信用等级公告

联合〔2019〕1068号

联合资信评估有限公司通过对人福医药集团股份公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持人福医药集团股份公司主体长期信用等级为 AA^+，“16 人福 MTN001”和 “17 人福 MTN001”的信用等级为 AA^+，将其移出信用评级观察名单，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月二十四日

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

人福医药集团股份公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+

上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
*16 人福 MTN001[1]	15 亿元	2019/07/11	AA^+	AA^+
*17 人福 MTN001	5 亿元	2020/04/14	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：列入信用评级观察名单

评级时间：2019 年 5 月 24 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	33.86	40.40	37.76	37.55
资产总额(亿元)	264.28	354.06	354.23	358.86
所有者权益(亿元)	119.83	166.06	142.72	148.33
短期债务(亿元)	68.54	87.04	115.28	113.40
长期债务(亿元)	40.08	50.81	39.14	39.00
全部债务(亿元)	108.62	137.85	154.42	152.41
营业收入(亿元)	123.31	154.46	186.34	52.63
利润总额(亿元)	13.65	29.47	-14.77	4.05
EBITDA(亿元)	21.65	40.27	-1.80	--
经营性净现金流(亿元)	5.26	0.38	6.03	0.49
营业利润率(%)	35.97	37.16	39.15	39.39
净资产收益率(%)	9.01	13.96	-13.74	--
资产负债率(%)	54.66	53.10	59.71	58.67
全部债务资本化比率(%)	47.55	45.36	51.97	50.68
流动比率(%)	115.37	114.65	103.87	104.97
经营现金流动负债比(%)	5.23	0.29	3.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.02	3.42	-85.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.72	7.18	-0.24	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产中已剔除受限货币资金；3.短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；4.2016 年底、2017 年底、2018 年底及 2019 年 3 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 20 亿元

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

评级观点

人福医药集团股份公司（以下简称“公司”）主要从事医药产品的研发、生产与销售。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司作为国内麻醉药品龙头生产企业，在产业规模、技术研发、主导产品市场占有率、医保品种等方面具有综合优势。跟踪期内，公司业务规模进一步扩大，收入规模快速增长，经营性净现金流同比大幅增加；但受大额商誉减值影响，2018 年利润总额亏损 14.77 亿元。2019 年一季度，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，银行授信额度充裕，间接融资渠道较为畅通。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、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。

未来，公司将在巩固现有细分领域优势的基础上，持续快速发展美国仿制药及全球两性健康业务领域，同时在医药流通领域着力打造区域龙头并积极布局大健康产业以实现医药全产业链的深度融合。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001” 的信用等级为 AA^+，将其移出信用评级观察名单，评级展望为稳定。

优势

1. 公司产品种类丰富，涵盖了神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药和体外诊断试剂等多个领域；作为国内麻醉药品龙头生产企业，麻醉药品市场占有率高；复方米非司酮片为全国独家品种，生育调节药市场占有率位居行业前列。
2. 公司拥有先进的研发平台，整体研发水平高，新药品种储备丰富。
3. 2018 年 10 月，国家卫生健康委员会发布

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

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。目前，公司共有 152 个品种纳入国家基药目录。

4. 跟踪期内，公司经营性净现金流同比大幅增长；2019 年一季度，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；银行授信额度充裕，间接融资渠道较为畅通。

关注

1. 公司应收账款规模大且增长较快，对资金形成一定占用。
2. 跟踪期内，公司有息负债规模快速增长，短期偿债压力持续加重，债务结构有待改善；此外，公司将于一年到到期的债券余额合计40.00亿元，存在集中兑付压力。
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30.11亿元计入公司2018年度利润表，导致公司2018年度合并报表利润总额为-14.77亿元。截至2019年3月底，公司合并报表层面仍有商誉37.76亿元，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，仍存在一定减值风险。
4. 存续期内债券“16人福MTN001”和“17人福MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

声　明

一、本报告引用的资料主要由人福医药集团股份公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

人福医药集团股份公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于人福医药集团股份公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

人福医药集团股份公司（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3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76.69%），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3月底，公司本部总经理下设12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、法律事务部和公共事务部。

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3月底，公司合并资产总额为358.86亿元，所有者权益为148.33亿元（其中少数股东权益35.78亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入52.63亿元，利润总额为4.05亿元。

公司地址：武汉东湖高新区高新大道666号；法定代表人：王学海。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司存续债券发行额度和存续期等情况如表1所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，截至目前均正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
*16人福MTN001	15	15	2016/07/11	2019/07/11
*17人福MTN001	5	5	2017/04/14	2020/04/14

资料来源：Wind资讯

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

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

的约定赎回时到期。

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

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

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

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

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

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小

幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政

政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

1. 医药工业现状

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

2010年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2015-2017年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入24264.7亿元，同比增长12.4%；其中主营业务收入23986.3亿元，同比增长12.6%；实现利润总额3094.2亿元，同比增长9.5%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

表2 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2015年		2016年		2017年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034.90	445.25	4991.70	436.10
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534.70	950.49	8340.60	1170.30
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956.36	138.27	2165.30	153.40
中成药制造	6167.39	668.48	6697.05	736.28	5735.80	707.20
生物药品制造	3164.16	386.53	3350.17	420.10	3311.00	499.00
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124.61	191.75	2266.80	213.90
制药专用设备制造	182.02	19.00	172.60	15.80	186.70	14.70
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765.47	318.49	2828.10	325.10
医药工业	**26885.19**	**2768.23**	**29635.86**	**3216.43**	**29826.00**	**3519.70**

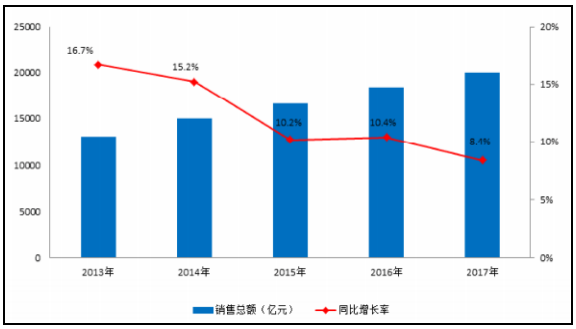
资料来源：联合资信整理

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

2. 医药商业

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，2013～2016 年，中国药品流通行业销售规模增速已从 16.7%下降至 10.4%，但仍高于中国 GDP 的增速。近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

图 1 2013-2017 年药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》

根据商务部发布的《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》，2017 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额 20016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点。其中，药品零售市场 4003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。

药品批发企业销售增长有所放缓。2017 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 14620 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 2.6 个百分点；利润总额 363 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速与上年持平；平均毛利率 7.2%，同比上升 0.2 个百分点；平均费用率 6.1%，同比上升 0.9 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，与上年基本持平。2017 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 8.4%，增速下降 5.6 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 9.3%，增速下降 2.9 个百分点。

从市场占有率看，药品批发企业集中度略有下降。2017 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.0%，同比下降 0.2 个百分点。其中 4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点。

按销售渠道分类，2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额的 0.5%，同比上升 0.2 个百分点；对批发企业销售额 7227 亿元，占销售总额的 36.1%，同比下降 4.8 个百分点；对终端销售额 12682 亿元，占销售总额的 63.4%，同比上升 4.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 8766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 3916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9 个百分点。

总体看，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2019 年 3 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 76.69%），为公司控股股东，公司实际控制人为艾路明先生。

2. 企业规模与竞争力

公司是以药品的生产和销售为主业的大型

医药企业。

医药制造方面，公司已在神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药、体外诊断试剂等细分领域形成领导或领先地位。公司是国内13家定点麻醉药品生产企业之一，子公司宜昌人福药业有限责任公司（以下简称“宜昌人福”）生产的芬太尼系列、氢吗啡酮等产品为国家管制类药品，具有极强的专业性和较高的行业壁垒；子公司湖北葛店人福药业有限责任公司（以下简称“葛店人福”）的复方米非司酮片为全国独家品种，生育调节药市场占有率位居行业前列；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。目前，公司及下属子公司拥有576个药品生产批文，其中有42个独家品规产品。2017年2月，人力资源社会保障部发布国家医保目录（2017年版），公司盐酸氢吗啡酮注射液等7个主要或独家产品新进入国家医保目录，注射用盐酸瑞芬太尼取消了“限手术麻醉”的备注。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。目前，公司共有152个品种纳入国家基药目录，316个品种纳入国家医保目录。

医药流通方面，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在公司治理、内控体系、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

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

表3 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药制造业	54.40	44.29	66.38	67.99	44.14	65.03	81.03	43.57	65.70	23.16	44.13	66.37
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	28.96	55.17	19.07
其他	1.03	0.84	33.14	1.80	1.17	24.40	1.56	0.84	41.25	0.37	0.70	32.40
合 计	**122.81**	**100.00**	**37.81**	**154.01**	**100.00**	**38.13**	**185.96**	**100.00**	**40.03**	**52.48**	**100.00**	**40.04**

资料来源：公司提供

跟踪期内，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。2018 年，公司实现主营业务收入 185.96 亿元，同比增长 20.75%。2018 年，医药制造业实现营业收入 81.03 亿元，同比增

长 19.18%，占公司主营业务收入的 43.57%；医药流通业务 2018 年实现收入 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，公司主业经营较为稳定，2018 年，主营业务毛利率小幅提高，为 40.03%。公司医药制造业务毛利率保持着较高水平，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，医药商业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 1-3 月，销售规模的扩大带动公司主营业务收入同比增长 18.55%至 52.48 亿元。其中，医药制造业务实现收入 23.16 亿元，同比增长 6.24%；医药批发业务实现收入 28.29 亿元，同比增长 29.92%，占主营业务收入的比重提高至 55.17%。同期，公司综合毛利率为 40.04%，医药制造业和医药商业的毛利率分别为 66.37%和 19.07%。

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

2. 医药制造

医药制造方面，公司已进入的主要细分行业包括神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药、体外诊断试剂、生物制品等，近年来在美国仿制药行业取得快速进展并拓展全球两性健康业务。公司医药制造业务主要由宜昌人福、葛店人福、武汉人福药业有限责任公司（以下简称“武汉人福”）、新疆维药、武汉普克等全资及控股子公司负责运营，各子公司拥有独立的原材料采购、研究开发、生产、检测和产品营销体系。

表 4　公司主要产品产量情况

治疗领域	产品名称	产量			
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	3301.53	4107.30	3207.74	809.26
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	3027.29	4251.97	3810.27	1108.64
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1197.89	1407.79	1858.77	398.05
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	1248.21	857.93	1212.48	239.30
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	62.60	137.86	203.48	62.69
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	559.84	634.28	532.56	143.00
	黄体酮原料药（kg）	41032.60	48735.86	84443.77	11853.40
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	164.57	148.30	62.81	32.22
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	7.68

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 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	3667.90	3757.09	2992.81	1028.38	28.49	28.50	27.75	26.13

	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按1ml:50ug折算）	3003.83	3504.44	3898.35	1387.61	345.70	345.55	345.18	344.33
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按1mg折算）	1155.12	1328.39	1692.09	544.63	382.87	381.93	382.33	381.83
	咪达唑仑注射液（万支，按2ml:2mg折算）	897.70	1094.30	1132.43	429.35	61.25	61.71	62.86	63.21
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	59.81	103.57	178.94	74.46	548.72	548.72	551.76	550.45
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	566.95	621.46	559.45	144.90	16.95	17.00	16.78	16.61
	黄体酮原料药（kg）	41497.31	43654.17	86768.74	13146.60	20.54	16.81	17.82	17.65
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	168.86	142.53	70.05	27.22	1.54	1.46	1.44	1.60
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	6.42	223.48	217.32	44.00	40.00

资料来源：公司提供
注：因产品的品规不同，上表中的销量为不同品规折算后的数值，售价为均价

（1）生产经营

神经系统用药

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

表 6　神经系统用药生产主体主要产品情况

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

资料来源：公司提供

从生产能力看，截至 2019 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 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，公司麻醉药品继续保持行业领先地位。2017 年 2 月，盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液新进入国家医保目录，注射用

盐酸瑞芬太尼取消了“限手术麻醉”的备注；2018 年 10 月，国家卫生健康委员会发布 2018 年版国家基药目录，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的销量分别年均复合增长 21.03%和 72.97%。

2018 年，公司神经系统用药销售收入为 35.78 亿元，同比增长 27.92%；其中，非手术科室推广业务实现销售收入约 4 亿元，较上年同期增长超过 50%。2019 年 1-3 月，公司神经系统用药产销规模呈现不同程度的增长，实现收入 11.81 亿元，同比增长 22.51%。

生育调节药

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%。

2018 年黄体酮原料药的产销量分别同比增长 73.27%和 98.76%。2019 年 1-3 月，黄体酮原料药的销售规模进一步提升，同比增长 14.58%。

2018 年，公司生育调节药销售收入为 5.08 亿元，同比增长 20.95%；2019 年 1-3 月为 1.36 亿元。

维吾尔民族药

公司维吾尔民族药品业务主要依托下属控股子公司新疆维药进行。新疆维药（公司持有其 70.68%股权）注册资本 2000.00 万元，是国家重点高新技术企业，目前拥有 20 个国药准字号产品文号，其中有 12 个全国独家品种，4 个国家中药保护品种，12 个品种被列入国家医保目录，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。2018 年，公司维吾尔民族药销售收入为 4.30 亿元，同比增长 15.59%；2019 年一季度为 1.52 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。

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将通过加快新产品上市、拓展药品委托生产业务以及充分利用自身成熟的销售平台与国内企业开展经销合作等方式不断改善经营状况。联合资信将持续关注Epic Pharma经营情况。

截至2018年底，公司境外资产71.75亿元，占总资产的比重为20.26%，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 7　近年来公司销售收入分地区情况

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：公司提供

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，公司业务中有80%以上终端客户为医院。目前，人福湖北在宜昌、荆州、襄阳、钟祥、恩施、十堰等地收购或设立控股子公司，已形成以武汉为中心、网络覆盖全省的“1+N”格局，已发展为人福医药旗下一家规模化商业集团公司，并成为武汉及湖北省内有影响力的“医药综合服务商”。目前，人福湖北及下属24家商业公司，基本实现了湖北省内配送网络全覆盖，形成了以药品销售为主，以医疗器械、诊断试剂为辅的经营模式，积累了坚实的产品、网络及客户等核心资源。截至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。

4. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 2.82 次、3.82 次和 0.53 次。总体看，公司存货流动性一般、资产利用效率良好，生产经营的组织管理能力比较稳定。

5. 未来发展

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

在建工程方面，截至 2019 年 3 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 3 月底，公司已完成投资 5.00 亿元，剩余投资 7.46 亿元，公司未来仍存在一定融资需求。

表 8　公司在建及拟建项目未来投资情况（单位：万元）

项目名称	资金来源		总投资	截至 2019 年 3 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	21695.52	24304.48	0.00
宜昌妇幼新院区项目	39000.00	0.00	39000.00	9123.24	14938.38	14938.38
人福医药神墩项目	39600.00	0.00	39600.00	19153.63	10446.37	10000.00
合计	**104600.00**	**20000.00**	**124600.00**	**49972.39**	**49689.23**	**24938.38**

资料来源：公司提供

九、重大事项

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 3 月底，公司合并报表层面仍有商誉 37.76 亿元，仍存在一定商誉减值风险。

十、财务分析

公司提供的 2018 年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2019 年一季度财务数据未经审计。

从财务报表合并范围看，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 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 176 家，较 2018 年底增加 1 家、减少 1 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。

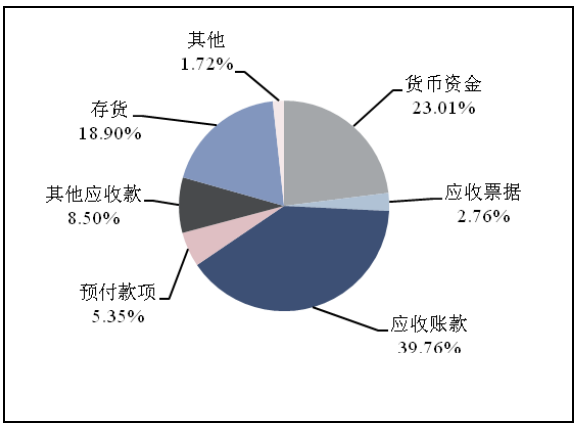
截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额为 358.86 亿元，所有者权益为 148.33 亿元（其中少数股东权益 35.78 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 52.63 亿元，利润总额为 4.05 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 354.23 亿元，同比保持稳定；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。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 170.52 亿元，同比增长 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：根据公司财务报表整理

截至 2018 年底，公司货币资金为 39.23 亿元，同比保持稳定，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%。应收账款账面价值同比增长 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。

截至 2018 年底，公司其他应收款 14.50 亿元，同比变动不大，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 9　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：公司财务报表

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 32.22 亿元，同比增长 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。

截至 2018 年底，公司非流动资产同比下降 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。

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 2018 年底，公司可供出售金融资产同比增长 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。

截至 2018 年底，公司长期应收款为 12.55 亿元，同比增长 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出 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。

截至 2018 年底，公司长期股权投资同比下降 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（已全部质押）、中煤科工金融租赁股份有限公司 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。

截至 2018 年底，公司固定资产 44.46 亿元，同比增长 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。

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，同比增长 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。

截至 2018 年底，公司无形资产为 27.76 亿元，同比下降 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。

截至 2018 年底，公司商誉同比下降 41.32%至 37.99 亿元，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 10　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	--

资料来源：根据公司审计报告整理

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

截至 2018 年底，公司其他非流动资产同比下降 66.46%至 3.52 亿元，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 3 月底，公司合并资产总额为 358.86 亿元，较 2018 年底增长 1.31%；其中流动资产占 47.85%，非流动资产占 52.15%，公司资产结构变动不大。截至 2019 年 3 月底，公司应收账款为 71.84 亿元，较上年底增加 4.05 亿

元，主要系一季度营业收入同比增长，按照账期管理的规定应收账款沉淀增加所致；其他应收款为 18.21 亿元，较 2018 年底增长 25.59%，主要系往来款增加所致。非流动资产方面，由于公司执行新金融工具准则，将原有的可供出售金融资产重分类至“其他权益工具投资”和“其他非流动金融资产”，截至 2019 年 3 月底，可供出售金融资产为 0，新增其他权益工具投资 0.25 亿元，新增其他非流动金融资产 14.51 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 43.96 亿元，占资产总额的 12.25%。其中受限货币资金 1.03 亿元、固定资产 6.60 亿元、无形资产 13.74 亿元、长期应收款 5.25 亿元、长期股权投资 14.93 亿元。

总体看，跟踪期内，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 业绩下滑影响发生减值，减值后占资产总额的比重仍较大，未来存在一定减值风险。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 211.51 亿元，同比增长 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。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 164.16 亿元，同比增长 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%）组成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 58.83 亿元，同比增长 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%。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 33.60 亿元，较期初增加 7.31 亿元。其中应付票据为 14.16 亿元，同比增长 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。应付账款为 19.44 亿元，同比下降 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%。

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，同比增长 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。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 25.00 亿元，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。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 47.35 亿元，同比下降 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。

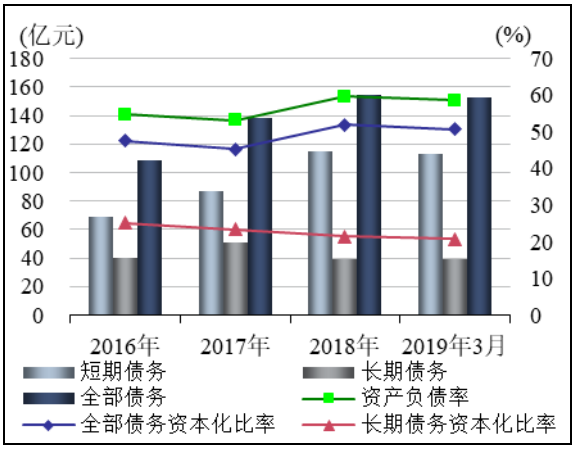
截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 210.54 亿元，较 2018 年底下降 0.46%。从结构来看，流动负债占 77.70%，较 2018 年底变化不大。其中，公司短期借款为 63.99 亿元，较上年底增加 5.16 亿元；其他流动负债为 20.00 亿元，较上年底减少 5.00 亿元，主要系“18 人福 SCP001”到期兑付所致。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 154.42 亿元，同比增长 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，同比增长 10.50%；其中短期债务占 66.11%，长期债务占 33.89%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 152.41 元，较 2018 年底变动不大；其中短期债务占 74.41%，长期债务占 25.59%。若将两期永续中票调整计入长期债务和全部债务核算，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 172.35 亿元；其中短期债务占 65.80%，长期债务占 34.20%。

从债务指标来看，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 3 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下降，分别为 58.67%、50.68%和 20.82%。将 20 亿元永续债作为有息债务进行分析，2018 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 58.68%和 32.49%。截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 57.31%和 31.46%。

图 3　近年来公司债务构成



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，有息债务以短期债务为主，存在一定短期偿债压力。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益同比下降 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%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 148.33 亿元（含少数股东权益 35.78 亿元），较 2018 年底增长 4.17%，主要来自利润积累。

总体看，跟踪期内，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。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 186.34 亿元，同比增长 20.64%；同期，公司营业利润率为 39.15%。

随着公司业务规模的扩大及人工费用、利息支出等的增加，2018年，公司期间费用合计55.66亿元，同比增长19.43%；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。

2018年，公司实现投资收益3.35亿元，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，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为-4.16%和-13.74%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 52.63 亿元，同比增长 18.59%；营业利润率为 39.39%，较 2018 年提高 0.24 个百分点。同期，公司销售费用为 10.14 亿元，同比增长 18.28%；研发费用为 1.24 亿元，同比增长 48.47%，主要系公司为充实产品储备、增强核心竞争力，持续增加研发投入所致；财务费用为 2.01 亿元，同比增长 22.94%。2019 年 1-3 月，公司期间费用占营业收入的比重为 28.98%，较 2018 年小幅下降。同期，公司利润总额为 4.05 亿元，同比增长 7.37%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模持续增长，主业盈利能力保持较好水平，期间费用对利润形成侵蚀；2018 年受资产减值影响，出现大幅亏损，但 2019 年一季度，公司收入及利润规模同比均有所提升。

4．现金流及保障

经营活动方面，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。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。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 6.03 亿元。同期，公司现金收入比为 98.87%，同比减少 9.90 个百分点，经营活动获现能力有所下降。

投资活动方面，2018 年，公司积极推进业务聚焦与资产优化，对外投资项目较少，投资活动现金流入及投资活动现金流出规模均呈现明显收缩，分别为 11.34 亿元和 14.90 亿元，分别同比下降 57.96%和 78.20%。2018 年，公司投资活动现金流量净额为-3.57 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入量为 130.44 亿元，同比下降 16.75%，主要系上年公司非公开发行股票募集资金 11.62 亿元所致；其中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。2018 年，公司筹资活动现金净流量为-6.25 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金流入量为 54.92 亿元，同比增长 20.58%；经营活动现金流出量为 54.43 亿元，同比增长 8.10%；公司经营活动产生的现金流量净额为 0.49 亿元（上年同期为-4.81 亿元），主要系公司上期缴纳处置中原瑞德 80%股权相关的企业所得税所致。2019 年 1-3 月，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.22 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.90 亿元。同期，现金收入比为 95.70%，较 2018 年进一步下滑。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净现金流良好，由于实施“归核化”战略，公司对外投资规模大幅下降，外部融资需求随之降低。

5．偿债能力

短期偿债能力方面，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 103.87%和 84.24%，分别同比减少 10.78 个百分点和 10.15 个百分点；经营现金流动负债比为 3.67%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均小幅回升，分别为 104.97%和 84.95%。总体看，公司短期债务偿债能力有所弱化。

长期偿债能力方面，2018 年，受大额商誉减值影响，公司利润总额为负，EBITDA 为-1.80 亿元，对长期债务不具备保障能力。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各商业银行授信额度 163.46 亿元，尚未使用额度为 51.81 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 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 2019 年 5 月 13 日，公司未结清信贷信息中有 1 笔余额为 1.30 亿元的关注类贷款；已结清信贷信息中有 28 笔关注类贷款和 2 笔关注类票据贴现记录；对外担保信息中所担保主业务余额有 2.67 亿元为关注类。

未结清信贷信息中的关注类贷款到期日期为 2019 年 5 月 9 日，根据公司提供的银行凭证，公司已于 2019 年 5 月 9 日偿还该笔贷款的本息。

已结清信贷信息中，其中 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；其他关注类贷款和票据贴现均在 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。

对外担保信息中所担保主业务余额有 2.67 亿元为关注类，其中 1.76 亿元为公司本部对三峡制药两笔项目贷款的担保，根据国家开发银行湖北省分行出具的说明，三峡制药本息偿还情况正常，信息披露及时，不属于高风险类项目。

上述未结清信贷信息中的 1.30 亿元关注类贷款、已结清信贷信息中的 1 笔 2.00 亿元关注类贷款及除 1.76 亿元外的关注类担保余额，均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，暂时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。

2019 年 1 月 30 日，公司发布《2018 年年度业绩预亏公告》。2019 年 2-4 月，各银行对公司本部及控股子公司投放的贷款金额为人民币 22.27 亿元，其中新增贷款 10.33 亿元、存量续贷 11.94 亿元。根据公司提供的银行凭证，中国银行武汉江汉支行于 2019 年 4 月 30 日向人福湖北发放了 2 笔合计 0.39 亿元的保证借款、于 2019 年 5 月 17 日向人福湖北发放了 4 笔合计 0.60 亿元的保证借款。上述保证借款合计金额 0.99 亿元。

7．抗风险能力

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

总体看，公司整体抗风险能力强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续债券余额为 35.00 亿元，分别为“16 人福 MTN001”、“17 人福 MTN001”、“18 人福 SCP002”、“18 人福 SCP003”和“19 人福医药 SCP001”，均将于一年内将到期。截至 2019 年 3 月底，公司剔除受限后现金类资产为 37.55 亿元，为一年内到期债券余额的 1.07 倍；2018 年，公司经营活动现

金流入量和经营活动现金净流量对一年内到期债券余额的保障倍数分别为 5.51 倍和 0.17 倍。

总体看，公司存续债券均将于一年内到期，存在集中兑付压力；经营活动现金流入量对上述债券的保障能力较强。

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

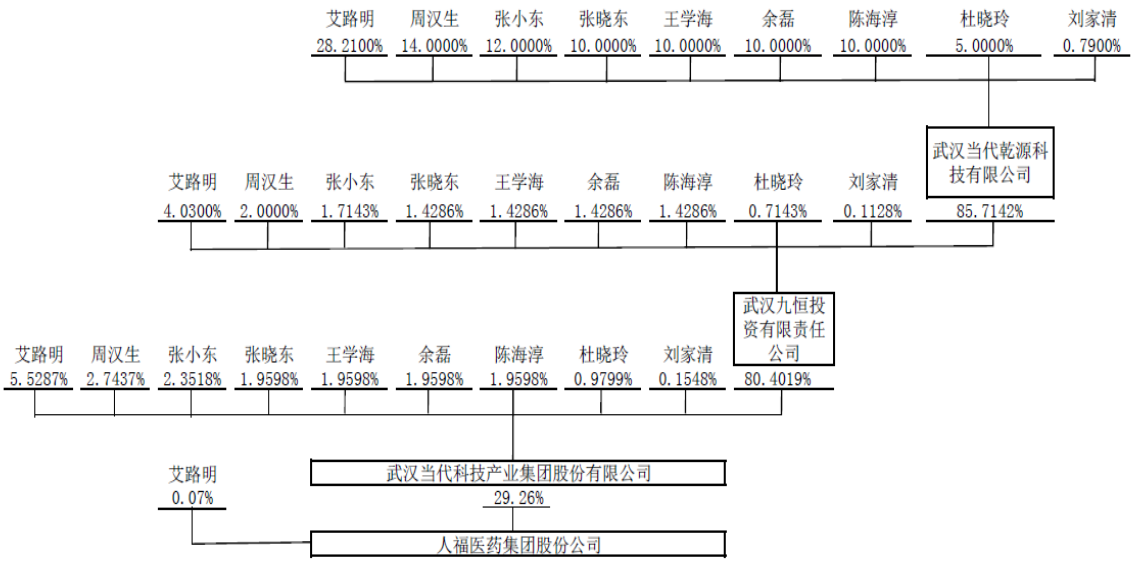
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	35.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.07
经营活动现金流入量/应付债券余额	5.51
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.17
EBITDA/应付债券余额	--

资料来源：联合资信整理

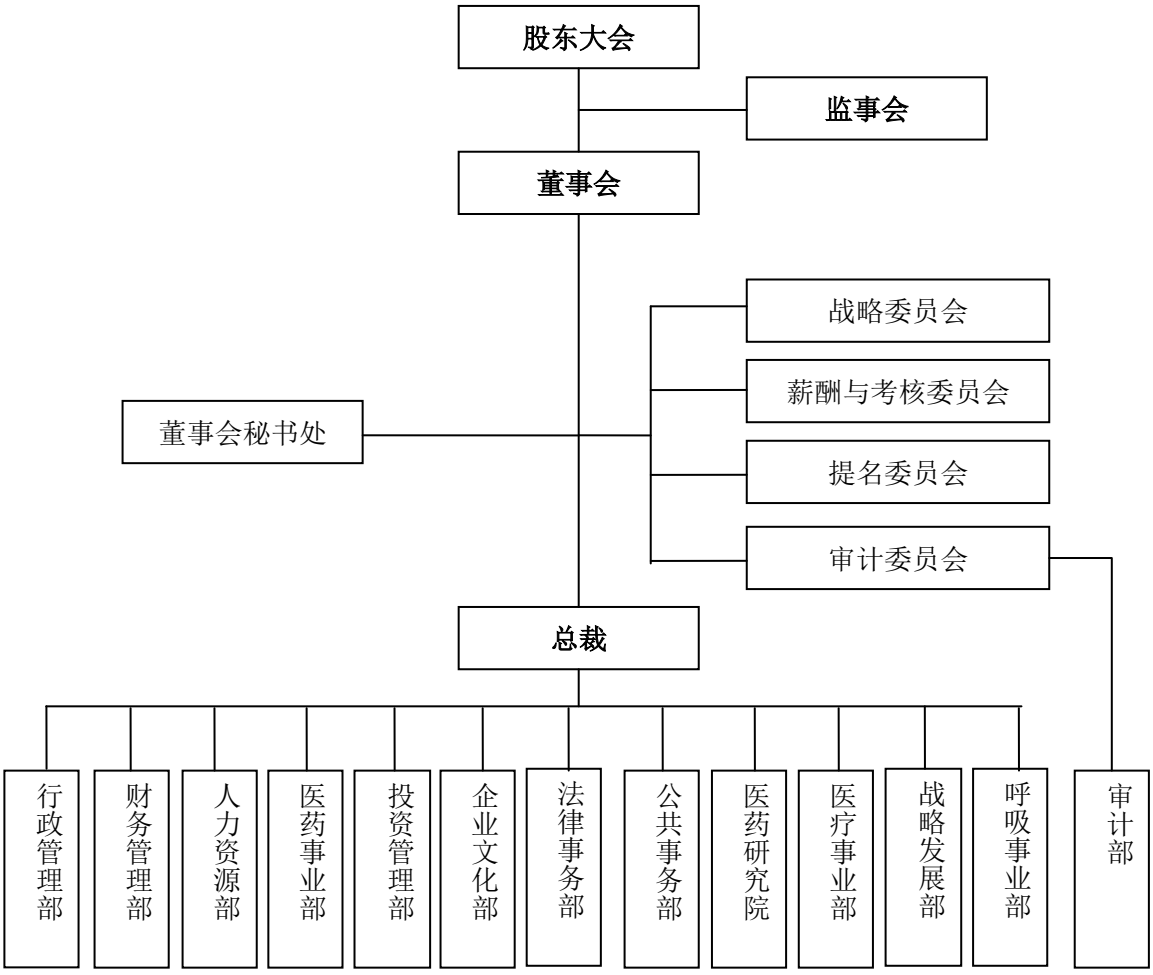
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“16 人福 MTN001”和“17 人福 MTN001” 的信用等级为 AA^+，将其移出信用评级观察名单，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.86	40.40	37.76	37.55
资产总额(亿元)	264.28	354.06	354.23	358.86
所有者权益(亿元)	119.83	166.06	142.72	148.33
短期债务(亿元)	68.54	87.04	115.28	113.40
长期债务(亿元)	40.08	50.81	39.14	39.00
全部债务(亿元)	108.62	137.85	154.42	152.41
营业收入(亿元)	123.31	154.46	186.34	52.63
利润总额(亿元)	13.65	29.47	-14.77	4.05
EBITDA(亿元)	21.65	40.27	-1.80	--
经营性净现金流(亿元)	5.26	0.38	6.03	0.49
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	95.70
营业利润率(%)	35.97	37.16	39.15	39.39
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	20.82
全部债务资本化比率(%)	47.55	45.36	51.97	50.68
资产负债率(%)	54.66	53.10	59.71	58.67
流动比率(%)	115.37	114.65	103.87	104.97
速动比率(%)	93.53	94.39	84.24	84.95
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 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产中已剔除受限货币资金；3.短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；4.2016 年底、2017 年底、2018 年底及 2019 年 3 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 20 亿元

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　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