

信用等级公告

联合[2017] 603 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⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年五月二日



人福医药集团股份有限公司 主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2017 年 5 月 2 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.29	26.58	35.23	31.96
资产总额(亿元)	121.67	181.52	264.28	276.86
所有者权益(亿元)	57.28	91.82	119.83	123.13
短期债务(亿元)	27.43	52.28	68.54	76.36
长期债务(亿元)	16.39	9.51	40.08	40.85
全部债务(亿元)	43.82	61.79	108.62	117.21
营业收入(亿元)	70.52	100.54	123.31	33.30
利润总额(亿元)	8.21	10.72	13.65	3.41
EBITDA(亿元)	11.89	15.76	21.65	--
经营性净现金流(亿元)	5.03	3.11	5.26	-3.28
营业利润率(%)	40.59	35.72	35.97	38.21
净资产收益率(%)	11.10	9.29	9.01	--
资产负债率(%)	52.92	49.42	54.66	55.53
全部债务资本化比率(%)	43.35	40.23	47.55	48.77
流动比率(%)	137.81	131.30	115.37	108.94
经营现金流流动负债比(%)	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 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；3. 将应付债券中于一年内到期的中期票据调整至短期债务；4. 2016 年底及 2017 年 3 月底所有者权益中包含 15 亿元永续债。

分析师

孔祥一 李 明

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

人福医药集团股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事医药产品的研发、生产与销售。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司作为国内麻醉药品龙头生产企业，在产业规模、技术研发、主导产品市场占有率、医保品种等方面具有综合优势。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，联合资信也关注到公司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。

优势

1. 公司产品种类丰富，涵盖了中枢神经用药、生育调节药、生物制品、维吾尔民族药和诊断试剂多个领域；作为国内麻醉药品龙头生产企业，麻醉药品市场占有率高。
2. 公司拥有先进的研发平台，整体研发水平高，新药品储备丰富。
3. 公司收入与利润规模持续增长，整体盈利能力较强。
4. 2017 年，公司盐酸氢吗啡酮注射液等多个品种进入国家新版医保目录，目前公司共有 316 个品种纳入国家医保目录，未来收入及利润规模有望进一步提升。

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。
5. 公司未来将在医疗服务领域进行一系列投资，面临一定资本支出压力。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、人福医药集团股份公司主体长期信用等级自 2017 年 5 月 2 日至 2018 年 5 月 1 日有效；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

主体长期信用评级报告

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人福医药2000万股人民币普通股，并在上海证券交易所上市，证券代码：600079.SH。2013年3月，公司更名为现名。2015年7月，公司以资本公积金转增股本，每10股转增10股，共计转增643024531股（每股面值1元），本次转增完成后，公司总股本增至1286049062股。截至2017年3月底，公司注册资本为12.86亿元，其中武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代科技”）持股24.49%，为公司第一大股东；艾路明先生持有当代科技28.21%的股份，为公司实际控制人。

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

截至2017年3月底，公司本部内设行政管理部、财务管理部、人力资源部、医药研究院、战略发展部、群团工作部、投资管理部、医疗事业部、运营管理部、信息管理部、企业文化

部、法律事务部、公共事务部、审计部和董事会秘书处15个职能部门。

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

截至2017年3月底，公司合并资产总额为276.86亿元，所有者权益为123.13亿元（其中少数股东权益20.64亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入33.30亿元，利润总额3.41亿元。

公司地址：武汉东湖高新区高新大道666号；法定代表人：王学海。

二、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政

赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

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

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

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

较高增速。

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

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

三、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 1-12 月中国医药工业实现主营业务收入 28062.9 亿元，同比增长 9.7%，全年利润总额 3002.9 亿元，同比增长 13.9%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药制造业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 1 近年来中国医药工业规模以上企业主要经济指标（单位：亿元、%）

	2013 年			2014 年			2015 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	3819.9	284.7	7.29	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61
化学药品制剂制造	5730.9	639.4	11.24	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98
中药饮片加工	1259.4	94.2	7.52	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29
中成药制造	5065	538.4	10.66	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84
生物药品制造	2381.4	282.4	11.93	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22
卫生材料及医药用品制造	1398.2	142.2	9.58	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14
制药专用设备制造	138.2	16.5	12.13	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44
医疗仪器设备及器械制造	1888.6	199.2	10.45	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76
医药工业	21681.6	2197	10.09	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.3

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

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国。从细分产品看，中国原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管

血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。

2015 年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入 4614.21 亿元，同比增长 8.22%，增速继续放缓；实现利润总额 351.03 亿元，同比增长 12.57%，销售利润率有所提高。

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。

2015 年，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 6816.04 亿元，同比增长 8.13%；实现利润总额 816.86 亿元，同比增长 11.30%。

中药子行业

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。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入从 2013 年至 2015 年复合增长率分别达到 10.35% 与 16.18%，市场呈现稳定增长态势。2015 年，中成药制造行业实现营业收入 6167.39 亿元，同比增长 6.22%；实现利润总额 668.48 亿元，同比增长 11.80%。

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。

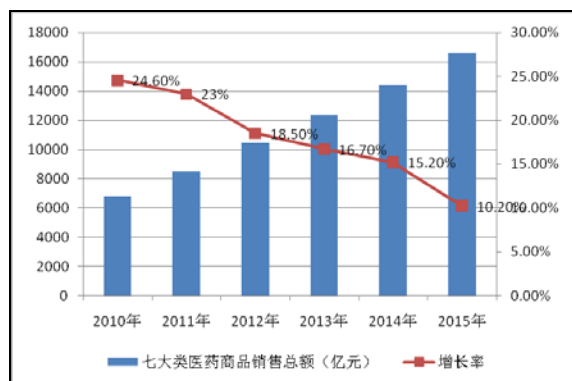
目前国内有中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

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

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

图1 中国药品流通行业销售总额情况



资料来源：中商情报网

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。2015年对批发企业销售额为6936亿元，占销售总额的41.8%，比上年降低1个百分点；对终端销售额为9677亿元，占销售总额的58.2%，比上年增加1个百分点；其中对医疗机构销售额为6907亿元，占终端销售额的71.4%，对零售终端和居民零售销售额为2770亿元，占终端销售额的28.6%。

从集中度看，2015年前100位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的68.9%；主营业务收入在100亿元以上的批发企业占同期全国医药市场总规模的51.7%，比上年提高2.9个百分点。“十二五”期间，全行业已形成3家年销售规模超千亿元、1家年销售额超500亿元的全国性企业，同时形成24家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业。2013年公布的新修订《药品经营质量管理规范》（简称GSP）对药品仓储、运输、购销全链条提出了更高要求，并于2013年6月正式实施，过渡期截至2016年，过渡期之后仍未达标的企业药品经营活动将被停止。新版GSP的实施将有利于进一步提高行业集中度。总体看，中国

医药流通行业基本形成了三大版图，全国性大型企业已具雏形，中型企业区域化布局，小型企业面临较大的生存压力。

从销售终端看，药品销售主要有医院市场、零售终端和基层卫生机构（包括农村药品供应网点、社区卫生服务站和乡镇卫生院）三大终端市场，其中医院市场居于主要地位，占据一半以上的市场份额。

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，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）行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在20世纪80年代初期只有800余家，2015年底已经超过6000家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头400~500亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

（2）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。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。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。

（3）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”这一主旋律在进行推进。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。

（4）中药材价格波动

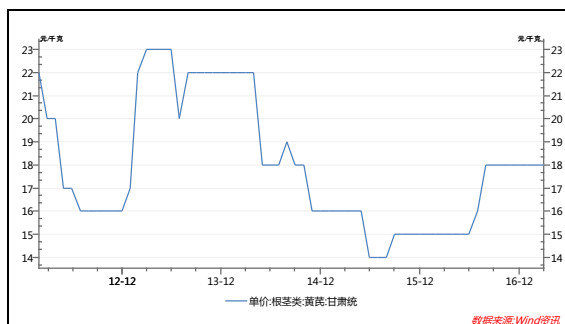
近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，

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2017年3月，黄芪价格平稳在18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

（5）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

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，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表2 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2015年4月	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	《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、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《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，不再注册。	有利于对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。
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；国内药企将承压。
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。

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

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，全年地区生产总值11912.61亿元，比上年增长7.8%。其中，第一产业增加值390.62亿元，增长3.4%；第二产业增加值5227.05亿元，增长5.7%；第三产业增加值6294.94亿元，增长9.9%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为3.3%，第二产业增加值比重为43.9%，第三产业增加值比重为52.8%，比上年提高1.8个百分点。三次产业对GDP增长贡献率分别为1.4%、33.7%和64.9%。

工业方面，全年全部工业增加值4238.78亿元，比上年增长4.9%。规模以上工业增加值增长5.0%。年末规模以上工业企业2514户。产值过100亿元的企业18户。在11大工业行业中，5个行业产值超千亿元，分别是汽车及零部件、电子信息制造、装备制造、食品烟草和能源及环保业。

人民生活方面，全年全市城乡居民人均可支配收入35383元，比上年增长8.94%。其中，城镇常住居民人均可支配收入39737元，增长9.06%。人均消费支出26535元，增长10.8%。

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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

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

2. 企业规模

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；子公司武汉中原瑞德生物制品有限责任公司（以下简称“中原瑞德”）所处血液制品行业的市场需求旺盛，保持稳定增长；子公司新疆维吾尔药业有限责任公司（以下简称“新疆维吾尔”）是国内少数几家以民族药为主的制药企业之一，也是目前最大的维吾尔民族药生产企业，近年来随着政府支持力度的增强以及企业营销推广能力的提升，取得快速增长。目前，公司及下属子公司拥有 576 个药品生产批文，其中有 48 个独家品规产品。2017 年 2 月，人力资源社会保障部发布国家医保目录（2017 年版），公司盐酸氢吗啡酮注射液新进入国家医保目录，注射用盐酸瑞芬太尼取消了“限手术麻醉”的备注。截至 2017 年 3 月底，公司共有 141 个品种纳入国家基药目录，316 个品种纳入国家医保目录。近年来，公司不断加快并购步伐，相继并购了湖北人福成田药业有限公司、宜昌三峡制药有限公司（以下简称“三峡制药”）等，进入皮肤外用用药及药用辅料等细分

领域。

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

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

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

3. 人员素质

截至 2017 年 3 月底，公司拥有董事、监事、高级管理人员共 19 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，43 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，62 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大，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。目前，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 3 月底，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 3 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）的单独用药或与放化疗联合治疗	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	临床审评
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 3 月底，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。

五、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。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

公司本部内设行政管理部、财务管理部、人力资源部、医药研究院、战略发展部、群团工作部、投资管理部、医疗事业部、运营管理部、信息管理部、企业文化部、法律事务部、公共事务部、审计部和董事会秘书处 15 个职能部门，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。

六、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。

根据公司于 2016 年发布的公告，公司拟向当代科技非公开发行不超过 73198198 股 A

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

2. 企业合并

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、三峡制药 75%股权、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%工业区、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。

七、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4 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 1-3 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	331351.64	99.52
其中：化学药品制剂	446208.85	63.28	673410.39	66.98	764432.05	61.99	217118.05	65.21
化学原料药	20595.24	2.92	54120.55	5.38	72372.24	5.87	14265.57	4.28
中药	38904.66	5.52	46526.42	4.63	91848.40	7.45	22346.03	6.71
生物制剂	33687.45	4.78	41328.16	4.11	34864.12	2.83	7972.10	2.39
其他医药健康产品	147450.09	20.91	171032.13	17.01	264599.48	21.46	69649.89	20.92
其他业务	18316.52	2.60	18980.20	1.89	4978.72	0.40	1601.42	0.48
合计	705162.80	100.00	1005397.84	100.00	1233095.01	100.00	332953.06	100.00

资料来源：公司提供

表 5 近年来公司毛利率情况

业务板块	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
医药板块	41.69%	36.14%	36.71%	39.02%
其中：化学药品制剂	45.13%	37.62%	40.65%	42.14%
化学原料药	17.91%	20.42%	28.74%	26.58%
中药	50.51%	47.91%	37.05%	44.60%
生物制剂	37.31%	39.19%	40.38%	42.34%
其他医药健康产品	33.82%	31.38%	26.88%	29.66%
其他业务	27.81%	46.85%	56.38%	65.55%
合计	41.33%	36.35%	36.79%	39.15%

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

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

¹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。

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

总体看，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。

表 6 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	2017 年 1-3 月
中枢神经用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	4572.42	3426.57	3301.53	980.32
中枢神经用药	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	2189.45	3022.32	3027.29	1056.94
中枢神经用药	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	929.32	1274.10	1197.89	238.31
中枢神经用药	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	700.42	842.47	1248.21	-
中枢神经用药	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	5.79	43.08	62.60	31.65
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	557.07	636.56	559.84	121.69
生育调节药	黄体酮原料药（kg）	38847.17	39779.50	41032.60	6962.1
生物制品	人血白蛋白（万瓶）	17.47	28.98	26.47	7.48
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	--	--	164.57	38.32
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	--	--	17.50	3.6

资料来源：公司提供

表 7 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 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
中枢神经用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	4458.52	3822.29	3667.90	1087.60	29.81	29.78	28.49	28.48
中枢神经用药	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	2217.83	2852.80	3003.83	936.48	346.06	346.72	345.70	346.16
中枢神经用药	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1014.97	1088.86	1155.12	329.91	382.58	381.95	382.87	382.18
中枢神经用药	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	721.04	761.35	897.70	318.68	43.92	44.59	61.25	60.74
中枢神经用药	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	9.06	36.49	59.81	27.10	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	120.35	17.27	16.90	16.95	16.83
生育调节药	黄体酮原料药（kg）	39382.99	39615.35	41497.31	5764.02	21.33	21.27	20.54	20.16
生物制品	人血白蛋白（万瓶）	16.37	27.16	32.08	8.13	354.27	355.56	358.82	356.66

抗生素	硫酸新霉素原料药 (万十亿)	--	--	168.86	30.28	--	--	1.54	1.70
消化道和代谢 方面药物	熊去氧胆酸胶囊(万 瓶)	--	--	15.28	5.24	--	--	223.48	219.91

资料来源：公司提供

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 3 月底，公司已具备年产小容量注射液 6 亿支、冻干粉针 2000 万瓶、片剂 50 亿片、颗粒剂 2000 万袋、胶囊 2.5 亿粒、糖浆及口服液 1000 万瓶的生产能力。

宜昌人福（公司持有其 67%股权）注册资本 2.94 亿元，是国家麻醉药品定点研发生产企业、国家重点高新技术企业，现建有开发区园区、远安园区、生物产业园区三大生产基地。除麻醉类药品外，宜昌人福还生产瑞丁、瑞尼、福必安、泰瑞特、普复舒、倍泰、术能等名牌产品。截至 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 1~3 月，公司中枢神经用药实现收入 70996.14 万元，主要产品售价保持稳定，产销规模稳步增长。其中枸橼酸舒芬太尼注射液产销量分别达到 1056.94 万支和 936.48 万支；新进入医保目录的盐酸氢吗啡酮注射液，完成产销量 31.65 万支和 27.10 万支，分别为去年全年的 50.56%和 45.31%。

生育调节药

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

维吾尔民族药

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%。

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进行，主要产品为人血白蛋白等血液制品。中原瑞德注册资本 2.55 亿元，目前拥有四家浆站（恩施、罗田、赤壁和当阳，其中当阳血站为 2015 年新建），均位于湖北省内，年处理能力约为 120 吨血浆。中原瑞德主导产品包括人血白蛋白（三种规格）、人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等共计 6 个品种、12 个规格产品。截至 2016 年底，中原瑞德资产总额 66121.97 万元，所有者权益 46131.31 万元；2016 年实现营业收入 20375.44 万元，同比增长 10.73%；净利润 6606.92 万元，同比增长 58.21%。

受益于市场需求旺盛和现有浆站浆源的增长稳定，2016 年中原瑞德主要产品人血白蛋白实现产量 26.47 万瓶，销量提升至 32.08 万瓶。

2017 年 1~3 月，公司生物制剂产品实现销售收入 7972.10 万元，保持了良好的增长势头，主要产品人血白蛋白产销量分别为 7.48 万瓶和 8.13 万瓶。

生物技术药领域是公司未来打造的一个重点产业，该业务市场需求量大，行业壁垒高、盈利能力较强，未来将成为公司新的利润增长点。

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月新并购Epic Pharma（公司持有其100%股权），该公司业务集药品研发、生产、销售为一体，具备管制类药品生产资质（美国药品监管局DEA认证）。

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

通过整合国内生产能力以及2016年新并购Epic Pharma，公司目前共拥有近20个ANDA文号，约400个品规的药品在美国市场销售，2016年公司在美国实现制剂销售收入68072.77万元，未来有望为公司贡献较稳定的收入。

其他

除上述细分领域外，近年来，公司不断加快合并步伐，丰富产品类型。2015年8月，公司收购三峡制药75%的股权，进入抗生素领域。

三峡制药主要产品有硫酸新霉素、缬氨酸、异亮氨酸、醋酸赖氨酸、亮氨酸等。

（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8 2016年公司前5名供应商情况(单位:万元、%)

序号	供应商名称	金额	占当期采购比例
1	罗氏诊断产品(上海)有限公司	91358.70	10.60
2	华润医药商业集团有限公司	19349.53	2.25
3	九州通医药集团股份有限公司	14487.48	1.68
4	安徽阜阳润生源药业有限公司	14390.70	1.67
5	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 9 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 10 2016 年公司前 5 名客户情况（单位：万元、%）

序号	客户名称	金额	在营业收入中占比
1	国药集团药业股份有限公司	147909.07	11.99
2	华中科技大学同济医学院附属医院	55691.98	4.52
3	上海医药分销控股有限公司	23632.30	1.92
4	重庆医药（集团）股份有限公司特殊药品分公司	23176.80	1.88
5	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. 医药流通

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53.91%。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%。

此外，公司稳健复制湖北商业模式至省外。公司于2014年12月以2.45亿元收购了建德医药70%股权。建德医药是一家专门从事药品批发、配送、销售的医药企业，坐落于杭州建德新安江畔，管理中心位于杭州，注册资本7000万元，现有在职员工150余名。建德医药与广西梧州制药、西安力邦、东阿阿胶、修正药业等四十多家药企建立了长期良好互信的合作关

系，取得了70多个产品在浙江省的独家经营代理权。建德医药代理的注射用血栓通、前列地尔等品种连续3年以上稳居全国销售冠军。截至2016年底，建德医药资产总额37951.26万元，所有者权益16542.66万元；2016年实现营业收入59126.53万元，同比增长30.86%，净利润5036.36万元，同比增长21.78%。

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%。

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，一方面抓紧进行国际主流市场的产品注册和市场开发，引进国外先进管理及技术，逐步调整产品结构，稳步实现规模盈利，并带动集团生产质量管理全面升级；另一方面积极寻找能与公司现有产品市场形成互补或具备高潜力的海外投资标的，加快公司的国际化进程。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，力争“十三五”期间布局50家以上医院，并结合当地的医疗服务需求开展高端健康管理、月子中心、医养结合、移动医疗等衍生性业务，形成“医药工业——医药流通——医疗服务”的完整产业链。

在建及拟建工程方面，截至2017年3月底，公司在建项目为宜昌人福远安口服制剂项目、

钟祥市人民医院新院区建设项目和药用辅料基地建设工程，公司暂无其他拟建项目计划。

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

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

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

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

表11 公司在建及拟建项目未来投资情况（单位：万元）

项目名称	资金来源		总投资	截至2017年3月底投资额	2017年4-12月投资计划	2018年计划投资
	自筹	贷款				
钟祥市人民医院新院区建设项目	30900.00	24000.00	54900.00	26851.74	17679.79	10368.47
宜昌人福远安口服制剂项目	33000.00	0	33000.00	22117.45	8008.99	2873.56
药用辅料基地建设工程	15000.00	0	15000.00	14319.97	680.03	0
合计	78900.00	24000.00	102900.00	63289.16	26368.81	13242.03

资料来源：公司提供

八、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，2017年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，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 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 141 家，较 2016 年底增加 9 家，其中新合并子公司 6 家，新设立子公司 3 家。总体看，公司业务持续扩张，合并范围的变动较大，对公司财务分析的可比性有一定影响。

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

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额为 276.86 亿元，所有者权益为 123.13 亿元（其中少数股东权益 20.64 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.30 亿元，利润总额 3.41 亿元。

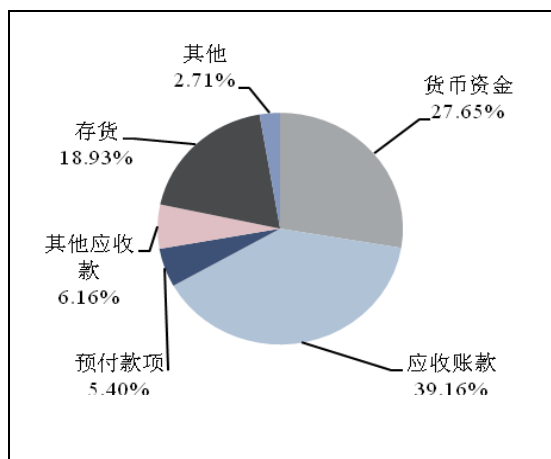
2. 资产质量

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事项的完成，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，近三年公司应收账款年均复合增长率达 34.91%。截至 2016 年底，公司应收账款同比增长 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，年均增幅 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%,集中度较高。

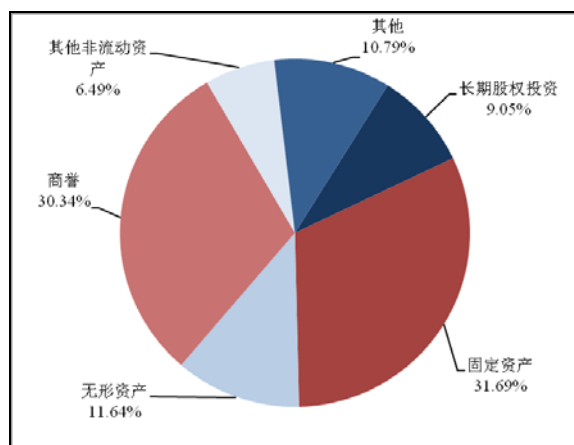
2014~2016年,公司存货规模快速增长,年均增幅32.51%。截至2016年底,公司存货账面价值21.97亿元,同比增长27.56%,主要由原材料(占16.68%)、在产品(占11.38%)和库存商品(占71.42%)构成,其中库存商品主要为医药产品和其他业务产品。2016年公司共计提存货跌价准备0.08亿元,计提比例为0.36%,计提比例低。

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²。

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

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

² 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。

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。

表 12 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 3 月底，公司合并资产总额为 276.86 亿元，较 2016 年底增长 4.76%，其中流动资产占比 42.95%，非流动资产占比 57.05%。截至 2017 年 3 月底，公司应收账款较 2016 年底增长 9.29%至 49.67 亿元，主要由于同期营业

收入快速增长所致；其他应收款 8.31 亿元，较 2016 年底增长 16.25%，主要来自往来款增长；由于出口基地研发项目以及钟祥市人民医院项目等在建工程项目投入增加，公司在建工程较上年底增长 36.82%至 6.43 亿元；同时，公司其他非流动资产增幅较大，较 2016 年底增长 60.32%，截至 2017 年 3 月底为 15.42 亿元，主要系公司将预付 3.9 亿元股权款参与设立金融租赁公司，认购其 39.80%的股权（该事项尚待政府相关部门审核）及预付土地拍卖保证金 1.55 亿元重分类至该科目披露所致。

总体看，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；商誉规模较大，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 3 月底，公司所有者权益合计 123.13 亿元（含少数股东权益 20.64 亿元），较 2016 年底增长 2.76%；其中少数股东权益较 2016 年底增长 6.34%。

总体看，由于公司 2015 年非公开发行事项的完成及 2016 年永续债的发行，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）。

2014~2016年，公司其他流动负债分别为0、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。

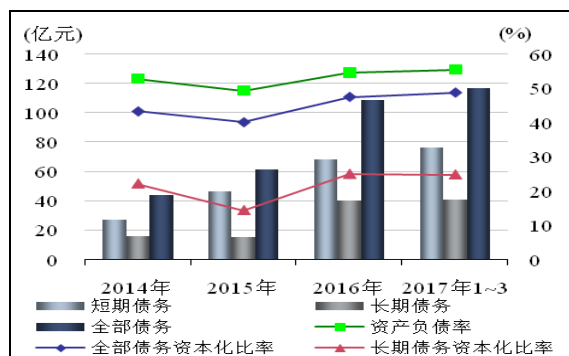
截至2017年3月底，公司负债合计153.73亿元，较2016年底增长6.42%。从结构来看，流动负债占71.00%，非流动负债占29.00%，流动负债占比继续扩大。截至2017年3月底，公司短期借款41.30亿元，较上年底增长27.96%；应付账款20.47亿元，较上年底增长10.63%，主要系公司合理利用信用账期支付货款以及合并报表范围扩大所致。

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

公司于2016年7月发行“16人福MTN001”永续债15亿元，计入所有者权益。若将该永续

债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%。截至2017年3月底，公司全部债务合计132.21亿元，较2016年底增长6.95%，其中短期债务占57.76%；长期债务占42.24%。

图5 2014~2017年3月底公司债务构成



资料来源：根据公司财务报表整理

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

将15亿元永续债作为有息债务进行分析，2016年公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为54.10%和34.43%。截至2017年3月底，上述指标分别为55.00%和34.05%，各指标均有较大幅度提升。

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。

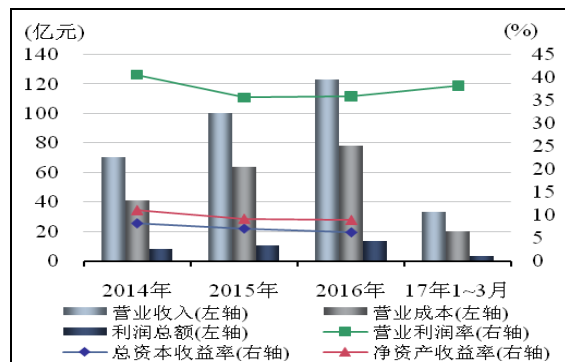
2014~2016年，公司营业成本复合增长率为37.26%，增幅高于营业收入，致公司营业利润率呈波动下降趋势，三年分别为40.59%、35.72%和35.97%。

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。公司期间费用占营业收入比重符合公司医药制造销售企业的特质。

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

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

5. 偿债能力

短期偿债能力方面, 2014~2016 年, 公司流动比率和速动比率均呈下降趋势, 三年均值分别为 124.64% 和 101.00%, 2016 年底分别为 115.37% 和 93.53%。近三年公司流动负债快速增长, 导致经营现金流流动负债比波动下降, 三年分别为 10.93%、4.38% 和 5.23%。截至 2017 年 3 月底, 公司流动比率和速动比率均继续下降, 分别为 108.94% 和 88.32%。总体看, 公司短期债务偿债能力适宜。

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

截至 2017 年 3 月底, 公司合并口径共获得各家银行授信总额度为 129.92 亿元, 尚未使用额度为 45.54 亿元, 公司间接融资渠道较畅通。此外, 公司为上海证券交易所上市公司, 具备直接融资渠道。

截至 2017 年 3 月底, 公司无对外担保。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》(银行版)(机构信用代码: G10420111004407907), 截至 2017 年 4 月 10 日, 公司无未结清不良信贷记录; 已结清信贷记录中有 27 笔关注类贷款、2 笔不良和关注类票据贴现, 根据农业银行、招商银行和工商银行出具的说明, 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; 对外担保信息中有 1000 万元关注类保证担保, 根据湖北远安农村商业银行股份有限公司出具的说明, 上述关注类保证担保实为正常类, 因系统识别原因错划为关注类, 该行将于 2017 年 4 月底调正。公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司作为国内麻醉药品的龙头生产企业及主要生育调节药品生产企业之一, 产品种类丰富, 主导产品市场占有率高, 技术研发实力强。近年来公司收入规模快速增长, 盈利能力保持较好水平, 整体偿债能力较好。未来, 公司将在巩固现有细分领域优势的基础上, 通过对国内医药行业的整合和海外市场的拓展增强公司竞争力; 同时, 公司正在积极布局医疗服务领域, 发展速度有望加快。

总体看, 公司整体抗风险能力强。

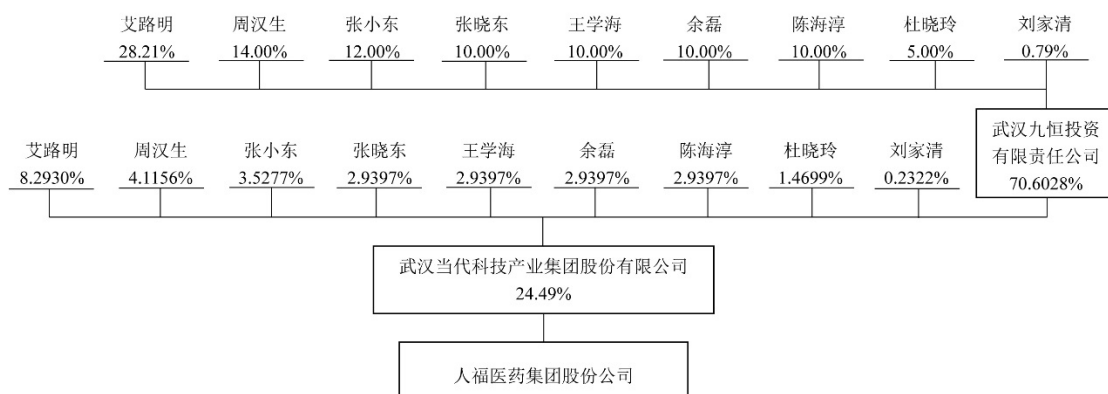
九、结论

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。

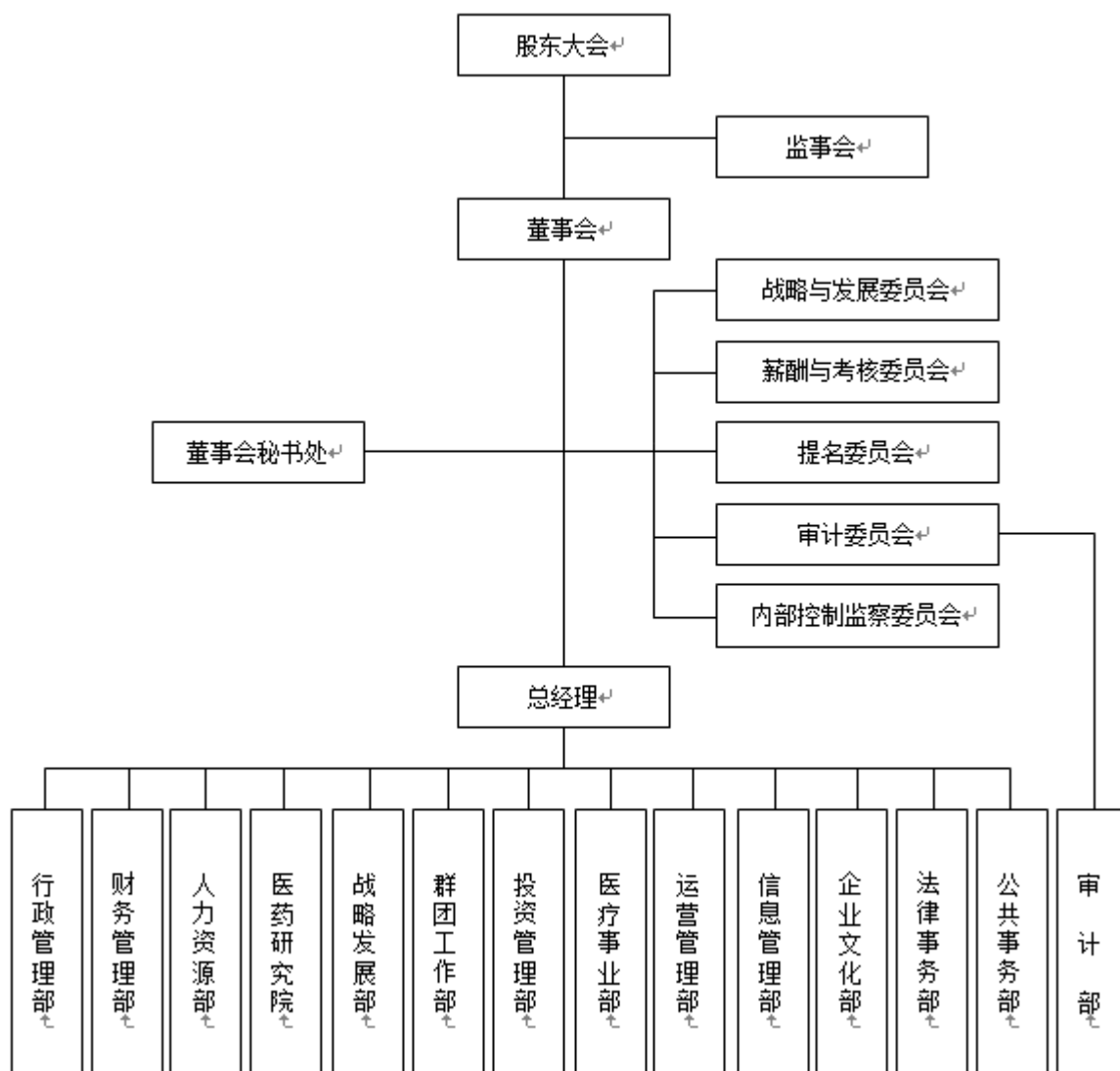
公司作为国内麻醉药品的龙头生产企业及主要生育调节药品生产企业之一, 产品种类丰富, 主导产品市场占有率高, 技术研发实力强。公司整体资产质量较好, 债务负担有所加重, 整体盈利能力较强。随着处于领导地位的中枢

神经用药、生育调节药、维吾尔族药等产品销售规模的提升，生物制品药品竞争力逐步显现，医药商业的规模优势逐步凸显，及积极开拓海外业务和医疗服务业务，公司未来收入规模和盈利能力有望进一步提升。综合分析，公司的主体信用风险很低。

附件 1-1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.29	26.58	35.23	31.96
资产总额(亿元)	121.67	181.52	264.28	276.86
所有者权益(亿元)	57.28	91.82	119.83	123.13
短期债务(亿元)	27.43	52.28	68.54	76.36
长期债务(亿元)	16.39	9.51	40.08	40.85
全部债务(亿元)	43.82	61.79	108.62	117.21
营业收入(亿元)	70.52	100.54	123.31	33.30
利润总额(亿元)	8.21	10.72	13.65	3.41
EBITDA(亿元)	11.89	15.76	21.65	--
经营性净现金流(亿元)	5.03	3.11	5.26	-3.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.84	2.97	2.78	--
存货周转次数(次)	3.83	4.30	3.98	--
总资产周转次数(次)	0.64	0.66	0.55	--
现金收入比(%)	106.76	104.55	106.24	100.63
营业利润率(%)	40.59	35.72	35.97	38.21
总资本收益率(%)	8.24	7.13	6.33	--
净资产收益率(%)	11.10	9.29	9.01	--
长期债务资本化比率(%)	22.25	9.39	25.06	24.91
全部债务资本化比率(%)	43.35	40.23	47.55	48.77
资产负债率(%)	52.92	49.42	54.66	55.53
流动比率(%)	137.81	131.30	115.37	108.94
速动比率(%)	110.61	107.05	93.53	88.32
经营现金流动负债比(%)	10.93	4.38	5.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.67	4.19	5.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.68	3.92	5.02	--

注：1. 公司 2017 年一季度财务数据未经审计；

2. 短期债务考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；

3. 将应付债券中于一年内到期的中期票据调整至短期债务；

4. 2016 年底及 2017 年 3 月底所有者权益中包含 15 亿元永续债。

附件 3 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/主营业务收入×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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

级别设置	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

联合资信评估有限公司关于 人福医药集团股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在人福医药集团股份有限公司主体长期信用等级有效期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。人福医药集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合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及相关信息，如发现人福医药集团股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如人福医药集团股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送人福医药集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

