

信用等级公告

联合〔2020〕714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人福医药集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）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 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年三月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

人福医药集团股份有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 亿元

本期中期票据期限：2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：4 亿元用于偿还有息债务，1 亿元用于孙公司湖北人福医药集团有限公司采购防疫相关的医药产品及设备

评级时间：2020 年 3 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
医药制造企业信用评级方法	V3.0.201907
医药制造企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
其他因素：1. 麻醉药品政策和技术壁垒高，公司在麻醉药品领域保持龙头地位；2. 2019 年前三季度，公司收入和利润水平稳中有升，经营性净现金流大幅增加				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

人福医药集团股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事医药产品的研发、生产与销售。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司作为国内麻醉药品龙头生产企业，在产业规模、技术研发、主导产品市场占有率、医保品种等方面具备的综合优势。近年来，公司医药工商业均获得了较快发展，业务规模逐渐扩大，收入规模持续增长，主业盈利能力较好。2018 年，受大额商誉减值影响，公司利润总额亏损 14.77 亿元；2019 年以来，公司主业经营情况稳中向好，收入及利润规模同比均呈现增长，经营性净现金流同比大幅增加。同时，联合资信也关注到公司应收账款规模大且增长较快、有息债务持续增长且存在短期偿债压力、仍有较大规模无形资产和商誉余额等因素给公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度高。本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，该信用等级反映了中债增担保实力极强，有效提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

未来，公司将在巩固现有细分领域优势的基础上，持续快速发展美国仿制药及全球两性健康业务领域，同时在医药流通领域着力打造区域龙头并积极布局大健康产业以实现医药全产业链的深度融合。联合资信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中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 近年来，公司医药工商业均获得了较快发展，收入规模持续增长，主业盈利能力保持较好水平。
2. 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

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

列。目前，公司共有152个品种纳入国家基药目录，300个品种纳入国家医保目录。

3. 公司拥有先进的研发平台，整体研发水平高，新药品种储备丰富，截至2019年9月底，公司共获得70多个FDA批准的ANDA文号。

4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度高。中债增为本期中期票据提供不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

关注

1. 随着医药体制改革深入开展，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；有息债务规模快速增长，短期偿债压力持续加重，债务结构有待改善。

3. 近年来，公司因外延并购形成大规模的商誉及无形资产。2018年，子公司Epic Pharma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、净利润等经营业绩大幅下降，公司计提商誉减值损失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，导致公司2018年度利润总额亏损14.77亿元。截至2019年9月底，公司合并报表层面仍有商誉39.03亿元，无形资产26.83亿元；若未来业务整合不到位或被并购标的经营不及预期，仍存在减值风险。

4. 截至2019年9月底，公司控股股东武汉当代科技产业集团股份有限公司持有公司29.26%股权；其中81.24%已质押，质押比例高。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	33.86	40.40	37.76	27.15
资产总额(亿元)	264.28	354.06	354.23	361.40
所有者权益(亿元)	119.83	166.06	142.72	139.91
短期债务(亿元)	68.54	87.04	115.28	115.11
长期债务(亿元)	40.08	50.81	39.14	45.46
全部债务(亿元)	108.62	137.85	154.42	160.58
营业收入(亿元)	123.31	154.46	186.34	161.04
利润总额(亿元)	13.65	29.47	-14.77	13.83
EBITDA(亿元)	21.65	40.27	-1.80	--
经营性净现金流(亿元)	5.26	0.38	6.03	10.10
营业利润率(%)	35.97	37.16	39.15	38.64
净资产收益率(%)	9.01	13.96	-13.74	--
资产负债率(%)	54.66	53.10	59.71	61.29
全部债务资本化比率(%)	47.55	45.36	51.97	53.44
流动比率(%)	115.37	114.65	103.87	107.47
经营现金流流动负债比(%)	5.23	0.29	3.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.72	7.18	-0.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.02	3.42	-85.93	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	144.46	190.53	172.93	166.57
所有者权益(亿元)	85.79	113.82	91.06	76.06
全部债务(亿元)	46.40	61.77	67.61	56.53
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	5.27	16.23	-18.31	1.84
资产负债率(%)	40.61	40.26	47.34	54.34
全部债务资本化比率(%)	35.10	35.18	42.61	42.63
流动比率(%)	106.84	112.04	87.38	73.80
经营现金流流动负债比(%)	1.39	-7.02	-13.11	--

注：1.2019 年三季度财务数据未经审计；2.现金类资产中已剔除受限货币资金；3. 合并口径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；2016 年底、2017 年底、2018 年底和 2019 年 9 月底所有者权益中分别包含永续债 15 亿元、20 亿元、20 亿元和 5 亿元

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/12/11	孔祥一 李明	医药制造企业信用评级方法（V3.0.201907） 医药制造企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
AA ⁺	列入信用评级观察名单	2019/2/01	孔祥一 李明	医药制造行业企业信用评级方法（2018年） 医疗保健行业企业信用评级模型（2016年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/6/17	马栋 方晓	主体评级方法总论（2013年）	阅读全文
AA	稳定	2012/07/02	孙媛 张丽	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009年）	阅读全文
AA ⁻	稳定	2010/11/02	黄滨 马静如	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009年）	阅读全文

声 明

一、本报告引用的资料主要由人福医药集团股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）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。2015年7月，公司以资本公积金转增股本，每10股转增10股，共计转增643024531股（每股面值1元），本次转增完成后，公司总股本增至1286049062股。2017年10月，公司向控股股东武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代集团”）非公开发行股票67655240股，此次非公开发行完成后，公司总股本增加至1353704302股。截至2019年9月底，公司注册资本为13.54亿元，其中当代集团持股29.26%（质押比率为81.24%），为公司控股股东；艾路明先生合计持有当代集团28.21%的股份，同时直接持有公司0.07%的股份，为公司实际控制人。

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

截至2019年9月底，公司本部下设13个事业部及职能部门，分别为医药事业部、医疗事业部、呼吸事业部、战略发展部、行政管理部、财务管理部、人力资源部、医药研究院、投资管理部、企业文化部、法律事务部、公共事务部和审计部。

截至2018年底，公司合并资产总额为354.23亿元，所有者权益为142.72亿元（其中少数股东权益34.35亿元）；2018年，公司实现营业收入186.34亿元，利润总额为-14.77亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额为361.40亿元，所有者权益为139.91亿元（其中少数股东权益37.28亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入161.04亿元，利润总额为13.83亿元。

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

公司已于2020年3月注册中期票据额度15亿元，本期计划发行2020年度第一期中期票据（疫情防控债）（以下简称“本期中期票据”），发行规模5亿元，期限2年，按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金中4亿元用于偿还有息债务，1亿元用于孙公司湖北人福医药集团有限公司采购防疫相关的医药产品及设备。中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）根据编号为GJ-YW（2020）003（1）号的信用增进函就本期中期票据存续期公司应偿还的人民币不超过人民币5亿元本金、相应票面利息，因公司未履行或未完全履行向票据持有人的兑付义务而产生的违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016—2019年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模
资料来源：国家统计局，Wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速

为3.1%，比上年低6.4个百分点，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年回落4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口相抵，顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长3.5%。2019年12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降

0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一

年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长

在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响

财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计

提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关

央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业分析

1. 医药工业

(1) 行业运行概况

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。医药制造行业属于弱周期行业，在监管、环保、资金和技术层面均有一定进入壁垒，下游需求的稳定为医药制造行业的发展提供了有力的支撑，但目前医药制造行业仍然存在集中度低、产品同质化严重等问题。

2018 年以来，受医改政策持续推进的影响，行业整体收入和利润增速承压。国家统计局发布的数据显示，2018 年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长 12.6%，增速较上年提高 0.1 个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 4.1 个百分点；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%，增速较上年同期下降 8.3 个百分点，低于全国规模以上工业企业同期整体水平 0.8 个百分点；医药制造业主营业务收入利润率为 12.90%，较上年同期提升 1.14 个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 6.41 个百分点。2019 年 1—9 月，医药制造业收入和利润增速均表现出下降趋势，其中，医药制造业实现营业收入 18184.2 亿元，同比增长 8.4%，增速较上年同期下降 5.1 个百分点；实现利润总额 2390.3 亿元，同比增长 10%，增速较上年同期下降 1.5 个百分点。

总体看，医药制造行业在经过前期高速增长后已步入结构性调整阶段，随着一致性评价进程的深入、由国家医保局主导的带量采购在全国推行、基药目录和医保目录完成新一轮调整以及重点监控目录的发布，医药制造行业收入和利润增长仍将面临一定压力，行业间分化趋势愈加明显，研发能力、成本控制能力、品种储备、资金实力将对企业竞争力产生重要影响，行业集中度也有望得以提升。

(2) 行业政策

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向

纵深推进，2018 年以来，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。

表 2 2018 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2018 年 3 月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权限全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续
2018 年 4 月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018 年 4 月	国家中医药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录100首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018 年 4 月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018 年 4 月	国务院关税税则委员会《关于降低药品进口关税的公告》	自2018年5月1日起，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税降为零	进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担
2018 年 5 月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的48个品种，其中可豁免人体BE品种15个，可申请豁免人体BE品种17个，可简化人体BE品种（包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE）13个，进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	BE试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着2018年底大限临近，此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员会《关于优化药品注册审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请；基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序
2018 年 5 月	医保局成立	三项医保统一管理	结束城乡医保分立，有助于推进支付方式改革、医保谈判、医保控费等改革
2018 年 6 月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市，符合本规定要求的，实施简化审批，仅提供药学及非临床安全性研究资料，免报药理学研究及临床试验资料，申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性，更好地满足中医临床使用经典名方的需要，有利于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018 年 10 月	国家卫健委《国家基本药物目录（2018年版）》	目录品种由原来的520种增加到685种，包括417种化学药、生物药、268种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平
2018 年 11 月	国家医保局《4+7 城市药品集中采购文件》	选取了31种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标	仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升

2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门要会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019 年 8 月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个，其中西药1322个、中成药1321个，中药饮片采用准入发管理，共纳入892个；另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019 年 9 月	国家联合采购办公室《联盟地区药品集中采购文件》	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019 年 10 月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力
2019 年 10 月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整
2019 年 12 月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法》	对疫苗研制注册、疫苗生产和批签发、疫苗流通、预防接种、异常反应监测和处理、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款，并且疫苗犯罪强调了从重追究刑事责任	有利于对疫苗行业监管

资料来源：联合资信整理

（3）行业关注

行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

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，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。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

医保目录调整

2019年8月20日，国家医保局、人社部

印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（以下简称“2019版医保目录”），将于2020年1月1日起正式实施。2019版医保目录分为常规准入和谈判准入两部分，其中，常规准入部分共包含2643个药品，较2017版医保目录增幅约4.3%，包括西药1322个、中成药1321个（含民族药93个），共调出150个品种，包括被国家药监部门撤销文号的药品和临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品（其中《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》中的产品全部被调出）。

尽管品种数量变化不大，本次医保目录调整仍有几个特征：第一，从甲乙类品种来看，2019版医保目录中收载西药甲类药品398个，中成药甲类药品242个，甲类药品数量适当增加；第二，中药饮片由排除法改为准入法，共纳入892个，使得中药饮片的范围更加明确，且各地区的保障范围相对统一，便于医保支付管理；第三，常规准入部分新增了148个品种，其中重大疾病治疗用药5个，糖尿病等慢性病用药36个，儿童用药38个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单；

第四，确定了 128 个拟谈判药品，包括 109 个西药和 19 个中成药，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等，谈判成功的药品将纳入医保目录乙类，支付标准有效期 2 年（2020~2021 年）；第五，中药注射剂被限品种范围扩大。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这意味着地方医保目录即将取消。

2019 年 11 月 28 日，国家医保局、人社部发布《关于将 2019 年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》，本次谈判共 97 个药品谈判成功（其中新增 70 个品种，续约谈判品种中 27 个谈判成功）并确定了支付标准，涉及癌症、罕见病、肝炎、糖尿病等 10 余个治疗领域；其中包括 22 个抗癌药、7 个罕见病用药、14 个慢性病用药和 4 个儿童用药。

总体看，作为国家医保局成立后首次对医保药品目录做出的全面调整，本次医保目录调整从整体上提升了保障能力和水平，但同时，也可能为医保支付带来更大压力。对于中标企业来说，特别是新增的重大疾病治疗用药、慢性病治疗用药生产企业，将面临严苛的降价压力，需要通过规模效益和支付效率进行弥补，但长期看，仍有利于相应产品销售收入的增长。因此，在未来一段时间内，提高国内生产企业药品质量、优化用药结构以及药品降价仍将会是医药行业政策的主旋律，而医保目录的调整也将对医药制造企业的收入及利润水平产生一定分化影响。

一致性评价进程加快，带量采购扩面，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。截至 2019 年 11 月 4 日，共有 455

个品种完成一致性评价，2019 年 10 月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》，对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

2019 年 9 月 1 日，上海阳光医药网公布《联盟地区药品集中采购文件》，标志着第二批集采即将开始。第二批集采的联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等 25 个地区（“4+7”集采试点城市除外），采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种，申报资格为原研或参比制剂、通过一致性评价、按照新注册分类提交申请并获批上市的药品、纳入《上市药品目录集》的药品，申报价格不得高于“4+7”集采的中标价。不同的是，在“4+7”集采中，每个品种只有 1 家生产企业中标，而第二批集采中，中标企业可以为 1~3 家。采购周期方面，中选企业不超过 2 家（含）的品种，本轮采购周期原则上为 1 年；中选企

业为3家的品种,本轮采购周期原则上为2年。采购周期视实际情况可延长一年。

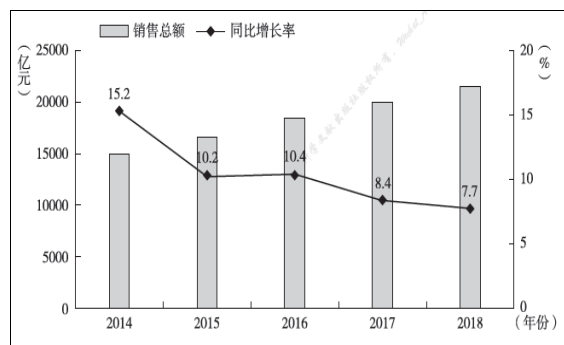
2019年9月24日,上海阳光医药网公布拟中标结果,从拟中标结果来看,多品种药价再次下调,与“4+7”试点中标价格水平相比,平均降幅25%。以有3家企业拟中标的阿托伐他汀钙片10mg为例,该品种“4+7”集采中标价格为0.55元/片,第二批集采中标价格分别为0.12元/片、0.13元/片和0.32元/片。

总体看,一致性评价无疑对提升国内仿制药产品质量、促进行业集中度提升起到了重要作用;同时,作为一致性评价的关联政策,第二批带量采购的完成也意味着仿制药降价范围已扩大至全国,而2019年11月20日召开的国务院常务会议在部署进一步深化医药卫生体制改革重点时,要求进一步推进药品集中采购和使用。在带量采购下,预计未来仿制药生产企业的利润空间仍将承压,对于有品种中标的医药制造企业,还需要通过提升技术水平、控制成本来保证利润率,具备产业链一体化以及生产规模化的生产企业在竞争中受到的冲击或较小。

2. 医药商业

随着国内经济增长和结构调整,人民生活水平不断提高,人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入,为国内医疗及药品需求不断增长带来了稳定支撑。从行业规模来看,根据商务部发布的《2018年药品流通行业运行统计分析报告》,2018年药品流通市场销售规模稳步增长,增速略有回升。全国七大类医药商品销售总额21586亿元,扣除不可比因素同比增长7.7%,增速同比下降0.7个百分点。其中,药品零售市场销售额4317亿元,扣除不可比因素同比增长9.0%,增速与上年基本持平。

图1 中国药品流通行业销售总额情况



资料来源: 商务部《2018年药品流通行业运行统计分析报告》

从企业效益来看,2018年,全国药品流通直报企业主营业务收入15774亿元,扣除不可比因素同比增长8.6%,增速同比下降0.4个百分点;利润总额404亿元,扣除不可比因素同比增长9.0%,增速同比下降1.9个百分点;平均毛利率8.2%,同比上升1.0个百分点;平均费用率6.5%,同比上升0.4个百分点;平均利润率1.9%,同比上升0.2个百分点;净利润率1.6%,同比上升0.1个百分点。

随着“两票制”政策的全面推行,原有的药品流通市场结构和销售渠道发生变化。按销售渠道分类,2018年对生产企业销售额135亿元,占销售总额的0.6%,同比上升0.1个百分点;对批发企业销售额6454亿元,占销售总额的29.9%,同比下降6.2个百分点;对终端销售额14933亿元,占销售总额的69.2%,同比上升5.8个百分点;直接出口销售额64亿元,占销售总额的0.3%。在对终端销售中,对医疗机构销售额10413亿元,占终端销售额的69.7%,同比上升0.6个百分点;对零售终端和居民零售销售额4520亿元,占终端销售额的30.3%,同比下降0.6个百分点。

与此同时,大中型药品批发企业借助“两票制”机会调整业务布局,通过内生增长和外延并购,实现规模和效益的整体提升,行业集中度进一步提高。从销售增速看,药品批发企业销售增速有所上升。2018年,前100位药品批发企业主营业务收入同比增长10.8%,增速同比上升2.4个百分点。其中,4家全国龙头企

业主营业务收入同比增长 12.9%，增速同比上升 3.6 个百分点；前 10 位同比增长 14.2%，增速同比上升 5.5 个百分点。从市场占有率看，药品批发企业集中度有所提高。2018 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 72.0%，同比上升 1.3 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规模的 39.1%，同比上升 1.4 个百分点。

总体看，尽管下游需求较为稳定，但医改政策的持续向纵深推进，使得药品流通行业逐渐进入结构调整期，行业或将继续呈现稳步增长的态势，但增速趋缓。随着行业内生性增长趋缓，预计药品流通行业将进入新一轮的外延并购周期，4 家全国性企业有望进一步拓展全国流通网络覆盖面，区域性流通企业也将继续提升区域覆盖率，行业集中度有望进一步提升；除行业内的兼并重组外，药品流通企业也将通过整合供应链，向上游生产研发服务和下游终端销售服务方向拓展业务，以寻求新的利润增长点。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，公司注册资本为13.54亿元，其中当代集团持股29.26%（质押比率为81.24%），为公司控股股东；艾路明先生合计持有当代集团28.21%的股份，同时直接持有公司0.07%的股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是以药品的生产和销售为主业的大型医药企业。

医药制造方面，公司已在神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药、体外诊断试剂等细分领域形成领导或领先地位。公司是国内 13 家定点麻醉药品生产企业之一，子公司宜昌人福药业有限责任公司（以下简称“宜昌人福”）生产的芬太尼系列、氢吗啡酮等产品为国家管

制类药品，具有极强的专业性和较高的行业壁垒；子公司湖北葛店人福药业有限责任公司（以下简称“葛店人福”）生产的生育调节药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；子公司新疆维吾尔药业有限责任公司（以下简称“新疆维药”）是国内少数几家以民族药为主的制药企业之一，也是目前国内最大的维吾尔民族药生产企业。截至 2019 年 9 月底，公司及下属子公司拥有 566 个药品生产批文，其中有 37 个独家品规产品；共有 152 个品种纳入国家基药目录，300 个品种纳入国家医保目录；同时还拥有 70 多个 FDA 批准的 ANDA 文号。

医药流通方面，公司以“做医疗机构综合服务商”为目标，搭建区域性医药商业网络，向各级医疗机构提供药品器械、医疗设备、试剂耗材、健康产品、技术及管理服务等。目前，公司已完成湖北省销售网络布局，形成“1 家省级平台公司+24 家地市级特色经营公司”的商业格局，全面覆盖湖北省内各级各类医疗卫生机构，并正在四川省、河南省等地推广复制该业务模式。

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. 技术研发

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2018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，研发人员数量达1542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。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。

公司不断聚焦产品线，夯实并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。另一方面，公司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。

公司围绕产品线持续推进相关研发项目：创新药方面，注射用苯磺酸瑞马唑仑、注射用磷丙泊酚二钠处于申报生产阶段，重组质粒-肝细胞生长因子注射液（PUDK）、PARP抑制剂、吗啡-6-葡萄糖苷酸注射液（M6G）、异氟烷注射液、舒芬太尼透皮贴剂、盐酸羟吗啡酮片等项目正在有序推进临床试验；仿制药方面，盐酸阿芬太尼注射液、他达拉非片等项目处于申报生产阶段，仿制药一致性评价工作正在有序推进中，截至2019年9月底已有盐酸克林霉素胶囊等5个产品通过评审。

从研发投入来看，2016—2018年，公司研发投入持续增长，分别为5.02亿元、6.03亿元和7.60亿元，占医药制造业务收入的比重分别为9.25%、8.86%和9.39%。

在药品质量方面，公司高度重视产品质量，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。

4. 人员素质

截至2019年9月底，公司拥有董事、监事、高级管理人员共18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，45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，66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2019年9月底，公司拥有员工15176人。按照教育程度划分，本科及以上学历占34.01%，大专占32.20%，大专以下占33.79%；按照专业构成划分，生产人员占28.45%，销售人员占33.93%，管理人员占23.99%，研发人员占13.63%。

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。

5. 企业信用记录

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2020年3月25日，公司已结清信贷信息中有29笔关注类贷款和2笔关注类票据贴现记录。其中1笔关注类贷款金额为1.30亿元，到期日期和结清日期均为2019年5月9日；1笔关注类贷款金额为2.00亿元，到期日期为2019年5月3日，结清日期为2019年4月29日；上述两笔关注类贷款系中国银行鉴于公司商誉减值导致业绩亏损对公司经营、财务状况可能产生的影响，自2019年4月1日起，将公司及下属控股子公司在中国银行的存量贷款调整为关注类所致。其他关注类贷款和关注类票据贴现均在2009年12月之前发生，根据相关银行出具的说明，均已结清并无违约记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》《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。目前公司董事会由9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

公司本部下设3个事业部，分别为医药事业部、医疗事业部和呼吸事业部，同时下设行政管理部、财务管理部、人力资源部、投资管理部、企业文化部、法律事务部、公共事务部、医药研究院、战略发展部9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。

在资金管理方面，公司制定了《资金管理办法》，规定内部资金调剂应坚持有偿使用、安全性、流动性、效益性的原则，严格控制风险；各子公司未经授权批准，不得进行对外融资，子公司持续经营或对外投资所需资金，原则上应在内部调剂获得，内部资金调剂由集团总部（公司）财务管理部统筹安排，各子公司之间不得私自拆借。公司未强力推行资金集中归集管控措施，但对下属控股子公司拥有资金调配权。

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. 企业合并

近年来，公司不断加快合并步伐，陆续收购了宜昌三峡制药有限公司（以下简称“三峡制药”）100%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”，以下简称“人福四川”）70%股权、Epic Pharma, LLC（以下简称“Epic Pharma”）及其附属企业 Epic RE Holdco, LLC（以下简称“RE Holdco”）100%股权和 Ansell Ltd.全球两性健康业务等。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，存在较大商誉减值风险。

（1）收购 Epic Pharma

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 亿美元收购其关联企业 RE Holdco 100%的股权。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 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；截至 2015 年底，RE Holdco 公司资产总额 6266.04 万元，净资产 2080.86 万元，2015 年实现营业收入 445.51 万元，实现净利润 196.03 万元。人福美国于 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。

（2）收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务

公司于 2017 年 5 月发布公告，拟与 CITIC

Capital Cupid Investment Limited 共同出资，收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务（无业绩承诺，资金为自筹）。Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务由海外两性健康业务及国内的武汉杰士邦卫生用品有限公司（以下简称“杰士邦公司”，Ansell Ltd. 控股子公司）组成。国内杰士邦公司部分，公司以 1.2 亿美元收购杰士邦公司 54%的股权，从而达到 59%控股，CITIC Capital Cupid Investment Limited 以 0.8 亿美元收购杰士邦公司 36%的股权；海外两性健康业务部分，由公司全资子公司 RFSW Investment Pte. Ltd.（以下简称“人福新加坡”）与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 共同设立 Lifestyles Healthcare Pte. Ltd.（以下简称“乐福思健康集团”，原名：RFSW Management Pte. Ltd.，人福新加坡持股比例为 60%），由乐福思健康集团以 4 亿美元（公司出资 1.05 亿美金，CITIC Capital Cupid Investment Limited 出资 0.70 亿美金，招商银行向人福新加坡提供 SPV 2.25 亿美金并购贷款）收购海外两性健康业务部分。截至 2017 年 10 月 10 日，公司与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 已支付全部股权转让款，所有交易标的已完成交割。2017 年 10 月，公司将持有的杰士邦公司 59%的股权作价人民币 8.054 亿元增资到人福新加坡。2017 年 12 月，人福新加坡将持有的杰士邦公司 59%的股权增资到乐福思健康集团。

经过上述股权变更，公司全资子公司人福新加坡持有乐福思健康集团 76.33%的股权，乐福思健康集团持有杰士邦公司 59%的股权及海外两性健康业务，从而持有原 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务。乐福思健康集团对该项目全部投资额为 40.39 亿元。截至 2017 年底，杰士邦公司资产总额为 3.94 亿元，净资产为 2.24 亿元，2017 年 9—12 月营业收入为 2.06 亿元，净利润为 0.49 亿元。2017 年 9—12 月，海外两性健康业务营业收入为 3.16 亿元，净利润为 0.03 亿元（海外两性健康业务销售净利率较国内杰士邦低主要系支付并购费用、承贷并购贷

款及摊销增值资产所致)。截至 2017 年底,乐福思健康集团资产总额为 47.19 亿元,净资产为 26.02 亿元,2017 年 9—12 月营业收入为 5.22 亿元,净利润为-0.33 亿元(亏损原因为该公司于 2017 年 9 月纳入公司合并报表范围,两性健康业务实现收益 3595.67 万元,由于当期支付并购费用、业务整合投入增加以及可辨认资产重估增值导致的折旧摊销费用增加,9—12 月实现净利润-3327.87 万元)。截至 2018 年底,乐福思集团资产总额为 49.74 亿元,净资产为 27.19 亿元,2018 年实现收入和净利润分别为 16.58 亿元和 0.33 亿元。公司此次收购包括杰士邦公司在内的 Ansell Ltd.全球包括安全套在内的两性健康业务,可以实现公司在两性健康领域的领导或领先地位,有利于进一步增强公司的核心竞争力和综合实力。

2. 参股收购

2017 年 6 月,公司全资子公司人福美国与 BLUE RIDGE HOLDING (CAYMAN) LIMITED(以下简称“BLUE RIDGE”)在美国共同投资,参股 AGIC-HUMANWELL BLUE RIDGE (US) LIMITED(以下简称“汉德人福”),再由汉德人福以 6.05 亿美元收购 RiteDose Holdings I, Inc.(简称“RiteDose”)100%股权(无业绩承诺,并购资金来源于汉德人福的注册资本金以及由汉德人福申请办理的并购贷款)。截至 2017 年 9 月 15 日,人福美国向汉德人福出资 9856 万美元并持有其 24.36%的股权(作为长期股权投资核算),汉德人福已支付全部股权转让价款并完成 RiteDose 股份受让过户手续,本次交易实施完毕。该项目公司全部投资额为 6.41 亿元。RiteDose 是美国一家采用 Blow-Fill-Seal 技术(即“吹瓶——灌装——封口”技术,以下简称“BFS 技术”)生产单剂量无菌药剂的制造商,70%的业务为合同研发及制造,30%的业务为自有仿制药的生产销售。2016 年 RiteDose 无菌药剂年产量超过 17 亿支,产品主要用于呼吸类和眼科疾病的治疗。

目前在国内市场,BFS 技术的发展尚处于初期,与国外企业相比在成熟度以及安全性上尚有较大差距,部分核心技术环节也存在空白。截至 2016 年底,RiteDose 资产总额为 1.81 亿美元,所有者权益为 0.58 亿美元,2016 年销售额为 1.05 亿美元,息税折旧及摊销前利润为 0.44 亿美元。2017 年 9—12 月投资期间 RiteDose 销售额为 0.32 亿美元,息税折旧及摊销前利润为 -0.02 亿美元。通过本次交易,公司获得 RiteDose 全部产品和技术向国内引进(包括产品或服务进口、技术转移、知识产权授权等)的优先权利,有利于公司充分利用美国的市场、技术和资源等优势,增强公司的盈利能力和核心竞争能力。

3. 大额商誉减值导致经营亏损

根据公司《关于计提全资子公司 Epic Pharma, LLC 和 Epic RE Holdco, LLC 商誉减值损失以及相关无形资产减值损失的公告》,2018 年因市场供需以及竞争格局发生较大变化,Epic Pharma 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、净利润等经营业绩大幅下降。2018 年,Epic Pharma 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)。根据《企业会计准则》及相关会计政策的规定,公司对截至 2018 年 12 月 31 日因收购 Epic Pharma 和 RE Holdco 形成的商誉以及熊去氧胆酸胶囊药号涉及的无形资产进行了减值测试,发现存在减值迹象。

根据评估报告出具的相关结论,①Epic Pharma 和 RE Holdco 与商誉相关资产组于评估基准日 2018 年 12 月 31 日所表现的可回收价值为 5830.22 万美元,与包含商誉的资产组账面价值 48062.49 万美元比较后,确认计提商誉减值损失 42232.27 万美元,按 2018 年人民币兑美元平均汇率 6.6338 折算为人民币 280160.43 万元,与按 2018 年末人民币兑美元汇率 6.8632 折算的 289848.51 万元之间的差额 9688.08 万元

为外币报表折算差额。②Epic Pharma 其他无形资产熊去氧胆酸药号于评估基准日 2018 年 12 月 31 日所表现的可回收价值为 126.44 万美元，与账面净值 3277.46 万美元比较后，确认计提无形资产减值损失 3151.02 万美元，按 2018 年人民币兑美元平均汇率 6.6338 折算为人民币 20903.23 万元，与按 2018 年末人民币兑美元汇率 6.8632 折算的 21626.08 万元之间的差额 722.84 万元为外币报表折算差额。

公司本次计提商誉减值损失 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 亿元计入公司 2018 年度利润表，导致公司 2018 年度合并报表归属于母公司所有者的净利润减少 30.11 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并报表层面仍有商誉 39.03 亿元，仍存在一定商誉减值风险。

4. 出售资产

结合公司现阶段“归核化”发展战略，公司将逐步清理出售非核心医药工商业资产、医疗服务资产、部分金融资产等，不断优化公司的业务结构与资产结构。

公司于 2017 年 8 月以 3.52 亿美元将武汉中原瑞德生物制品有限责任公司（以下简称“中原瑞德”）80%的股权转让给 CSL BEHRING ASIA PACIFIC LTD.，自此不再将中原瑞德纳入合并报表范围。中原瑞德主要通过新建浆站提高采浆量、提升产品收益率、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。根据公司公告，中原瑞德截至 2016 年底资产总额 6.61 亿元，所有者权益 4.61 亿元，2016 年实现营业收入 2.04 亿元，利润总额 0.77 亿元；截至 2017 年 4 月底，中原瑞德资产总额 5.75 亿元，所有者权益 2.33 亿元，2017 年 1—4 月实现营业收入 0.69 亿元，利润总额 0.23 亿元。本次出售中原瑞德 80%的股权，公司在合并报表层面确认投资收益 18.79 亿元。

公司于 2017 年 11 月将持有的宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司（以下简称“普诺丁”）100%的股权转让给京山京源科技投资有限公司（以下简称“京源科技”）。普诺丁原为公司全资子公司，于 2017 年 8 月由公司全资子公司宜昌三峡制药有限公司（以下简称“三峡制药”）分立设立，分立后承接缬氨酸、异亮氨酸等氨基酸原料业务。受产品价格增幅不及预期、生产成本负担较重、行业竞争能力较弱等因素影响，公司氨基酸原料业务 2016 年实现营业收入 3227 万元，净利润-5897 万元；2017 年 1—9 月实现营业收入 3685 万元，净利润-5052 万元。公司预计普诺丁氨基酸原料业务在短期内仍将处于亏损状态，因此公司出售普诺丁并退出氨基酸原料业务。截至 2017 年 9 月底，普诺丁资产总额 6.99 亿元，净资产 4.67 亿元（该数据未经审计）。公司经与京源科技协商，确定普诺丁 100%股权的转让价格为 3.50 亿元（处置价款与处置投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额的差额为-1.10 亿元），工商变更登记已于 2017 年 12 月 12 日完成，普诺丁不再纳入公司合并报表范围。截至 2017 年 12 月 26 日，公司已收到京源科技支付的 51%的股权转让价款，即人民币 17850 万元；2018 年公司收到股权转让款 7150 万元；截至本报告出具日，剩余应收股权转让款 10000 万元。联合资信将持续关注剩余股权转让款回收情况。

2018 年，公司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责任公司等公司股权以及中原瑞德剩余 20%股权，该等资产出售合计实现投资收益 3.12 亿元。

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. 经营概况

公司以药品的生产和销售为主要业务，细

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

2016—2018 年，公司持续加强营销体系建设，专注学术推广，抢抓政策机遇，持续完善市场布局，不断优化产品资源与客户结构，实现了工商业并举发展，主营业务收入年均复合增长 23.05%。2018 年，公司实现主营业务收入 185.96 亿元，同比增长 20.75%。近三年公司医药制造业收入年均复合增长 22.05%，2018 年实现营业收入 81.03 亿元，同比增长 19.18%，占公司主营业务收入的 43.57%；公司医药批发及相关业务近年来获得了较快发展，收入年均复合增长 23.85%，2018 年为 103.37 亿元，同比增长 22.74%，占公司主营业务收入的 55.59%。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”），2018 年该板块实现收入 1.56 亿元，对公司收入

贡献很小。

毛利率方面，2016-2018 年，公司主业经营较为稳定，主营业务毛利率持续小幅提高，2018 年为 40.03%。公司医药制造业务毛利率始终保持在较高水平，2018 年为 65.70%；公司充分利用“两票制”“零加成”等政策机遇，不断优化产品资源与客户结构，医药批发及相关业务板块毛利率持续提升，2018 年为 19.77%，同比增加 3.06 个百分点。

2019 年 1—9 月，公司主业持续稳定增长，主营业务收入同比增长 19.20%至 160.63 亿元。其中，医药制造业务实现收入 64.58 亿元，同比增长 9.66%；医药批发业务实现收入 94.76 亿元，同比增长 26.48%，占主营业务收入的比重进一步上升。同期，公司综合毛利率为 39.26%，医药制造业和医药商业的毛利率分别为 70.25%和 18.29%。

总体看，近年来公司医药工商业均获得快速发展，收入规模实现较快增长，同时保持较好的盈利能力，总体经营情况良好。

表 3 近年来公司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			2019 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药制造业	54.40	44.29	66.38	67.99	44.14	65.03	81.03	43.57	65.70	64.58	40.20	70.25
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	94.76	58.99	18.29
其他	1.03	0.84	33.14	1.80	1.17	24.40	1.56	0.84	41.25	1.29	0.81	27.66
合 计	122.81	100.00	37.81	154.01	100.00	38.13	185.96	100.00	40.03	160.63	100.00	39.26

资料来源：公司提供

2. 医药制造

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

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

表 4 近年来公司主要产品产量情况

治疗领域	产品名称	产量			
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	3301.53	4107.30	3207.74	2900.36

	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	3027.29	4251.97	3810.27	3008.14
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1197.89	1407.79	1858.77	1635.63
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	1248.21	857.93	1212.48	1241.74
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	62.60	137.86	203.48	282.36
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	559.84	634.28	532.56	462.15
	黄体酮原料药（kg）	41032.60	48735.86	84443.77	51529.20
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	164.57	148.30	62.81	109.74
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	30.20

资料来源：公司提供

表5 公司主要产品销量及价格情况

治疗领域	产品名称	销量				售价（单位：元）			
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	3667.90	3757.09	2992.81	2246.15	28.49	28.50	27.75	26.11
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	3003.83	3504.44	3898.35	3538.58	345.70	345.55	345.18	345.20
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1155.12	1328.39	1692.09	1506.11	382.87	381.93	382.33	382.22
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	897.70	1094.30	1132.43	1066.78	61.25	61.71	62.86	64.23
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	59.81	103.57	178.94	210.13	548.72	548.72	551.76	562.94
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	566.95	621.46	559.45	439.46	16.95	17.00	16.78	16.69
	黄体酮原料药（kg）	41497.31	43654.17	86768.74	54234.87	20.54	16.81	17.82	19.96
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	168.86	142.53	70.05	107.36	1.54	1.46	1.44	1.46
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	15.28	25.44	23.83	24.51	223.48	217.32	44.00	36.85

注：因产品的品规不同，上表中的销量为不同品规折算后的数值，售价为均价

资料来源：公司提供

表6 主要子公司财务数据（单位：万元）

公司名称	截至 2018 年底		截至 2019 年 9 月底		2018 年		2019 年 1-9 月	
	资产总额	所有者权益	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	营业收入	净利润
宜昌人福	360356.32	282481.90	499338.18	318611.31	314136.25	80093.53	302070.83	79063.39
武汉人福	60515.98	45605.06	60851.96	50225.20	66912.62	7565.60	41808.48	4158.85
葛店人福	87978.58	32286.31	91837.21	35247.70	50962.12	6196.79	44065.67	6003.24
新疆维药	47002.41	26341.54	51412.20	31816.79	43044.29	5804.36	40792.27	5475.25
Epic Pharma	150129.78	85354.73	210884.59	92212.67	45079.49	-31031.15	58940.17	4117.62
乐福思健康集团	497356.77	271852.17	515556.78	279509.51	165768.84	3268.86	127461.71	374.29

资料来源：公司提供

（1）生产经营

神经系统用药

2016—2018 年，公司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—9 月，公司神经系统用药实现收入 30.87 亿元。

公司神经系统用药的研发、生产与销售主

要依托控股子公司宜昌人福、武汉人福、Epic Pharma 等,主要产品包括枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、咪达唑仑注射液、盐酸氢吗啡酮注射液等,该类药品的生产和流通受到严格的政府管制,具有极强的专业性和较高的政策壁垒,目前生产集中度较高,宜昌人福在国内处于领先地位。

表 7 神经系统用药生产主体主要产品情况

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

资料来源:公司提供

从生产能力看,截至 2019 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 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(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 8 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 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,公司神经系统用药持续保持行业领先地位。2018 年 10 月,国家卫生健康委员会发布 2018 年版国家基药目录,公司主要产品注射用盐酸瑞芬太尼首次进入该目录。与此同时,公司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近三年的销量分别年均复合增长 21.03%和 72.97%。2019 年前三季度,盐酸氢吗啡酮注射液销量同比增长 46.99%,咪达唑仑注射液的销量同比增长 21.56%。

生育调节药

2016—2018 年,公司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—9 月为 4.22 亿元。

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。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,产销量获得快速增长。近三年,黄体酮原料药的销量年均复合

增长 44.60%；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 年以来，因葛店人福原料药老厂区的产能受限，且公司调整产品结构影响，2019 年 1—9 月，黄体酮原料药的销量同比略有减少。

维吾尔民族药

公司维吾尔民族药品业务主要依托下属控股子公司新疆维药进行。新疆维药（公司持有其 73.25%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，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 2.3 亿元，首次超过疆内市场的经营规模。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—9 月，公司维吾尔民族药实现销售收入 4.08 亿元。

两性健康业务

多年来，公司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，公司与 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。由于业务整合投入增加、支付并购费用等原因，目前乐福思集团利润规模较小。2019 年 1—9 月，公司两性健康业务经营状况稳定，乐福思集团实现营业收入 127461.71 万元，同比增长 11.60%；净利润 374.29 万元，较上年下滑明显，主要系 2019 年以来汇率波动上升和并购贷款融资成本增加导致。

其他海外业务

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）。

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。

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。2018 年，Epic Pharma 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，Epic Pharma 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，Epic Pharma 在挖掘已有产品潜力和加快新产品上市的基础上，依托成熟销售平台与国内医药企业开展经销合作，不断改善企业经营效益；2019 年 1—9 月，该公司实现营业收入 58940.17 万元，同比增长 79.97%，实现净利润 4117.62 万元。联合资信将持续关注 Epic Pharma 经营情况。

截至 2019 年 9 月底，公司境外资产 76.88 亿元，占总资产的比重为 21.27%，主要为 Epic Pharma、乐福思集团等公司股权。

（2）原材料采购

公司中枢神经用药主要原材料芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼均由子公司宜昌人福自行生产；生育调节药米非司酮原料药由子公司葛店人福自行生产；维吾尔民族药的药材部分产于新疆本地。总体看，公司主要原材料供应充足。

公司重点原材料的采购和供应主要通过各控股子公司进行，各控股子公司拥有独立的采购系统，分别设立了相应的部门负责此项业务。从采购模式看，公司对大宗原材料采购采用招标采购模式进行，生产供应部依据《物资供应管理暂行办法》程序负责实施采购。由于公司所生产药品主要是国家监管类医药，医药供应商必须具有《药品包装生产许可证》资质才能成为公司定点供应商。生产供应部依据生产销售计划编制物资采购计划，通过比质、动态平衡来确定原料的采购价格、订单跟踪，由品质管理部检验合格后入库。

（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。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。

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 1~3 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，公司海外销售收入占比持续提升。

表 8 近年来公司海外销售占比情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
收入（亿元）	10.57	18.40	22.37
占比（%）	8.61	11.95	13.67

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

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

3. 医药商业

公司以省为单位，搭建区域性医药商业网络。公司下属各医药商业子公司可分为省级公司和市级公司两个层级，省级公司为管理及采购平台，市级公司负责完善终端销售网络，承接省级公司业务，实现统购分销，向各级医疗

机构提供药品器械、医疗设备、试剂耗材、健康产品、技术及管理服务等。公司按区域分配销售人员，为上游药品生产企业提供医药物流和货款结算业务，为下游医疗机构提供医药产品供应和服务。

为实现医药产业工商有效互动，近年来公司不断加快医药商业的发展。公司于 2013 年完成恩施、宜昌、十堰、襄阳、荆州、武汉等地的工业企业地区经理和商业公司各医院业务经理对接，基本实现自营产品在湖北省地市均有委托医药商业公司配送；同时医药商业公司积极协助工业企业开发医院和勾标，全力支持公司大产品进院，提高了人福医药工业产品在湖北省医院的覆盖率，工业和商业的配合越来越紧密，实现了资源共享。人福湖北（公司持股 100%）和北京巴瑞医疗器械有限公司（公司持股 80%，以下简称“北京医疗”）为公司医药流通业务核心企业。

人福湖北是公司全资控股的一家大型医药商业企业，也是公司医药商业板块的龙头企业和医药商业运营管理平台。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，业务中有 90% 以上终端客户为医院。目前，人福湖北在宜昌、荆州、襄阳、钟祥、恩施、十堰等地收购或设立控股子公司，已形成以武汉为中心、网络覆盖全省的“1+N”格局，已发展为人福医药旗下一家规模化商业集团公司，并成为武汉及湖北省内有影响力的“医药综合服务商”。目前，人福湖北及下属 24 家商业公司，基本实现了湖北省内配送网络全覆

盖，形成了以药品销售为主，以医疗器械、诊断试剂为辅的经营模式，积累了坚实的产品、网络及客户等核心资源。截至 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%。

此外，公司稳健复制湖北商业模式至省外如四川区域。公司于 2016 年 3 月以 3.50 亿元收购了四川人福医药有限公司（以下简称“人福四川”，前身为成都万隆亿康医药有限公司）70% 股权。2017 年以来，人福四川逐步展开并购活动，目前已经完成省内成都、广安、宜宾、泸州、自贡、广元、德阳、绵阳、南充、攀枝花等地近 20 家商业公司的并购和 4 家事业部的建立，实现覆盖四川省内 17 个地市区域的商业终端布局，公司第二个省级医药商业网络平台初具规模。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。

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，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。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。

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；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，近年来公司抓住“两票制”政策机遇，持续完善市场布局，且加强内部合作与资源整合，医药商业板块发展较快。联合资信同时关注到，公司医药商业下游以医院为主，由于医院终端回款周期较长，对公司运营资金形成占用。

4. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数小幅波动，存货周转次数持续小幅下降，近三年加权平均值分别为 2.82 次、0.52 次和 3.89 次，2018 年分别为 2.82 次、0.53 次和 3.82 次。总体看，公司经营效率良好。

5. 未来发展

公司坚持“做医药健康领域细分市场领导

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

2020 年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，对社会多方面造成影响。公司核心工业子公司的重点产品生产线春节至今未停工，商业子公司承担了疫情防控应急医疗物资的湖北全省采购配送任务，公司在三月中旬已全面有序复工，并得到政府针对疫情防控重点保障企业的多项信贷支持。考虑到当前疫情仍处防控阶段，联合资信将持续关注公司经营情况变动及对其信用水平可能带来的影响。

在建工程方面，截至 2019 年 9 月底，公司主要在建项目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。上述项目总投资 12.46 亿元，截至 2019 年 9 月底，公司已完成投资 5.77 亿元，剩余投资 6.69 亿元，公司未来仍存在一定融资需求。

表 9 截至 2019 年 9 月底公司在建及拟建项目未来投资计划（单位：亿元）

项目名称	资金来源		总投资	截至 2019 年 9 月底投资额	2019 年剩余投资	2020 年计划投资
	自筹	贷款				
宜昌三峡制药硫酸新霉素产业基地项目	26000.00	20000.00	46000.00	25778.60	3221.40	17000.00
宜昌妇幼新院区项目	39000.00	0.00	39000.00	11105.21	5894.79	22000.00
人福医药神墩项目	39600.00	0.00	39600.00	20789.18	3810.82	15000.00
合计	104600.00	20000.00	124600.00	57672.99	12927.01	54000.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，2019 年三季度财务报告未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2016 年底

纳入合并范围的子公司共 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 年底，纳入合并范围的子公司共 171 家，较上年底增加 39 家，其中新纳入合并范围子公司 55 家，处置子公司 16 家。截至 2018 年底，纳入合并范围的子公司共 176 家，较上年底增加 5 家，其中非同一控制下企业合并 5 家，处置 8 家，新设 13 家，

注销 5 家。截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司共 175 家，较 2018 年底增加 6 家、减少 7 家。总体看，2018 年以前，公司业务持续扩张，合并范围的变动较大，对公司财务分析的可比性有一定影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 354.23 亿元，所有者权益为 142.72 亿元（其中少数股东权益 34.35 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 186.34 亿元，利润总额为 -14.77 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额为 361.40 亿元，所有者权益为 139.91 亿元（其中少数股东权益 37.28 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 161.04 亿元，利润总额为 13.83 亿元。

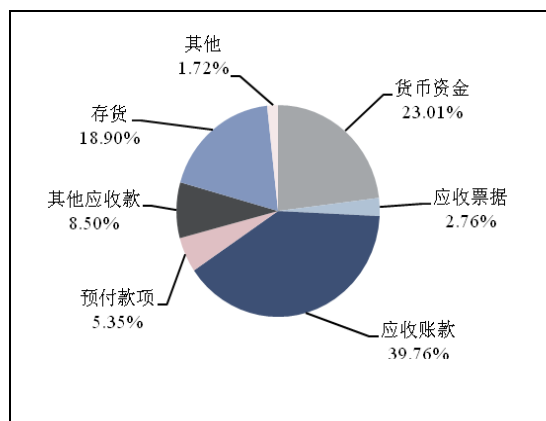
2. 资产质量

2016—2017 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。2018 年，公司开始实施“归核化”战略，积极推进业务聚焦与资产优化。截至 2018 年底，公司合并资产总额为 354.23 亿元，较上年底保持稳定；其中流动资产占 48.14%，非流动资产占 52.15%，流动资产占比较上年底有所提升。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 21.21%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 170.52 亿元，较上年底增长 14.04%，主要由货币资金、应收票据及应收账款和存货构成。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018 年，随着公司收入规模的快速增长和 2017 年非公开发行事项的完成，公司货币资金波动增长。截至 2018 年底，公司货币资金为 39.23 亿元，较上年底保持稳定，以银行存款（占 83.12%）为主。截至 2018 年底，其他货币资金中为公司及子公司借款提供质押的保证金为 1.03 亿元，票据承兑保证金为 5.52 亿元，公司可支配货币资金占比高，资金较为充裕。

近年来，公司医药商业板块收入规模不断增长，受医药商业主要面向的医院终端账期较长影响，公司应收票据及应收账款快速增长。截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款为 72.50 亿元。其中，应收票据为 4.71 亿元，银行承兑汇票占 81.32%。应收账款账面价值较上年底增长 22.48%至 67.79 亿元。公司应收账款均按信用风险特征组合计提坏账准备，共计提坏账准备 2.60 亿元，计提比例 3.70%。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 93.50%，1~2 年的占 4.37%，2~3 年的占 1.14%，账龄短。从集中度看，前五名应收账款期末余额合计占应收账款总额的 14.56%，集中度一般。

近三年，公司其他应收款分别为 7.14 亿元、14.74 亿元和 14.50 亿元，截至 2018 年底，公司其他应收款较上年底保持稳定，主要由往来款（占 77.84%）、备用金和保证金构成。

公司计提其他应收款坏账准备 1.51 亿元，计提比例 9.45%。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 40.50%，1~2 年的占 42.02%，2~3 年的占 7.93%，账龄较上年有所延长。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 31.98%，集中度较高。

表 10 截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	占其他应收款期末余额合计数的比例	账龄
湖北武环建设有限公司	1.52	9.49	1 至 2 年
宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司	1.13	7.04	2 年以内
京山京源科技投资有限公司	1.00	6.24	1 至 2 年
陕西常春藤投资管理有限公司	0.98	6.10	1 至 2 年
四川好仁堂医药连锁有限公司	0.50	3.11	1 年以内
合计	5.12	31.98	--

资料来源: 公司审计报告

2016—2018 年，公司存货规模快速增长。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 32.22 亿元，较上年底增长 21.93%，主要由原材料及包装物（占 25.29%）、在产品（占 11.95%）和产成品及库存商品（占 62.45%）构成。2018 年，公司共计提存货跌价准备 0.26 亿元，计提比例为 0.81%，计提比例低。

(2) 非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产分别为 148.22 亿元、204.54 亿元和 183.72 亿元。截至 2018 年底，公司非流动资产较上年底下降 10.18%，主要系商誉减值所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 14.85%）、固定资产（占 24.20%）、无形资产（占 15.11%）和商誉（占 20.68%）构成。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产分别为 4.21 亿元、4.14 亿元和 11.74 亿元。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产较上年底增长 183.46%，主要系公司于 2015 年以 7.31 亿元在北京产权交易所摘牌取得了华泰保险集团股份有限公司 2.5247% 的股权，该项交易

于 2018 年末完成监管部门审批、备案程序并实施完毕，由“其他非流动资产”转入此科目核算所致。此外，可供出售金融资产还包括武汉农村商业银行股份有限公司 1.98% 的股权 2.60 亿元及上海健益兴禾投资管理中心（有限合伙）12.50% 的股权 0.43 亿元等。

2016—2018 年，公司长期应收款快速增长。截至 2018 年底，公司长期应收款为 12.55 亿元，较上年底增长 111.32%，主要系钟祥市人民政府、钟祥市卫生和计划局委托公司承建钟祥人民医院新院区项目，该项目于 2018 年完成部分交付，根据协议约定的回购条款（回购期限 20 年，收益率 8%/年，每年分两次支付）以及医院的定制特性，将该合作项目确定为“融资租出固定资产”，将合作期内应收取的租赁款及回购款计入该科目核算所致。公司长期应收款主要由固定资产融资租赁 5.25 亿元和医院保证金 5.37 亿元构成。医院保证金系下属商业子公司为了加强与医院更紧密的合作，获取药品集中配送权，向医院支付的保证金，公司将合作期限一年以上的保证金计入该科目核算。

2016—2018 年，公司长期股权投资分别为 13.42 亿元、31.79 亿元和 27.28 亿元。截至 2018 年底，公司长期股权投资较上年底下降 14.19%；主要系出售中原瑞德剩余 20% 股权 3.98 亿元所致。公司长期股权投资主要由天风证券股份有限公司 12.06% 的股权 14.93 亿元（其中 83.79% 已质押）、中煤科工融资租赁股份有限公司 39.80% 的股权 4.10 亿元及汉德人福 24.63% 的股权 6.04 亿元构成。

2016—2018 年，公司固定资产分别为 46.96 亿元、41.83 亿元和 44.46 亿元。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值较上年底增长 6.27%，主要系购置 4.34 亿元，在建工程转入 8.56 亿元，同时融资租出 5.25 亿元。公司固定资产以房屋及建筑物（占 59.16%）和机器设备（占 32.72%）为主。其中，账面价值 2.73 亿元的房屋建筑物尚未办妥产权

证。

2016—2018 年，公司在建工程持续增长，截至 2018 年底，公司在建工程（包含工程物资）为 14.01 亿元，其中在建工程为 13.19 亿元，较上年底增长 28.01%，主要系钟祥市人民医院新院区建设项目新增投入 3.52 亿元同时转固 5.25 亿元，宜昌三峡制药硫酸新霉素产业基地项目新增投入 1.48 亿元，生物与康养产业研究基地新增投入 1.01 亿元。

2016—2018 年，公司无形资产波动增长，截至 2018 年底，公司无形资产为 27.76 亿元，较上年底下降 9.27%，主要系药品经营许可权因处置美国普克的皮肤药药品经营许可权减少 1.10 亿元，因 Epic Pharma 主要产品熊去氧胆酸胶囊市场供需以及竞争格局发生变化，价格大幅下降，计提熊去氧胆酸胶囊相关无形资产减值损失 2.09 亿元所致。截至 2018 年底，公司无形资产主要由土地使用权（9.25 亿元，占 33.34%）、药品经营许可权（2.78 亿元，占 10.02%）、商标及品牌（9.37 亿元，占 33.75%）及客户关系（3.33 亿元，占 12.01%）

组成。2016 年，公司因收购 Epic Pharma 增加药品经营许可权 5.06 亿元；2017 年，公司因收购 Ansell Ltd. 全球两性健康业务，增加无形资产 12.48 亿元（其中商标及品牌增加 8.94 亿元，客户关系增加 3.55 亿元），若上述主体未来业绩不达预期，无形资产仍存在一定减值风险。

2016—2018 年，公司商誉分别为 44.97 亿元、64.75 亿元和 37.99 亿元。截至 2018 年底，公司商誉较上年底下降 41.32%，主要系公司计提商誉减值损失 28.94 亿元（不包含外币报表折算差额）所致。其中，子公司 Epic Pharma 核心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，本期计提商誉减值损失 28.02 亿元；四川人福医药有限公司因未完成业绩承诺计提商誉减值 0.62 亿元。两性健康业务未设置业绩承诺条款，四川人福医药有限公司的业绩承诺期为 2016—2021 年，若上述主体未来经营业绩未达预期，公司商誉仍存在减值风险。

表 11 2016 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	购买日确认的商誉金额	截至 2018 年底商誉账面原值	截至 2018 年底商誉减值准备
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	2.88	0.62
Epic Pharma, LLC	2016 年 5 月 31 日	100	34.63	7.69	26.93	28.28	28.12
Epic Re Holdco, LLC	2016 年 5 月 31 日	100	1.37	0.55	0.82	0.87	0.86
两性健康业务	2017 年 9 月 1 日和 10 月 1 日	100	40.39	17.02	23.37	24.34	--

注：购买日确认的商誉金额与截至 2018 年底商誉账面原值的差异来源于外币报表折算

资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司其他非流动资产分别为 9.62 亿元、10.50 亿元和 3.52 亿元。截至 2018 年底，公司其他非流动资产较上年底下降 66.46%，主要系公司收购华泰保险集团股份有限公司 2.5247% 的交易于 2018 年末完成，转入“可供出售金融资产”科目核算所致。公司其他非流动资产主要由预付土地款

及其他 2.06 亿元构成，主要系 2017 年，宜昌人福预付远安生产基地土地款 6194.33 万元，及宜昌三峡制药有限公司土地拆迁补偿款 1.54 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额为 361.40 亿元，规模与结构均与 2018 年底基本持平。截至 2019 年 9 月底，受兑付 15 亿

元永续中票影响，公司货币资金较 2018 年底下降 31.95%；应收账款为 78.90 亿元，较上年底增长 16.38%，主要系营业收入增长所致；其他应收款为 19.76 亿元，较 2018 年底增长 36.30%，主要系公司出售武汉珂美立德生物医药有限公司（以下简称“珂美立德公司”）100%股权，根据转让协议约定，部分往来款暂未偿还所致。

截至 2019 年 9 月底，公司受限资产账面价值合计 59.76 亿元，占资产总额的 16.54%。其中受限货币资金 9.80 亿元、应收票据 0.10 亿元、应收账款 9.10 亿元、长期应收款 5.25 亿元、长期股权投资 12.24 亿元、固定资产 9.02 亿元、无形资产 13.98 亿元和在建工程 0.27 亿元。

总体看，公司实施“归核化”战略，资产规模由高速增长趋于稳定；应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用；无形资产和商誉受 Epic Pharma 2018 年业绩下滑影响发生大额减值，考虑到减值后占资产总额的比重仍较大，未来仍存在一定减值风险。

3. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益分别为 119.83 亿元、166.06 亿元和 142.72 亿元。截至 2018 年底，公司所有者权益较上年底下降 14.06%，主要系未分配利润下降所致。截至 2018 年底，所有者权益中股本占 9.48%，资本公积占 34.21%，其他权益工具占 13.97%，未分配利润占 15.64%，少数股东权益占 24.07%。

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

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 139.91 亿元（含少数股东权益 37.28 亿元），与 2018 年底基本持平；其中未分配利润较 2018 年底增长 35.28%，其他权益工具减少至

4.99 亿元，系永续债“16 人福 MTN001”到期兑付所致。

总体看，由于公司 2017 年非公开发行事项的完成及 2016 年、2017 年永续债的发行，所有者权益规模大幅增长；2018 年受无形资产及商誉减值影响，所有者权益规模有所下降。所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，考虑到股本和资本公积合计占比较大，所有者权益稳定性尚可。

（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，2016—2018 年，公司负债总额年均复合增长 21.01%。截至 2018 年底，公司负债合计 211.51 亿元，较上年底增长 12.51%，主要系短期借款、应付票据和其他应付款增加所致。其中，流动负债占 77.61%，非流动负债占 22.39%，流动负债占比较 2017 年底有较大幅度提升。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均增幅为 27.74%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 164.16 亿元，较上年底增长 25.88%，主要由短期借款（占 35.83%）、应付票据及应付账款（占 20.47%）、其他应付款（占 11.73%）、一年内到期的非流动负债（占 10.51%）和其他流动负债（占 15.23%）等组成。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，截至 2018 年底，公司短期借款为 58.83 亿元，较上年底增长 35.98%，主要系公司经营规模与利润稳步提升，为满足日常经营所需增加流动资金借款所致。其中，保证借款为最主要的借款方式，占比为 56.07%，其次为信用借款和质押借款，占比分别为 25.15% 和 17.60%。

2016—2018 年，公司应付票据分别为 7.60 亿元、6.19 亿元和 14.16 亿元。截至 2018 年底，应付票据较上年底增长 128.69%，主要系公司加强备货，各子公司通过银行票据支付采购款减缓现金流出所致。

2016—2018年，公司应付账款略有波动。截至2018年底，公司应付账款为19.44亿元，较上年下降3.26%。从账龄来看，截至2018年底，公司应付账款账龄在1年以内的占92.42%。

2016—2018年，公司其他应付款快速增长。截至2018年底，公司其他应付款（不含应付利息和应付股利）为19.26亿元，较上年底增长43.89%，主要系公司收取客户保证金增加以及在建工程项目转固暂估应付工程款增加所致。截至2018年底，其他应付款主要由往来款（占63.07%）和应付期间费用（占23.59%）构成。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为17.25亿元，同比增长208.81%，主要系长期借款转入所致。

2016—2018年，公司其他流动负债分别为22.00亿元、32.00亿元和25.00亿元。截至2018年底，其他流动负债系公司于2018年1月发行的10亿元短期融资券和分别于2018年8月、11月、12月发行的各5亿元超短期融资券。

2016—2018年，公司非流动负债有所波动。截至2018年底，公司非流动负债为47.35亿元，较上年下降17.77%，主要系应付债券到期兑付所致。其中，长期借款为38.67亿元，同比下降4.95%，长期借款中质押借款占77.67%、抵押借款占11.07%、保证借款占9.58%、信用借款占1.68%；应付债券“16人福债”10亿元到期兑付。

截至2019年9月底，公司负债合计221.49亿元，较2018年底增长4.71%，负债结构较2018年底变化不大。其中，公司短期借款和长期借款分别为70.57亿元和44.83亿元，分别较上年底增长19.96%和15.95%；一年内到期的非流动负债较上年下降58.50%至7.16亿元。

有息债务方面，2016—2018年，公司债务规模快速增长，截至2018年底，公司全部债务为154.42亿元，较上年底增长12.02%，其

中短期债务占74.65%，长期债务占25.35%。公司于2016年7月发行15亿元永续中票“16人福MTN001”，于2017年4月发行5亿元永续中票“17人福MTN001”，计入所有者权益，若将上述两期永续中票调整计入长期债务和全部债务核算，截至2018年底，公司全部债务为174.36亿元，较上年底增长10.50%；其中短期债务占66.11%，长期债务占33.89%。截至2019年9月底，公司全部债务合计160.58亿元，较2018年底增长3.99%；其中短期债务占71.69%，长期债务占28.31%。若将永续中票“17人福MTN001”调整计入长期债务和全部债务核算，截至2019年9月底，公司全部债务合计165.58亿元。

从债务指标看，近三年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动较为明显，长期债务资本化比率持续下降，上述指标三年加权平均值分别为56.72%、49.10%和22.80%。2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为59.71%、51.97%和21.52%，资产负债率和全部债务资本化比率均较上年底增加6.61个百分点，长期债务资本化比率较上年底减少1.91个百分点。截至2019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较上年底均有所上升，分别为61.29%、53.44%和24.52%。

总体看，公司债务规模增长较快，有息债务以短期债务为主，且债务结构进一步向短期债务倾斜。

4. 盈利能力

2016—2018年，随着公司医药商业板块快速扩张和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22.93%。2018年，公司实现营业收入186.34亿元，同比增长20.64%。

2016—2018年，公司营业成本复合增长率为19.84%，增幅低于营业收入，公司营业

利润率持续上升，2018年为39.15%。

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。2016—2018年，公司期间费用（含研发费用）占营业收入的比重分别为27.34%、30.17%和32.47%。2018年，公司期间费用合计60.50亿元，同比增长29.82%；销售费用同比增长39.36%至36.32亿元，主要系公司持续加强营销体系建设，进一步加强队伍建设、市场准入、渠道拓展、终端推广等工作，相关销售费用随销售规模的扩大而增长以及子公司乐福思集团本期合并全年数据而上年同期仅合并9—12月数据所致；管理费用为12.57亿元，研发费用为4.84亿元；财务费用为6.76亿元，同比增长19.17%，主要系债务规模及融资成本上升所致。

2018年，公司资产减值损失为32.25亿元，其中商誉减值损失为28.94亿元，无形资产减值损失为2.09亿元，坏账损失为1.14亿元。

2016—2018年，公司分别实现投资收益2.39亿元、19.45亿元和3.35亿元，其中2017年投资收益主要系公司出售中原瑞德80%的股权产生处置收益18.79亿元及剩余20%股权按公允价值重新计量产生的利得2.74亿元；2018年投资收益主要系公司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以及中原瑞德剩余20%股权（实现投资收益2.65亿元）所致。

2018年，公司利润总额为-14.77亿元，若不考虑资产减值损失和投资收益的影响，公司利润为14.13亿元，同比增加2.75亿元。

从盈利指标看，2016—2018年，公司总资产收益率分别为6.33%、9.43%和-4.16%，净资产收益率分别为9.01%、13.96%和-13.74%。

2019年1—9月，公司实现营业收入161.04亿元，同比增长18.95%；营业利润率为

38.64%，较上年略有下降。同期，公司期间费用（含研发费用）49.82亿元，同比增长14.95%，占营业收入的比重为30.94%。其中，销售费用为29.85亿元，同比增长10.18%；研发费用为4.23亿元，同比增长48.86%，主要系公司稳步推进产品创新，持续增加研发投入所致；受外部融资环境的影响，公司融资成本上升，财务费用同比增长45.12%至6.23亿元。此外，公司投资收益2.67亿元，主要来自出售珂美立德公司（2.12亿元）；其他收益1.07亿元，主要为政府补助。综合作用下，2019年1—9月，公司利润总额为13.83亿元，同比增长5.57%。

总体看，受益于业务规模的扩张，公司收入规模持续增长；2018年受资产减值影响，出现大幅亏损，但2019年前三季度主业经营稳定，盈利能力保持较好水平。

5. 现金流

经营活动方面，随着公司业务规模的扩大，2016—2018年公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长率为18.69%。2018年，公司经营活动现金流入量为192.80亿元，同比增长10.70%，主要系各子公司积极优化资产与业务结构，合理控制应收账款的增长，加速资金回流；公司2017年处置的子公司在并表期间的往来款按协议约定在2018年收回所致。2016—2018年，公司经营活动产生现金流出量年均复合增长19.14%，增速高于经营活动现金流入量的增速。2018年，公司经营活动产生的现金流出量为186.77亿元，同比增长7.47%；其中购买商品、接受劳务支付的现金为114.02亿元，同比保持稳定，支付的各项税费为17.88亿元，同比增加5.57亿元，主要系在经营规模稳步增长的情况下，各子公司合理控制存货增长并通过银行票据支付采购款减缓现金流出；此外，公司于2017年、2018年分别出售中原瑞德80%和20%的股权，相关税费合计约4亿元在本期缴纳。

支付其他与经营活动有关的现金为 39.59 亿元，主要系支付的销售费用 26.75 亿元及管理费用 8.00 亿元。2016—2018 年，经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 5.26 亿元、0.38 亿元和 6.03 亿元。同期，公司现金收入比分别为 106.24%、108.77%和 98.87%，公司经营活动获现能力有所下降。

投资活动方面，受 2017 年和 2018 年分别处置中原瑞德 80%和 20%股权影响，2016—2018 年公司投资活动产生的现金流入量有所波动。2018 年，公司投资活动现金流入量为 11.34 亿元。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流出量分别为 60.85 亿元、68.36 亿元和 14.90 亿元。2018 年，公司投资活动现金流出同比大幅减少，主要系公司 2018 年积极推进业务聚焦与资产优化，对外投资项目较少，而上年同期公司收购 Ansell Ltd.全球两性健康业务等投资支出较大所致。近三年投资活动产生的现金流量净额均为负值，分别为-56.54 亿元、-41.39 亿元和-3.57 亿元。2018 年，公司对外投资规模大幅缩减。

2016—2018 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-51.28 亿元、-41.01 亿元和 2.46 亿元。总体看，随着公司“归核化”战略的实施，对外投资规模大幅降低，融资需求随之降低。

筹资活动方面，2016—2018 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 136.72 亿元、156.69 亿元和 130.44 亿元。2018 年，吸收投资收到的现金同比减少 17.49 亿元，主要系 2017 年公司非公开发行股票募集资金 11.62 亿元所致；取得借款收到的现金为 92.71 亿元，同比增加 3.26 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金为 36.90 亿元，同比减少 12.02 亿元，主要系超短期融资券同比减少 15.00 亿元所致。公司筹资活动产生的现金流出主要是偿还债务，2018 年为 136.69 亿元。近三年，公司筹资活动现金净流量分别为 58.26 亿元、50.68 亿元和-6.25 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流入量为 148.65 亿元，同比增长 3.46%，其中销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 5.07%；医药商业板块子公司增加利用银行承兑汇票支付，使得购买商品、接受劳务支付的现金同比减少 11.62%，经营活动现金流出量同比下降 5.83%至 138.56 亿元；综合作用下，经营活动产生的现金流量净额明显向好，为 10.10 亿元，但现金收入比为 88.23%，收入实现质量进一步下滑。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-5.93 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-20.03 亿元。

总体看，近年来经营活动现金流入量持续增长，经营性净现金流存在波动，2019 年以来明显向好；2016 年及 2017 年投资支出规模较大，2018 年以来，公司实施“归核化”战略，对外投资规模大幅下降，但对外部融资仍存较大依赖性。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2016—2018 年，公司流动比率呈下降趋势，速动比率波动下降，三年加权平均值分别为 109.40%和 89.14%，2018 年底分别为 103.87%和 84.24%。近三年，公司流动负债快速增长且经营活动现金净流量大幅波动，导致经营现金流动负债比波动下降，三年分别为 5.23%、0.29%和 3.67%。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率和速动比率均小幅回升，分别为 107.47%和 86.98%。总体看，公司短期债务偿债能力一般。

长期偿债能力方面，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 21.65 亿元、40.27 亿元和 -1.80 亿元，全部债务/EBITDA 分别为 5.02 倍、3.42 倍和-85.93 倍；EBITDA 利息倍数分别为 5.72 倍、7.18 倍和-0.24 倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得各商业银行授信额度 163.00 亿元，尚未使用额度为 39.00 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 2019 年 9 月底，公司无对外担保。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额为 172.93 亿元，其中流动资产为 68.08 亿元，非流动资产为 104.85 亿元。流动资产主要由货币资金和其他应收款构成。截至 2018 年底，母公司货币资金为 16.19 亿元；其他应收款为 50.56 亿元，主要为子公司往来款 47.29 亿元；非流动资产主要由可供出售金融资产 10.66 亿元和长期股权投资 90.38 亿元构成。

截至 2018 年底，母公司负债合计 81.87 亿元，其中流动负债为 77.91 亿元，非流动负债为 3.95 亿元；流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，分别为 26.10 亿元、12.13 亿元、13.18 亿元和 25.00 亿元；非流动负债主要由长期借款 3.30 亿元构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 91.06 亿元，其中实收资本为 13.54 亿元，其他权益工具为 19.94 亿元，资本公积为 51.58 亿元，未分配利润为 2.15 亿元。

2018 年，母公司无营业收入及营业成本，财务费用为 2.20 亿元，资产减值损失为 24.33 亿元，实现投资收益 8.52 亿元，利润总额为 -18.31 亿元。

2018 年，母公司经营活动现金净流出 10.22 亿元。投资活动产生的现金流量净额为 6.93 亿元（2017 年为 -11.82 亿元），投资活动现金流入主要由收回投资收到的现金 7.73 亿元（其中出售中原瑞德股权收到 6.69 亿元）和取得投资收益收到的现金 2.41 亿元（全部为子公司分红，其中收到宜昌人福分红 2.06 亿元）构成。筹资活动产生的现金流量净额为 -1.18 亿元。

总体看，母公司为控股平台型公司，无收入来源，且承担了主要的融资职能，债务

负担很重，自身偿债能力很弱。

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，债务负担有所加重，主业盈利能力保持较好水平。未来，公司将在巩固现有细分领域优势的基础上，通过对国内医药行业的整合和海外市场的拓展增强公司竞争力；同时，公司正在积极布局医疗服务领域，发展速度有望加快。

总体看，公司整体抗风险能力强。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行规模为 5 亿元，占 2019 年 9 月底公司全部债务和长期债务的比重分别为 3.11% 和 11.00%。

截至 2019 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 61.29%、53.44% 和 24.52%。本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 61.81%、54.20% 和 26.51%。考虑到本期中期票据募集资金中将有部分资金用于偿还有息债务，本期中期票据发行后，公司实际债务指标将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行规模的 27.38 倍、34.84 倍和 38.56 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行规模的 1.05 倍、0.08 倍和 1.21 倍。2016 和 2017 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行规模的 4.33 倍和 8.05 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力好。

十一、债权保护条款分析

1. 担保条款

中债增根据编号为 GJ-YW (2020) 003 (1) 号的信用增进函就本期中期票据存续期公司应偿还的人民币不超过人民币 5 亿元本金、相应票面利息，因公司未履行或未完全履行向票据持有人的兑付义务而产生的违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证。

2. 担保人担保能力分析

中债增于 2009 年 9 月经由中国银行间市场交易商协会联合中国石油天然气集团公司、国网英大国际控股集团有限公司（原国网资产管理有限公司）、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢集团有限公司、中银投资资产管理有限公司（原北京万行中兴实业投资有限公司）共同发起设立，注册地为北京，注册资本 600000.00 万元人民币。中国人民银行对中债增开展信用增进业务进行监管，中国银行间市场交易商协会对中债增开展信用增进业务进行自律管理。

中债增成立以来，按照债券市场信用增进及风险管理专业服务的提供商、债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者、债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者的定位，始终致力于信用增进产品创新和制度创新，推动信用风险分散分担机制建设，面向中小企业及中低信用等级企业提供专业的信用增进服务，缓解中小企业融资难困境，不断打造自身经营特色。

截至 2019 年 9 月底，中债增提供信用增进服务的项目累计 355 个，增信金额累计 2720.17 亿元。目前中债增仍承担信用增进责任金额为 1027.22 亿元，其中：未到期项目为 132 个，责任余额 1024.39 亿元，已到期仍承

担责任余额 2.83 亿元。

截至 2018 年底，中债增资产总额为 139.83 亿元，所有者权益为 82.71 亿元；2018 年，中债增实现营业收入 13.37 亿元，利润总额 8.30 亿元。

截至 2019 年 9 月底，中债增资产总额为 154.27 亿元，所有者权益为 102.18 亿元；2019 年 1—9 月，中债增实现营业收入 11.42 亿元，利润总额 7.09 亿元。

经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

3. 本期中期票据担保能力

本期中期票据发行规模为 5 亿元，占中债增 2019 年 9 月底资产总额的 3.24%；占 2019 年 9 月底信用增进责任余额的 0.49%，所占比例低；2018 年及 2019 年 1—9 月，中债增分别实现利润总额 8.30 亿元和 7.09 亿元，对本期中期票据的覆盖程度高。

十二、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。

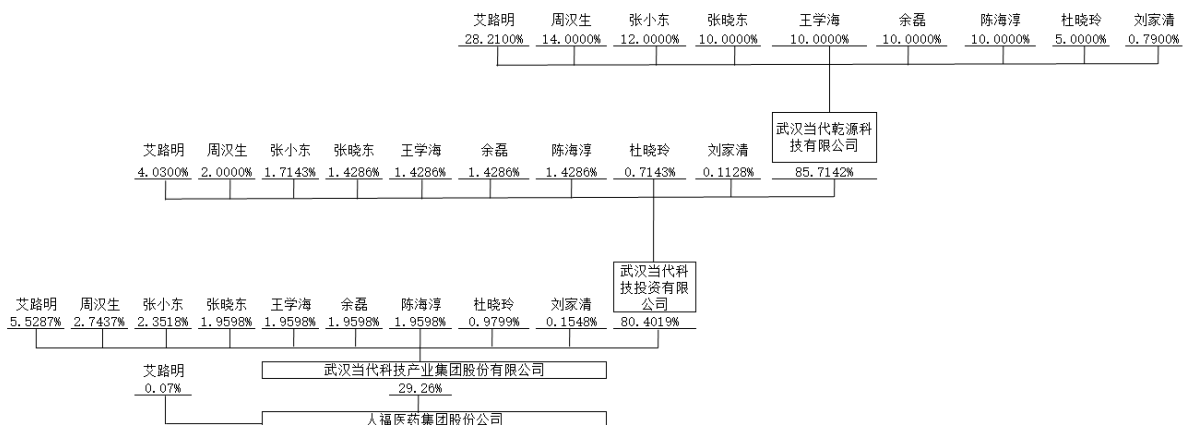
公司作为国内麻醉药品的龙头生产企业及主要生育调节药品生产企业之一，产品种类丰富，主导产品市场占有率高，技术研发实力强。公司整体资产质量较好，主业盈利能力较好；债务规模增长较快，有息债务以短期债务为主，且 2018 年受大额商誉减值影响，利润总额呈现亏损。随着处于领导地位的神经系统用药、生育调节药、维吾尔族药等产品销售规模的提升，美国仿制药和全球两性健康业务快速发展，医药商业的区域规模优势逐步凸显，公司未来收入规模和盈利能力有望进一步提升。

公司经营活动现金流入量对本期中期票

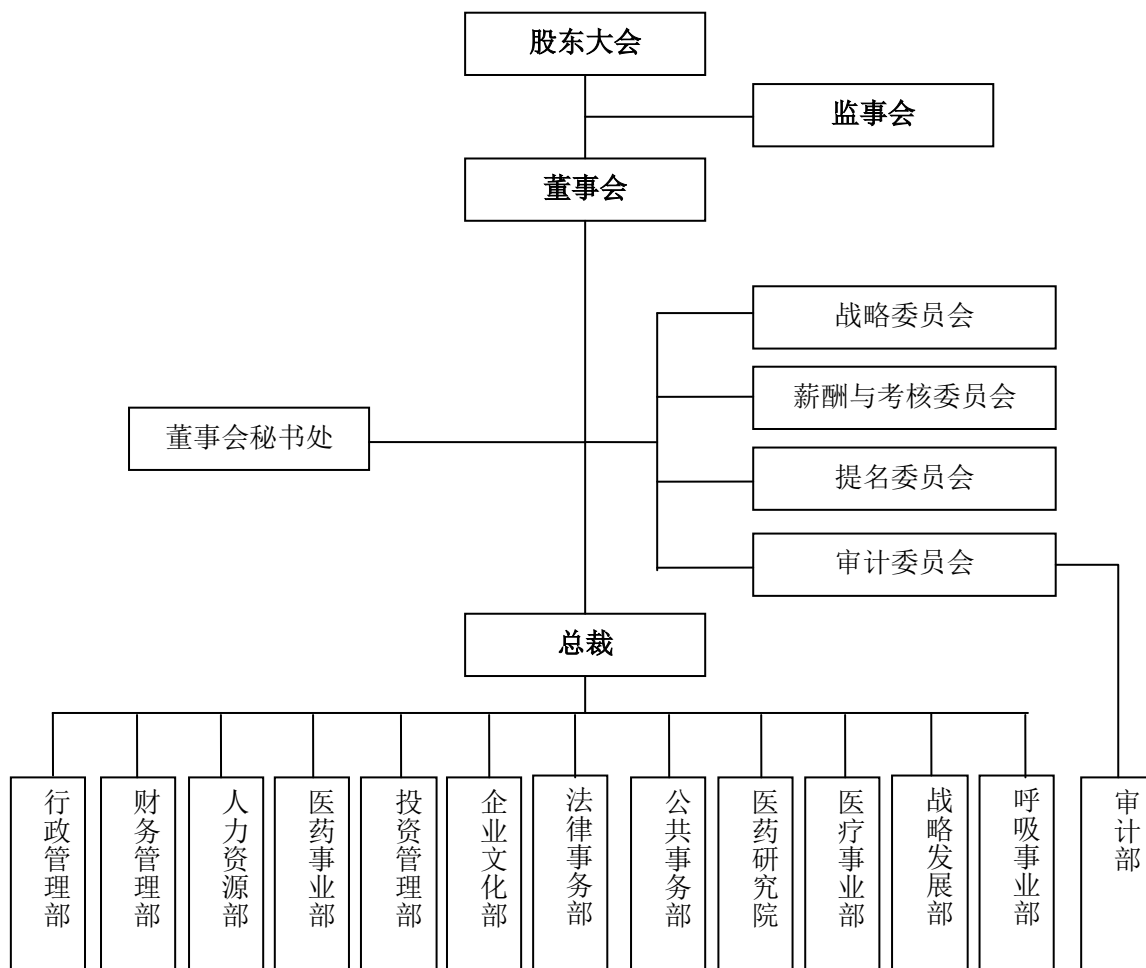
据的保障能力好。中债增为本期中期票据提供不可撤销的连带责任保证，有效提升了本期中期票据的信用水平。

综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.86	40.40	37.76	27.15
资产总额(亿元)	264.28	354.06	354.23	361.40
所有者权益(亿元)	119.83	166.06	142.72	139.91
短期债务(亿元)	68.54	87.04	115.28	115.11
长期债务(亿元)	40.08	50.81	39.14	45.46
全部债务(亿元)	108.62	137.85	154.42	160.58
营业收入(亿元)	123.31	154.46	186.34	161.04
利润总额(亿元)	13.65	29.47	-14.77	13.83
EBITDA(亿元)	21.65	40.27	-1.80	--
经营性净现金流(亿元)	5.26	0.38	6.03	10.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.78	2.85	2.82	--
存货周转次数(次)	3.98	3.95	3.82	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.50	0.53	--
现金收入比(%)	106.24	108.77	98.87	88.23
营业利润率(%)	35.97	37.16	39.15	38.64
总资本收益率(%)	6.33	9.43	-4.16	--
净资产收益率(%)	9.01	13.96	-13.74	--
长期债务资本化比率(%)	25.06	23.43	21.52	24.52
全部债务资本化比率(%)	47.55	45.36	51.97	53.44
资产负债率(%)	54.66	53.10	59.71	61.29
流动比率(%)	115.37	114.65	103.87	107.47
速动比率(%)	93.53	94.39	84.24	86.98
经营现金流动负债比(%)	5.23	0.29	3.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.72	7.18	-0.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.02	3.42	-85.93	--

注：1.2019 年三季度财务数据未经审计；2.现金类资产中已剔除受限货币资金；3.短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；4.2016 年底、2017 年底、2018 年底及 2019 年 9 月底所有者权益中分别包含永续债 15 亿元、20 亿元、20 亿元和 5 亿元

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.23	19.03	15.53	4.60
资产总额(亿元)	144.46	190.53	172.93	166.57
所有者权益(亿元)	85.79	113.82	91.06	76.06
短期债务(亿元)	33.74	46.70	64.31	56.53
长期债务(亿元)	12.65	15.07	3.30	0.00
全部债务(亿元)	46.40	61.77	67.61	56.53
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	5.27	16.23	-18.31	1.84
EBITDA(亿元)	5.37	19.04	-14.79	--
经营性净现金流(亿元)	0.64	-4.29	-10.22	17.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	--	--	--	--
总资本收益率(%)	5.40	9.04	-9.86	--
净资产收益率(%)	6.14	11.58	-20.91	--
长期债务资本化比率(%)	12.85	11.69	3.50	0.00
全部债务资本化比率(%)	35.10	35.18	42.61	42.63
资产负债率(%)	40.61	40.26	47.34	54.34
流动比率(%)	106.84	112.04	87.38	73.80
速动比率(%)	106.84	112.04	87.38	73.80
经营现金流动负债比(%)	1.39	-7.02	-13.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 2019 年三季度财务数据未经审计；2. 现金类资产已剔除受限货币资金；3. 短期债务中未考虑其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；4. 2016 年底、2017 年底、2018 年底及 2019 年 9 月底所有者权益中分别包含永续债 15 亿元、20 亿元、20 亿元和 5 亿元

附件 4 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-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 人福医药集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）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，及时对该事项进行分析，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。