	26000.00	--	26000.00	4584.19	3076.52	18339.29	--
黄石人福医院新业务大楼建设项目	26000.00	--	26000.00	379.68	1026.49	17215.68	7378.15
合计	112900.00	24000.00	136900.00	47072.46	13208.06	69241.34	7378.15

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014~2016 年财务报表均已经过大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2017 年前三季度财务数据未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2014 年纳入合并报表范围子公司 71 家；2015 年纳入合并报表范围子公司 93 家；2016 年纳入合并报表子公司 132 家，较上年底增加 39 家，其中新合并子公司 7 家，处置子公司 3 家，新设立子公司 36 家，丧失控制权 1 家。截至 2017 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司共 169 家，较 2016 年底增加 37 家，其中非同一控制下企业合并收购子公司 28 家，分立新设 3 家，新设子公司 18 家，处置子公司 12 家。总体看，随着公司自身业务持续扩张及外延式收购的不断进行，合并范围的变动较大，对公司财务数据的可比性有一定影响。

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

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

2. 资产质量

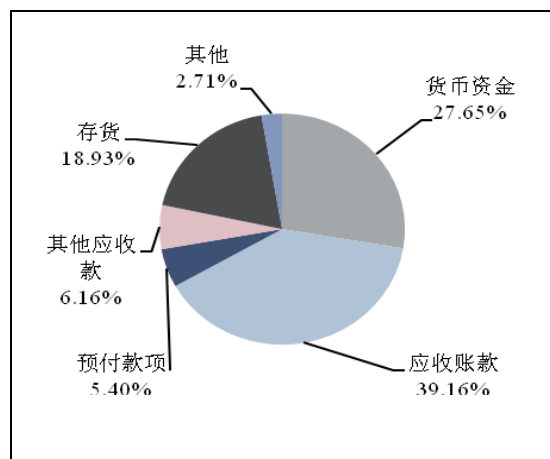
2014~2016 年，伴随经营规模及合并范围的不断扩大，公司资产规模快速增长，年均增长率为 47.38%。截至 2016 年底，公司合并资产总额 264.28 亿元，同比增长 45.59%；其中流

动资产占 43.92%，非流动资产占 56.08%，公司资产以非流动资产为主，除商誉比重大幅增长外，资产构成与 2015 年相比变化不大。

（1）流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 35.30%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 116.06 亿元，同比增长 24.46%，主要来自货币资金、应收账款、存货等的增长。

图 3 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2016 年审计报告

2014~2016 年，随着公司收入规模的快速增长和非公开发行业务的完成，公司货币资金持续增长，年均复合增长率为 47.24%。截至 2016 年底，公司货币资金 32.09 亿元，同比增长 33.09%，以银行存款（占 84.36%）为主。截至 2016 年底，公司货币资金中为公司及子公司借款提供质押的保证金和票据承兑保证金合计 4.98 亿元，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

近年来，随着公司新并购和医药商业板块收入规模不断扩大，且受医药商业应收款账期较长影响，公司应收账款年均复合增长率达 34.91%。截至 2016 年底，公司应收账款同比增

长 20.28%至 45.45 亿元。公司共计提坏账准备 1.78 亿元，计提比例 3.77%。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 91.03%，1~2 年的占 5.58%，2~3 年的占 1.79%，3 年以上的占 1.60%，账龄短。公司应收账款期末余额较大的单位主要为国有大型医药流通企业和各地医院，从集中度看，前五名应收账款金额合计占应收账款的 19.38%，集中度一般。

2014~2016 年，公司预付款项快速增长，年均降幅 42.11%。截至 2016 年底，公司预付款项为 6.27 亿元，同比增长 38.98%，主要为预付的货款。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 84.41%，1~2 年的占 10.29%，2~3 年的占 1.82%，3 年及以上的占 3.48%。从集中度看，前五名预付款项总计占总额 23.81%，集中度一般。

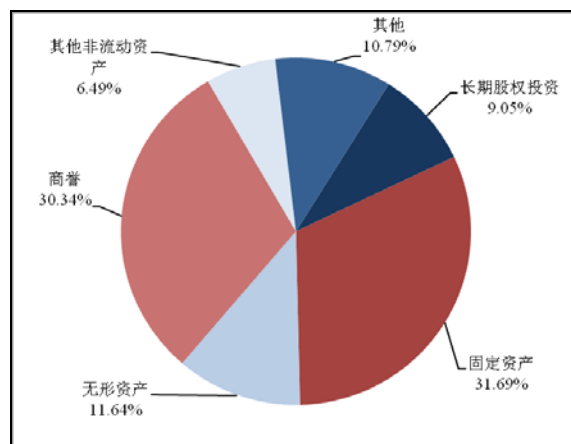
2014~2016 年，公司存货规模快速增长，年均增幅 32.51%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 21.97 亿元，同比增长 27.56%，主要由原材料（占 16.68%）、在产品（占 11.38%）和库存商品（占 71.42%）构成，其中库存商品主要为医药产品和其他业务产品。2016 年公司共计提存货跌价准备 0.08 亿元，计提比例为 0.36%，计提比例低。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 16.70%。截至 2016 年底，公司其他应收款 7.14 亿元，同比增长 0.05%，主要由备用金、保证金和往来款构成，公司计提其他应收款坏账准备 0.57 亿元，计提比例 7.39%。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 63.26%，1~2 年的占 22.92%，2~3 年的占 4.37%，3 年及以上的占 9.45%。从集中度看，其他应收款前 5 名单位欠款合计占其他应收款的 33.85%，集中度较高。

（2）非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均增幅 159.49%。截至 2016 年底，公司非流动资产共计 148.22 亿元，同比增长 67.91%。

图 4 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司 2016 年审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均增幅 46.55%。公司可供出售金融资产均为按成本计量的可供出售权益工具，截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 4.21 亿元，同比增长 27.16%，主要来自对上海健益兴禾投资管理中心（有限合伙）等公司及电影《宜昌保卫战》项目的投资 0.96 亿元。

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

2014~2016 年，公司长期股权投资快速增长，年均增幅 51.97%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 13.42 亿元，同比增长 18.17%；主要系公司 2016 年对杭州观苏生物技术有限公司等联营企业追加投资 0.81 亿元，及对天风证券股份有限公司等联营企业在权益法下确认对其的投资收益 0.70 亿元所致⁴。

2014~2016 年，公司固定资产年均复合增长率 47.72%。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 58.00 亿元，累计折旧 11.03 亿元，减值准备 41.26 万元。由于合并范围的变化及运

⁴ 公司持有天风证券股份有限公司 11.22%股权，因公司董事兼任天风证券股份有限公司的董事，故对其具有重大影响，采用权益法核算。

安口服制剂等项目转入固定资产，截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 46.96 亿元，同比增长 19.41%。公司固定资产以房屋及建筑物（占 53.57%）和机器设备（占 36.36%）为主要构成部分，其中，账面价值 1.85 亿元的房屋建筑物尚未办妥产权证。

2014~2016年，公司在建工程快速下降，年均下降22.53%；其中2014年公司在建工程规模较大，主要有口服剂型出口基地项目、非洲药厂项目等。由于部分在建工程完工结转固定资产，截至2016年底，公司在建工程同比下降18.35%。

2014~2016年，公司无形资产快速增长，年均增幅60.59%。截至2016年底，公司无形资产17.25亿元，同比增长110.18%，主要系购置的土地使用权2.51亿元和医院举办权1.55亿元及合并增加的药品经营许可证5.06亿元。

2014~2016年，公司商誉快速增长，年均复合增长116.60%。受企业合并形成新增商誉31.48亿元的影响，截至2016年底，公司商誉44.97亿元，同比增长225.91%；其中因合并Epic Pharma形成商誉26.93亿元，因合并四川人福医药有限公司（原名：成都万隆亿康医药有限公司）形成商誉2.88亿元。截至2016年底，公司商誉未计提减值准备。

表 13 2015 年以来大额商誉形成原因
(单位：%、亿元)

被购买方名称	购买日	股权取得比例	合并成本	取得的可辨认净资产公允价值份额	商誉
建德市医药药材有限公司	2015 年 1 月 1 日	70	2.45	0.52	1.93
宜昌三峡制药有限公司	2015 年 8 月 25 日	75	4.50	2.85	1.65
四川人福医药有限公司 (原名：成都万隆亿康医药有限公司)	2016 年 3 月 15 日	70	3.50	0.62	2.88
Epic Pharma, LLC	2016 年 5 月 31 日	100	34.63	7.69	26.93
Epic Re Holdco, LLC	2016 年 5 月 31 日	100	1.37	0.55	0.82

资料来源：根据公司审计报告整理

2014~2016年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长159.13%。截至2016年底，公司其他非流动资产9.62亿元，同比增长225.91%，主要系公司在北京产权交易所以人民币7.38亿元摘牌取得了中国石油化工集团公司持有的华泰保险集团股份有限公司2.5247%的股权，公司已预付全部股权收购款，因该股权转让事项尚需经过中国保险监督管理委员会等相关部门审核，公司将预付股权款重分类到该科目披露所致。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额为 354.18 亿元，较 2016 年底增长 34.02%；其中流动资产占 43.17%，非流动资产占 56.83%，公司资产结构变动不大。截至 2017 年 9 月底，公司货币资金较上年底增长 42.21%至 45.64 亿元，主要系公司以 3.518 亿美元的价格转让中原瑞德 80%股权所致；受合并报表范围增加和销售规模扩大影响，公司应收票据、应收账款和存货分别较上年底增长 40.16%、24.08%和 37.71%；其他应收款 8.74 亿元，较 2016 年底增长 22.29%，主要来自往来款增长。非流动资产方面，截至 2017 年 9 月底，公司长期股权投资较上年底增长 107.12%至 27.79 亿元，主要系公司收购 BLUE RIDGE 24.36%股权以及出资 3.9 亿元持有中煤科工金融租赁股份有限公司 39.80%股权所致；在建工程 9.18 亿元，较上年底增长 95.19%，主要来自钟祥市人民医院新院区建设项目新增投入 1.85 亿元及人福埃塞建厂项目新增投入 0.56 亿元；受收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务影响，公司无形资产和商誉分别增长至 28.72 亿元和 63.52 亿元。

总体看，随着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，资产结构较为合理，但应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用；商誉规模大，存在一定减值风险。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益规模快速增长，年均增幅为44.64%。截至2016年底，公司所有者权益119.83亿元（含少数股东权益19.41亿元），同比增长30.50%，主要来自其他权益工具和未分配利润的增长，其中股本占10.73%，资本公积占32.62%，其他权益工具占12.48%，未分配利润占26.36%。

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

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

总体看，由于公司2015年非公开发行事项的完成及2016年以来永续中票的发行，所有者权益规模大幅增长；未分配利润占比较高，考虑到股本和资本公积合计占比较大，所有者权益稳定性较好。

（2）负债

近年来，在投资项目资金需求的推动下，公司整体的负债规模持续增长，2014~2016年，公司负债总额年均复合增长49.77%。截至2016年底，公司负债合计144.45亿元，同比增长61.04%，主要系短期借款、应付账款、其他流动负债和长期借款增加所致；其中流动负债占69.64%，非流动负债占30.36%，公司负债以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债快速增长，年均增幅47.87%。截至2016年底，公司流动负债100.60亿元，同比增长41.66%，主要由短期借款（占32.09%）、应付票据（占7.55%）、应付账款（占18.39%）、其他应付款（占7.38%）和其他流动负债（占21.87%）组成。

2014~2016年，公司短期借款波动增长，

年均增幅21.90%。截至2016年底，公司短期借款32.28亿元，同比增长61.14%；公司短期借款中质押借款占9.29%，抵押借款占8.40%，保证借款占70.85%，信用借款占11.46%。

2014~2016年，公司应付票据波动增长，年均复合增长29.12%。截至2016年底，公司应付票据同比增长95.98%，主要系公司利用银行承兑汇票支付工程款及采购款以减少现金流出所致；截至2016年底，公司应付票据7.60亿元，同比下降14.91%。

随着经营规模的扩大，2014~2016年，公司应付账款快速增长，年均增幅37.52%。截至2016年底，公司应付账款18.50亿元，同比增长24.32%。从账龄来看，截至2016年底，公司应付账款账龄在1年以内的占94.17%，1年以上的占5.83%，账龄短。

2014~2016年，公司其他应付款波动增长，年均增幅9.18%。截至2016年底，公司其他应付款7.43亿元，同比增长20.07%，主要系往来款（3.35亿元）和应付的期间费用（2.35亿元）。

2015~2016年，公司其他流动负债分别为15.00亿元和22.00亿元，其中2016年底其他流动负债系公司2016年5月发行的10亿元超短期融资券和2016年10月发行的12亿元超短期融资券。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均增幅54.43%。截至2016年底，公司非流动负债43.85亿元，同比增长134.72%，以长期借款（占68.22%）、应付债券（占22.70%）和递延收益（占8.50%）为主。

2014~2016年，公司长期借款快速增长，年均复合增长率为160.95%。截至2016年底，公司长期借款29.91亿元，同比增长214.44%，主要系为满足工程建设、股权并购而新增贷款以及报告期内公司合并范围扩大所致；其中质押借款占71.34%，抵押借款占15.69%、保证借款占10.80%、信用借款占2.17%。

2014~2016年，公司应付债券波动下降，分别为11.99亿元、6.00亿元和9.95亿元。其中

2016年底应付债券余额系公司于2016年4月发行的“16人福债”10亿元。

2014~2016年，公司递延收益快速增长，年均复合增长38.65%。截至2016年底，公司递延收益3.73亿元，主要为收到政府补助资金。

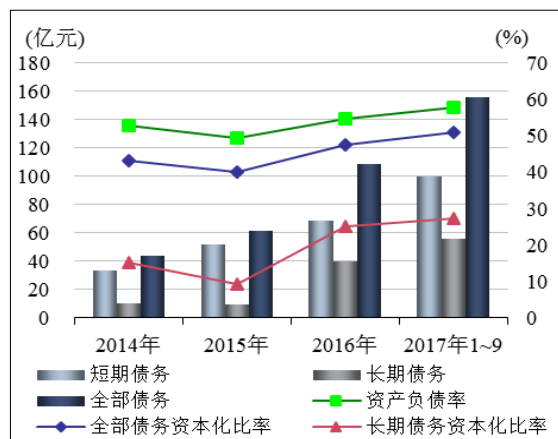
随着对外投资活动的进行以及合并报表范围增加，公司负债规模增长较快，截至2017年9月底，公司负债合计204.32亿元，较2016年底增长41.44%。从结构来看，流动负债占70.49%，比重继续提高。其中，公司短期借款和长期借款分别为49.72亿元和46.21亿元（其中外币借款分别为4740万美元和4.93亿美元），分别较上年底增长54.02%和54.46%；公司其他流动负债40.00亿元，包括“17人福SCP001”（8亿元）、“17人福SCP002”（10亿元）、“17人福SCP003”（12亿元）和“17人福CP001”（10亿元）；其他应付款较上年底增长62.21%，主要系合并报表范围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

有息债务方面，2014~2016年，公司债务规模快速增长，年均复合增长57.43%。截至2016年底，公司全部债务为108.62亿元，同比增长75.77%，其中短期债务占63.10%，长期债务占36.90%。截至2017年9月底，公司全部债务合计155.69亿元，较2016年底增长43.34%，其中短期债务占63.92%，长期债务占36.08%。

公司于2016年7月发行“16人福MTN001”永续中票15亿元，计入所有者权益。若将该永续中票调整计入长期债务和全部债务核算，截至2016年底，公司全部债务为123.62亿元，同比增长100.05%，其中短期债务占55.45%，长期债务占44.55%。

公司于2017年4月发行“17人福MTN001”永续中票5亿元，计入所有者权益。若将该永续中票调整计入长期债务和全部债务核算，截至2017年9月底，公司全部债务合计175.69亿元，其中短期债务占56.64%，长期债务占43.36%。

图5 2014-2017年9月底公司债务构成



资料来源：根据公司财务报表整理

从债务指标看，近三年，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波动较为明显，三年平均值分别为52.74%、44.51%、21.32%，2016年受债务规模快速扩大的影响，上述指标分别为54.66%、47.55%、25.06%，均较上年有所增长。截至2017年9月底，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进一步提高，分别为57.69%、50.95%和27.26%。

将15亿元永续债作为有息债务进行分析，2016年底公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为54.09%和34.42%。将5亿元永续债作为有息债务进行分析，截至2017年9月底，上述指标分别为60.09%和42.52%，各指标均有较大幅度上升。

总体看，公司债务规模增长较快，有息债务以短期债务为主，债务结构有待进一步优化。

4. 盈利能力

2014~2016年，随着公司医药商业板块快速扩张和公司其他医药工业板块业务范围及规模的不断扩大，公司营业收入快速增长，年均复合增长32.24%。2016年，公司实现营业收入123.31亿元，同比增长22.65%，主要是由于医药商业板块快速扩张和医药工业板块业务范围及规模扩大所致。

2014~2016年，公司营业成本复合增长率

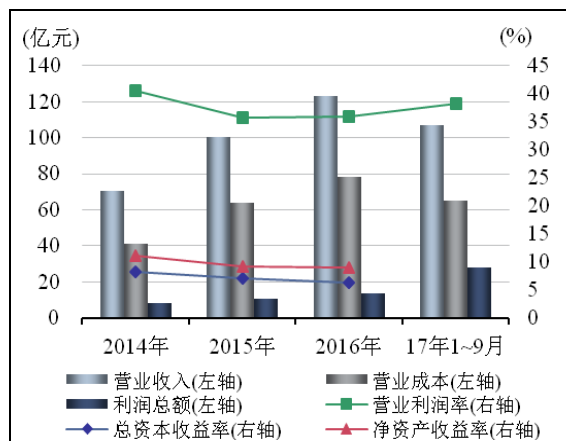
为 37.26%，增幅高于营业收入，致公司营业利润率呈波动下降趋势，三年分别为 40.59%、35.72%和 35.97%。

近三年，随着公司业务规模的扩大及人工费用、利息支出等的增加，公司期间费用呈上升趋势，对利润形成一定侵蚀。2014~2016 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 29.37%、26.83%和 27.34%。2016 年，公司期间费用合计 33.71 亿元，同比增长 25.01%；其中销售费用 18.56 亿元，同比增长 15.36%，主要由于市场推广费的大幅上升；管理费用 11.86 亿元，同比增长 40.03%，主要由于 Epic Pharma 并购项目中介费用计入该科目所致。

2014~2016 年，公司分别实现投资收益 0.37 亿元、1.42 亿元和 2.39 亿元，其中 2016 年投资收益较去年增长 0.97 亿元主要系公司出售深圳新鹏 100%的股权实现投资收益 1.63 亿元所致。公司投资收益可持续性较差。

公司营业外收入主要来自于政府补助，近三年分别为 0.44 亿元、1.07 亿元和 1.48 亿元，呈逐年增长趋势；其中 2016 年公司营业外收入主要由于来自于政府补助（1.36 亿元）和固定资产处置利得（0.50 亿元）。

图 6 2014-2017 年 9 月公司主要盈利指标情况



资料来源：根据公司财务报表整理

从盈利指标看，2014~2016 年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈下降趋势，三年平均值分别为 7.24%和 9.80%，2016 年为 6.33%和 9.01%。

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

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

5. 现金流分析

经营活动方面，随着公司业务规模的扩大，2014~2016 年公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长率为 32.31%。2016 年公司经营活动现金流入量为 136.85 亿元，同比增长 23.37%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 131.01 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 5.66 亿元，主要系收到的往来款及政府补贴等。2014~2016 年公司经营活动产生现金流出量年均复合增长 34.12%，增速高于经营活动现金流入量的增速。2016 年公司经营活动产生的现金流出量为 131.58 亿元，同比增长 22.05%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 86.17 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 26.08 亿元，主要系支付的销售费用、管理费用、保证金押金和往来款。同期，经营活动产生的现金流量净额有所波动，分别为 5.03 亿元、3.11 亿元和 5.26 亿元。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 106.76%、104.55%和 106.24%，公司经营活动获现能力较好。

投资活动方面，受公司处置子公司及其他单位收到的现金净额增加的影响，2014~2016 年公司投资活动产生的现金流入量波动增长，年均增幅 60.75%。2016 年公司投资活动现金流

入量为 4.32 亿元；其中处置子公司及其他单位收到的现金净额 2.40 亿元、收到其他与投资活动有关的现金 1.13 亿元。2014~2016 年公司投资活动产生的现金流出量快速增长，年均增幅 123.05%。2016 年公司投资活动现金流出 60.85 亿元，主要系公司收购 Epic Pharma 及附属企业、四川人福等股权性投资支出增加所致。由于并购步伐加快和增加了对权益工具的投资，公司投资活动现金流出量保持较大规模，使得近三年投资活动产生的现金流量净额均为负值，分别为-10.56 亿元、-21.93 亿元和-56.54 亿元。

2014~2016 年，公司筹资活动前现金净额分别为-5.53 亿元、-18.82 亿元和-51.28 亿元。总体看，公司经营性活动产生的现金净流量不能满足公司投资需求。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流入量保持较大规模，三年分别为 40.03 亿元、87.53 亿元和 136.72 亿元，其中，2016 年由于永续中票、公司债和超短期融资券的发行，公司筹资活动现金流入量较去年大幅增长，取得借款收到的现金 95.95 亿元。公司筹资活动产生的现金流出主要是偿还债务，2016 年为 78.46 亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金 37.98 亿元，主要为支付的超短期融资券 20 亿元、承兑汇票保证金 11.96 亿元和中期票据 6.00 亿元。近三年，公司筹资活动现金净流量分别为 7.23 亿元、26.42 亿元和 58.26 亿元，公司近年来对外部融资的依赖性有所增强。

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

总体看，近年来由于经营活动现金流入量持续增长，同时投资支出规模较大，对外部融

资依赖性仍较强。

6. 偿债能力

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

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

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

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

截至 2017 年 9 月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

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

8. 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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司发行本期中期票据的额度为 10 亿元，占 2017 年 9 月底公司长期债务和全部债务的比重分别为 17.80% 和 6.42%。本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小。

截至 2017 年 9 月底，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 57.69%、50.95% 和 27.26%，考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还有息债务，预计本期中期票据发行后，对实际债务负担水平影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 78.18 亿元、110.92 亿元和 136.85 亿元，分别为本期中期票据的 7.82 倍、11.09 倍和 13.68 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 5.03 亿元、3.11 亿元和 5.26 亿元，分别为本期中期票据的 0.50 倍、0.31 倍和 0.53 倍，对本期中期票据的保障能力较弱。同期，公司 EBITDA/本期中期票据分别为 1.19 倍、1.58 倍和 2.17 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能

性较小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债权分期支付压力。

十一、结论

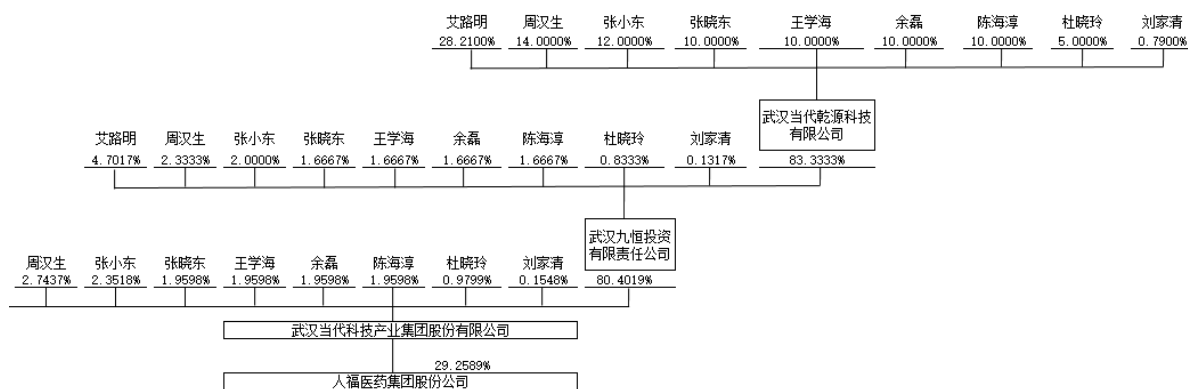
随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。

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。公司整体资产质量较好，债务负担有所加重，整体盈利能力较强。随着处于领导地位的中枢神经用药、生育调节药、维吾尔族药等产品销售规模的提升，医药商业的规模优势逐步凸显，及积极开拓海外业务，公司未来收入规模和盈利能力有望进一步提升。

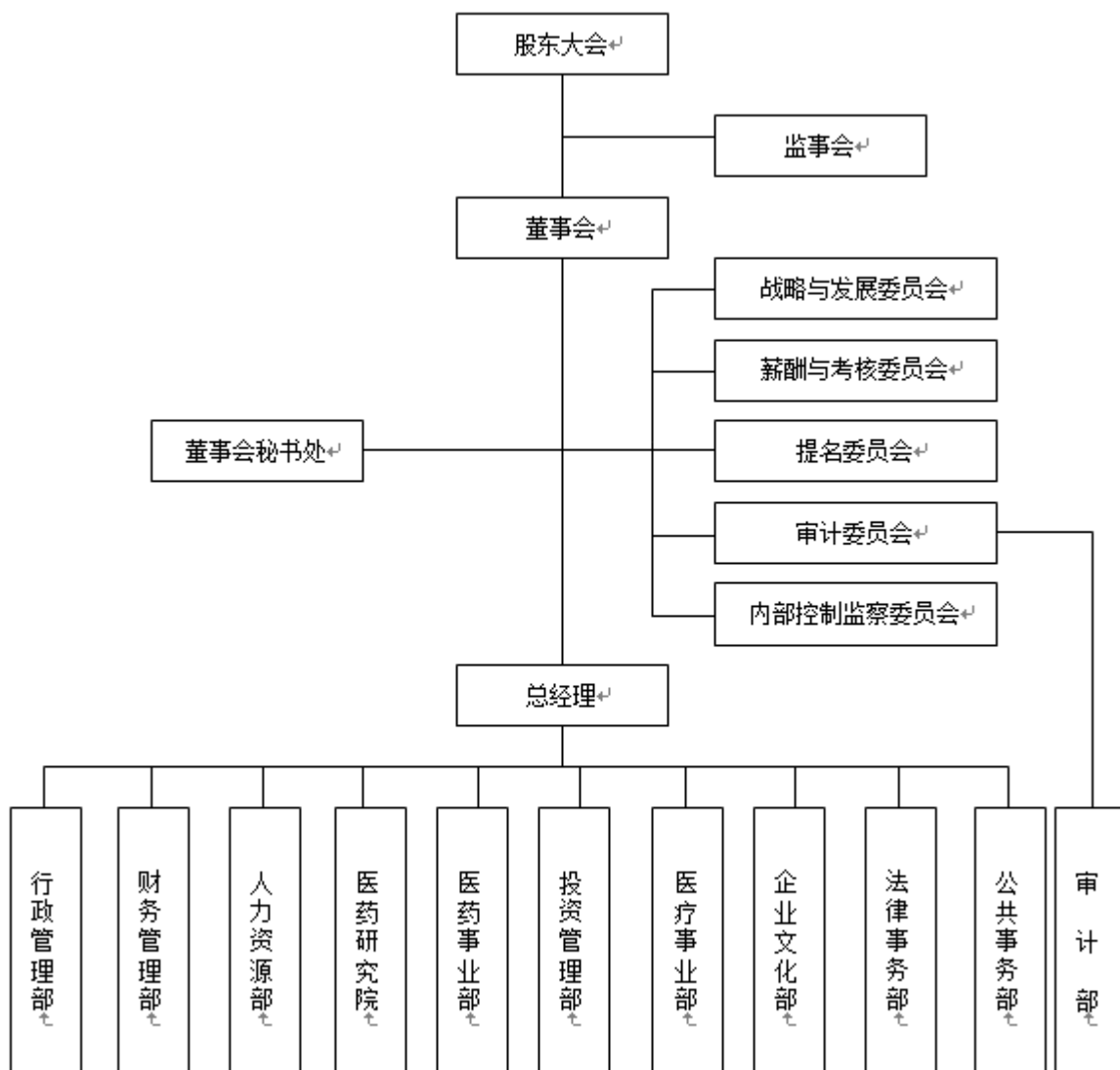
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。总体看，公司对于本期中期票据具有较强的偿还能力，本期中期票据付息或赎回日不能偿付的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

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

注：1. 公司 2017 年前三季度财务数据未经审计；

2. 短期债务考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；

3. 将应付债券中于一年内到期的中期票据调整至短期债务；

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

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	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+一年内到期的非流动负债+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

注：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。

联合资信评估有限公司关于 人福医药集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

人福医药集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

人福医药集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对人福医药集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，人福医药集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注人福医药集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现人福医药集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对人福医药集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如人福医药集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对人福医药集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与人福医药集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。