

信用等级公告

联合[2016] 668 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 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

人福医药集团股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

人福医药集团股份有限公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十一月十五日



人福医药集团股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

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

发行目的: 偿还银行贷款

评级时间: 2016 年 11 月 15 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	97.07	121.67	181.52	201.00
所有者权益(亿元)	50.80	57.28	91.82	95.84
长期债务(亿元)	10.58	16.39	9.51	8.97
全部债务(亿元)	32.25	43.82	61.79	72.73
营业收入(亿元)	60.10	70.52	100.54	26.82
利润总额(亿元)	7.70	8.21	10.72	2.63
EBITDA(亿元)	10.68	11.89	15.76	--
经营性净现金流(亿元)	4.98	5.03	3.11	0.40
营业利润率(%)	40.79	40.59	35.72	35.38
净资产收益率(%)	11.85	11.11	9.29	--
资产负债率(%)	47.66	52.92	49.42	52.32
全部债务资本化比率(%)	38.83	43.35	40.23	43.14
流动比率(%)	154.48	137.81	131.30	113.38
全部债务/EBITDA(倍)	3.02	3.68	3.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.69	5.67	4.19	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	2.14	2.38	3.15	--

注: 1. 公司 2016 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。

分析师

王叶笛 孔祥一

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: Http: //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作为国内麻醉药品龙头企业, 公司在产业规模、技术研发、主导产品市场占有率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, 盈利能力保持较好水平; 同时, 联合资信也关注到, 国家政策对管制类麻醉药价格影响较大、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, 公司发展速度有望加快。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司作为国内麻醉药品龙头生产企业, 麻醉药品市场占有率高, 收入稳定。
2. 受益于旺盛的市场需求, 公司血液制品销量快速增长。
3. 公司拥有先进的研发平台, 拥有多项药品专利, 新药品储备丰富, 整体研发水平高。
4. 公司收入与利润规模逐年扩大, 整体盈利

能力较强。

5. 2015 年，公司完成非公开发行，资本实力大幅提升。
6. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。

关注

1. 公司管制类麻醉药受国家价格政策影响较大；同时医保控费等国家政策可能对公司盈利能力产生一定影响。
2. 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。
3. 公司应收账款规模大且增长较快，对资金形成一定占用。
4. 公司有息负债规模持续增加，债务结构有待改善。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延支付等特点。

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 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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，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。2009年8月，经中国证监会“证监许可[2009]763号”文核准，公司向6名特定投资者非公开发行人民币普通股（A股）82500000股。此次非公开发行完成后，公司总股本增至471585686股。2010年4月，公司更名为武汉人福医药集团股份有限公司。2011年5月，公司通过实行股权激励计划向73名激励对象（公司高管及核心管理技术销售人员等）定向发行2185.80万股限制性股票，公司总股本增至493443636股。2013年3月公司更名为现名。2015年3月，经中国证券监督管理委员会《关于核准人福医药集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]372号）核准，公司向5名特定投资者非公开发行人民币普通股（A股）114247309股，此次非公开发行完成后，公司总股本增加至643024531股。2015年7月，公司实施了2014年度利润分配方案：以公司总股本643024531股为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.50元（含税）；同时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。经过多次股权变更，截至2016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21.13%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）；对产业的投资及管理、教育项目的投资；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2016年3月底，公司本部内设立行政管理部、财务管理部、人力资源部、医药研究院、战略发展部、OTC事业部、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、公共事务部和审计部15个职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总额为181.52亿元，所有者权益为91.82亿元（其中少数股东权益13.01亿元）；2015年，公司实现营业收入100.54亿元，利润总额10.72亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为201.00亿元，所有者权益为95.84亿元（其中少数股东权益16.58亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入26.82亿元，利润总额2.63亿元。

公司地址：武汉市东湖高新区高新大道666号；法定代表人：王学海。

二、本期中期票据概况

公司于2016年注册中期票据额度共计20亿元，于2016年7月发行2016年度第一期中期票据，发行额度15亿元；本期拟发行2017年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度5亿元，募集资金将用于偿还银行贷款。

本期中期票据无担保。

在赎回权方面，本期中期票据依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付

利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

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

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

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及

其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间可按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息：①向普通股股东分红；②减少注册资本。如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前5个工作日披露《递延支付利息公告》。

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

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第4个计算年度至第6个计算年度内保持不变，此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）考虑到利息递延时的惩罚，即每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息，从成本角度分析，公司递延利息支付的可能性不大。另外，本期中期票据除发生向普通股股东分红和减少注册资本情况，可递延支付利息且递延次数不受限制。从近年经营业绩角度看，公司近年来经营情况稳定，2013~2015年分别实现营业收入60.10亿元、70.52亿元和100.54亿元；利润总额分别为7.70亿元、8.21亿元和10.72亿元。根据公司的对外公告，2008年以来，公司每年均根据自身情况进行分红，具体分红情况如下表：

表 1 2008 年以来公司对外分红情况

年度	分红方案 (预案)	登记日	除权日	红股上市日
2015	10 派 1.00 (含税)	--	--	--
2014	10 派 1.50 元(含税), 10 转增 10	2015-7-21	2015-7-22	2015-7-23
2013	10 派 1.20 元(含税)	2014-7-4	2014-7-7	--
2012	10 派 1.00 元(含税)	2013-7-1	2013-7-2	--
2011	10 派 0.70 元(含税)	2012-7-2	2012-7-3	--
2010	10 派 0.40 元(含税)	2011-6-7	2011-6-8	--
2009	10 派 0.40 元(含税)	2010-6-4	2010-6-7	--
2008	10 派 0.42 元(含税)	2009-5-13	2009-5-14	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：公司 2015 年分红预案尚未实施

总体看，公司近年来收入和利润规模保持增长，经营业绩良好，未来持续分红的可能性大。因此，从经营层面上看公司递延支付利息可能性小，本期中期票据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，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延支付等特点，联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代，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)处于较低水平，制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持

政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值(GDP)67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资(不含农户)55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%(扣除价格因素实际增长 12.00%)。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具(SLO)、中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款(PSL)分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省(市)推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上,城镇登记失业率4.5%以内,进出口回稳向好,国际收支基本平衡,居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年,也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策,保持经济运行在合理区间,进一步加强供给侧结构性改革,推进新一轮高水平对外开放,加强民生保障,切实防控风险,努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 医药工业

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。

自1998年以来,医药工业增速大约为GDP增速的1~1.5倍。1998~2008年中国医药工业行业景气度高企,处于高速发展阶段。2009年,全球金融危机影响进一步深化,化学原料药出口受到较大影响,医药工业总产值增速有所下滑。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年,中国医药制造业实现主营业务收入25537.1亿元,同比增长9.1%,全年利润总额2627.3亿元,同比增长12.9%,增速有所回落但仍保持了较高水平。

细分行业方面,从近三年增长速度看,生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长,收入规模年均增速保持在20%以上;从盈利能力看,化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率,化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化,中成药制造总体保持快速增长,盈利能力较强。

总体看,中国医药行业规模增长迅速,随着医疗改革体系逐渐成熟,中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表2 医药制造业细分行业营业收入和利润总额(单位:亿元、%)

	2012年			2013年			2014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
医药制造业合计	17083.26	1731.68	10.14	20592.93	2071.67	10.06	23325.61	2322.20	9.96
化学药品原药制造	3289.72	243.02	7.39	3819.88	284.74	7.45	4240.35	311.82	7.35
化学药品制剂制造	5023.69	556.03	11.07	5730.93	639.40	11.16	6303.71	733.92	11.64
中药饮片加工	990.29	71.04	7.17	1259.35	94.18	7.48	1495.63	105.25	7.04
中成药制造	4079.16	436.48	10.70	5064.98	538.43	10.63	5806.46	597.93	9.79

资料来源:国家统计局

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、

化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。

(1) 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，占全球 19.3% 的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。根据国家统计局数据，2014 年中国原料药出口交货值 605.13 亿元，同比增长 4.14%，保持稳定增长，从细分产品看，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。2014 年原料药行业继续消化过剩的产能，盈利情况仍不容乐观。

（2）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。

（3）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 2011 年至 2013 年复合增长率分别达到 22.44% 与 21.46%，市场呈现稳定增长态势。2013 年，中成药制造行业和中药饮片加工行业分别实现销售收入 5064.98 亿元和 1259.35 亿元，同比增长 21.09% 和 26.89%。2014，中成药制造实现营业收入 5806.46 亿元，同比增长 13.14%；实现利润总额 597.93 亿元，同比增长 9.29%。

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

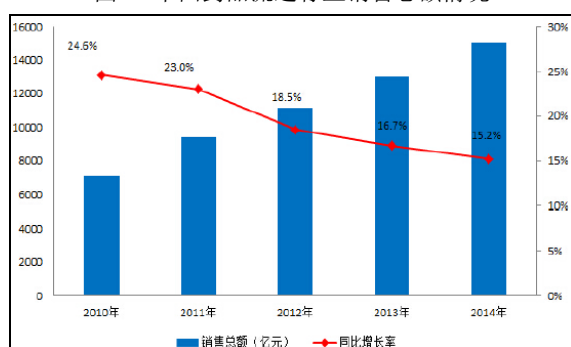
美国、日本、欧盟等发达国家和地区的医药商业相对成熟，企业处于相对垄断地位，企业寡头化、经营规模化是国际医药商业产业的总体特点和发展趋势。

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，释放了国内的医疗需求，

并带动了药品需求的增长。2006年以来，中国药品流通行业销售额快速增长，其中2009至2011年增速均在20%以上，2012年受宏观环境影响，中国药品流通行业销售额增速低于2011年，为18.50%，但仍远高于中国GDP的增速。2012年中国药品流通行业实现销售总额11174亿元。根据商务部发布的《2014年药品流通行业运行统计分析报告》，2014年，中国药品流通市场销售规模继续提高，增长幅度有所降低。全年药品流通行业销售总额15021亿元，同比增长15.2%，增速较2013年下降1.5个百分点，其中药品零售市场3004亿元，扣除不可比因素同比增长9.1%，增幅回落2.9个百分点。行业经过近20年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度得到一定提升，逐渐形成全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

以药品流通直报企业经营数据来分析药品流通行业经营效益，2014年，全国药品流通直报企业主营业务收入11321亿元，同比增长15.4%，增幅回落1.6个百分点；实现利润总额247亿元，同比增长14.8%，增幅回落1.2个百分点；平均毛利率6.8%，同比上升0.1个百分点；平均费用率5.3%，同比上升0.2个百分点；平均利润率1.7%，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：中国医药商业协会

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。2014年，批发（调拨）销售额为6426亿元，占销售总额的42.8%，比上年降低0.3个百分点；纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）为8596亿元，占销售总额的57.2%，比上年增加0.3个百分点。

从集中度看，根据2011年颁布的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015)》，至2015年要形成一至三家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上。2014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为65.9%，同比提高1.6个百分点，其中前三位药品批发企业占30.9%，同比提高1.2个百分点；主营业务收入100亿元以上的批发企业占同期全国医药市场总规模的48.8%，比上年提高4.3个百分点。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

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，2012 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。

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。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。针对医药价格虚高，国家发改委已对政府定价范围内药品的最高零售价格进行了多次调整。化学药方面，从 2010 年开始，发改委针对化学药品进行了多轮降价，平均降幅在 17%~41%，涉及抗生素、循环、神经、激素、消化、抗肿瘤、免疫和血液等各个品类。2013 年 1 月，发改委发出通知，决定从 2013

年 2 月 1 日起调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品最高零售限价，共涉及 20 类药品，400 多个品种、700 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 15%，其中高价药品平均降幅达到 20%，这是国家发改委近 15 年来启动的第 31 轮药品降价，医保目录中的化学药品全品类调价已经完成。中成药方面，近 7 年来尚未进行降价调整，但发改委从 2013 年 11 月 14 日开始密集举行了 7 场有关中成药的价格评审会，评审范围包括了 2010 版医保目录里中成药部分的所有种类。2014 年 2 月 13 日，发改委药品价格评审中心在北京召开了妇科、眼科、耳鼻喉科、骨伤科和皮肤科中成药的价格预评审会议，预计将在年内实现中成药近年来首次降价。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

中药材价格波动

近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。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。

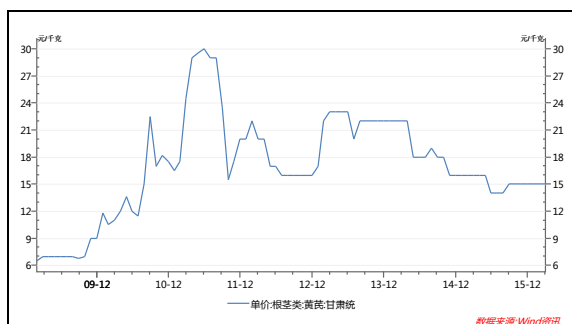
中药材价格每 3-4 年呈现一个周期，波动明显，在 2009-2012 年价格持续上涨，激发了药农的种植积极性，使得中药材市场迎来了扩种潮。以甘肃省黄芪和党参为例。

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，至 2011 年黄芪行情攀升至 30 元/千克高点。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。从 2014 年情况看，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。进入 2015 年，黄芪价格继续下跌，波动于 14-16 元之间。

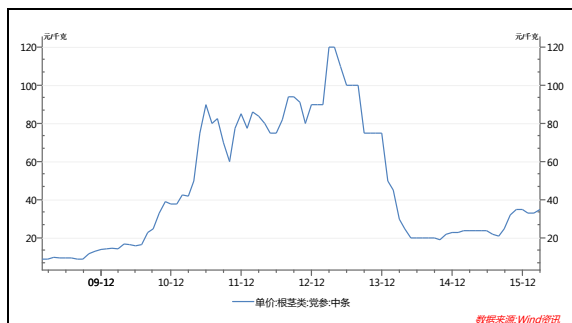
党参价格从 2010 年 5 月开始急剧上涨，一直持续到 2013 年 8 月，价格涨至 120 元/千克，但随着药材市场整体萧条、产量供大于求，价格逐步下滑，党参统货价格逐渐回落至 2014 年 10 月的 19 元/千克。自 2014 年 11 月开始，党参价格逐步回升，并于 2015 年底回升至 35 元/千克。

图 2 根茎类黄芪价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

图 3 根茎类党参价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特

点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

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。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，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

表 3 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
2012 年 4 月	卫生部	《抗菌药物临床应用管理办法》	从 2012 年 8 月起，开始实行抗菌药物临床应用分级管理制度，具体划分为非限制使用、限制使用、特殊使用三级管理。	使得抗菌药物限用走向常态化，将逼迫许多医药企业进行调整和转型。
2012 年 8 月	食品药品监管局	《加强药用辅料监督管理的有关规定》	从 2013 年 2 月起，药用辅料将实施分类管理。其中，新药用辅料和安全风险较高的药用辅料将实行许可管理，其他辅	提高药用辅料行业的门槛，影响到下游制药企业。

			料实行备案管理。	
2012 年 9 月	国家发 改委	《关于推进县级公立 医院医药价格改革工 作的通知》	提出按照建机制、控费用、调结构、强 监管的原则，通过取消药品加成、调整 医疗服务价格、改革收付费方式和落实 政府办医责任。	县级公立医院改革开始进入实质性阶 段，其中提出革除药品加成，改为服务 收费和政府补助两个补偿渠道，将对医 药行业产生长远影响。
2012 年 11 月	人力资 源社 会保 障部、财 政部、卫生 部	《关于开展基本医疗 保险付费总额控制的 意见》	用两年左右时间，在所有统筹地区范围 内开展总额控制工作，并以此为基础， 推进付费方式改革，结合门诊统筹的 开展探索按人头付费，结合住院、门诊大 病的保障探索按病种付费。	首次明确医保支付改革时间表，将影响 到医疗终端的扩容速度和药品结构。
2013 年 1 月	卫生部	《2013 年卫生工作 要点》	量化明确了相关指标：继续完善新农合 制度；巩固完善基本药物制度；积极推 进公立医院改革，落实便民惠民服务措 施。	持续推进医疗改革的基层建设，纠正基 本药物以价格为采购依据的行业做法。
2013 年 2 月	国务院	《关于巩固完善基本 药物制度和基层运行 新机制的意见》	在经济技术标评审中，对药品质量、生 产企业的服务和信誉等进行全面审查， 将企业通过《药品生产质量管理规范 （2010 年版）》（GMP）认证作为质量 评价的重要指标。	强调新版 GMP 标准的重要性，有利于 行业的升级与重组。
2013 年 2 月	食品药 品监 督管 理局	《关于深化药品审评 审批改革进一步鼓励 药物创新的意见》	进一步加快创新药物审评，实行部分仿 制药优先审评，加强药物临床试验质量 管理，鼓励研制儿童用药，制定配套措 施，注重协调配合。	鼓励医药行业进行创新，有助于推进产 品结构调整、提升行业集中度。
2013 年 2 月	卫生部	《药品经营质量管理 规范》	供应链全程管控，全面质量管理与全员 质量管理，强化冷链管理，药品储运环 节全面实现温湿度自动监测、记录、跟 踪、报警管理，药品流通管理的的信息 技术应用以及质量管理要求进行了具体 规定。	对药企要求更严，特别是增强了流通环 节药品质量风险控制能力，这将是药品 批发和零售企业的一次大洗牌，促使医 药商业集中度提升。
2013 年 3 月	卫生部	2012 年版《国家基本 药物目录》	药品品种扩容，新版基药目录在原来 09 版 307 种的基础上扩容至 500 多种，中 西药各增加 100 种左右新版基药。目录 适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至 二、三级医院并明确使用比例。注重与 医保（新农合）支付能力相适应，确保 基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础。新目 录中化学药品和生物制品数量与世界卫 生组织现行推荐的基本药物数据相近， 能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展 目录适用范围有利于基药产品的放量。
2013 年 7 月	国务院	《深化医药卫生体制 改革 2013 年主要工 作安排》	2013 年医改指导性文件，积极推进“十二 五”医改规划，统筹基本公共卫生服务均 等化、医疗卫生资源配置、医疗卫生信 息化、药品生产流通和医药卫生监管体 制等方面的配套改革。	全面实施“十二五”医改规划，巩固已有 成果，在重点领域和关键环节取得新突 破。
2013 年 12 月	国家卫 生和 计划 生育 委员会	《关于加快发展社会 办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考 虑，优先支持社会资本举办非营利性医 疗机构，鼓励社会资本举办中医专科医 院。	促进多元化医疗体系的发展，有助于有 实力医药企业向产业链的下游拓展，参 与公立医院改革和民营医院建立。

2014年3月	卫生计生委、财政部、中央编办、发改委、人社部	《关于推进县级公立医院综合改革的意见》	全面推进公立医院改革	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。
2015年4月	食品药品监督管理局	《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。

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。从中期看，新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应逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

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，行业进入门槛将提高，产业结构的调

整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

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，2015年武汉市地区生产总值10905.60亿元，按可比价格计算，比上年增长8.8%。其中，第一产业增加值359.81亿元，增长4.8%；第二产业增加值4981.54亿元，增

长 8.2%；第三产业增加值 5564.25 亿元，增长 9.6%。一、二、三产业比重由上年的 3.5:47.5:49.0 调整为 3.3:45.7:51.0。第三产业比重超过 50%。

工业方面，2015 年武汉市全年实现工业增加值 4081.91 亿元，增长 8.4%。其中，规模以上工业增加值增长 8.5%。规模以上工业总产值增长 6.8%。其中，制造业增长 8.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.7%。年末规模以上工业企业 2411 户。产值过 100 亿元的企业 17 户，过 10 亿元的企业 121 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，2015 年武汉市全市常住居民人均可支配收入 32478 元，比上年增长 9.6%。其中，城镇常住居民人均可支配收入 36436 元，增长 9.5%。人均消费支出 23943 元，增长 8.8%。其中，食品烟酒支出 7549 元，增长 8.2%。人均住房建筑面积 37.25 平方米。每百户家庭拥有家用汽车 30.28 辆，计算机 113.38 台，空调器 204.28 台，移动电话 245.40 部。

总体看，近年来武汉市经济稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 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 21.13% 的股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是以医药工业和医药商业为主业的大型医药企业。

医药工业方面，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。子公司宜昌人

福药业有限责任公司（以下简称“宜昌人福”）生产的枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸氢吗啡酮注射液等产品为国家管制类产品，具有较强的政策壁垒；子公司湖北葛店人福药业有限责任公司（以下简称“葛店人福”）的复方米非司酮片为全国独家品种，市场占有率位居行业前列；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 582 个药品生产批文，其中有 62 个独家品规产品，138 个品规进入国家基本药物目录，305 个品规进入国家医保药品目录。公司是国内 13 家定点麻醉药品生产企业之一。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等，进入皮肤外用及药用辅料等细分领域。

医药商业方面，2012 年以来，公司以控股子公司人福医药湖北有限公司为核心（以下简称“人福湖北”），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商业企业。

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；医药商业发

展迅速，在湖北地区市场占有率较高；公司重视产品研发，研发水平处于领先地位。

3. 人员素质

截至 2016 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，41 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，60 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 3 月底，公司拥有员工 12038 人。按照文化素质划分，博士占 0.51%，硕士占 4.78%，本科占 27.73%，大专占 30.74%，中专及以下占 36.25%；按照岗位划分，行政人员占 17.66%，技术人员占 12.63%，生产人员占 33.38%，销售人员占 32.54%，财务人员占 3.79%。

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

4. 技术水平

在药品开发方面，公司研发实力雄厚，是国家认定的企业技术中心和重大新药创制承担单位。目前，公司医药研发人员已达 671 人，外聘专家 30 人，其中享受国务院津贴专家 5 人，湖北省有突出贡献中青年专家 7 人，湖北省“百人计划”5 人，武汉东湖高新区“3551 光谷人才”18 人。近年来，公司先后获评国家科技创新示范企业、湖北省基因工程药物工程实验室等，并获得国家高新技术产业发展项目、国家科技重大专项“重大新药创新与发展”等多项政府项目资助。

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 年由公司与中国军事医学科学院合作成立，是以基因治疗药物为特色的系列创新药物研发及产业化平台，目前在研项目主要为国际首创的创新药物。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，目前在研产品 200 余个，其中 1 类新药 21 个、2 类新药 2 个、3 类新药 40 个，中药五类 3 个，中药六类 1 个，8 个 1 类新药处于临床阶段。截至 2015 年底，公司共获得专利授权 160 项，全部为发明专利。

公司重视研发工作，研发投入持续增长。在研发投入方面，公司 2013~2015 年，公司研发投入总额逐年稳步增长；2015 年，公司研发投入 4.04 亿元，占营业收入的比重为 4.02%，占比较上年略有下降。考虑到公司医药板块营业收入中商业收入规模不断扩大，公司研发投入占医药工业比重尚可。

表 4 2013~2015 年公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
研发费用	23036.73	33375.58	40375.00
营业收入	601021.14	705165.80	1005397.84
研发费用占营业收入的比重(%)	3.83	4.73	4.02

资料来源：公司提供

2015 年，公司在研化学一类新药注射用磷丙泊酚钠、化学一类新药注射用苯磺酸瑞马唑仑、化学三类新药咪达唑仑口服溶液、生物制品人凝血因子 VIII 等先后获得临床试验批件，盐酸美金刚片 ANDA 申请获得美国 FDA 批准，其他在研项目按计划稳步推进，整体研发水平不断提高。

表 5 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：术后镇痛	药学研究

注射用苯磺酸瑞马唑仑	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 I 期临床试验
注射用磷丙泊酚钠	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
复方盐酸丁丙诺啡舌下片	注册分类：化药 3 类 适应症/功能主治：戒毒	进行 II 期临床试验
广金钱草总黄酮	注册分类：中药 5 类 适应症/功能主治：尿路结石	准备申报资料
异氟烷注射液	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：肺癌、乳腺癌	准备临床申报资料
BP-01	注册分类：生物制品 2 类 适应症/功能主治：直肠癌	准备临床申报资料
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	准备临床申报资料

资料来源：公司提供

在药品质量方面，公司高度重视产品质量，截至 2016 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“人福普克”）软胶囊生产基地通过 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，拥有多项药品专利，整体技术水平处于国内领先地位。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》及中国其他相关法律法规的规定设立董事会和监事会。股东大会为公司的最高权力机构，董事会是股东大会的执行机构，监事会为监督机构，总经理负责公司的日常经营与管理工作。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、OTC 事业部、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、公共事务部和审计部 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。

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

公司目前采用公司本部和控股子公司二级管理模式。公司本部作为集团的控制中心，负责战略规划、重大投资决策、资源配置与整合、企业文化及品牌建设、资金管理等；各控股子公司是独立法人，按业务板块在生产经营方面相对独立发展。

在财务管理方面，公司制定了《标准财务作业手册》、《财务内控制度》与《财务管理流程》，并要求各经营公司参照标准化模板，结合公司的实际情况贯彻执行。会计岗位设置按照了“责任分离、相互制约”原则，执行重要会计业务和电算化操作授权规定，按规定组织对账。

在药品质量控制方面，公司建立了标准化的生产管理系统和质量保证体系，有序推进新版 GMP（药品生产质量管理规范）认证及 ISO14001（环境管理体系）认证，部分原料药已通过 COS（欧洲药典适应性证书）认证。公司及下属子公司拥有 17 个药品 GSP 证书。

在人力资源管理方面，公司编制了《人力

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

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

七、重大事项

1. 非公开发行股票

2014年3月，公司第七届董事会第四十九次会议审议通过非公开发行股票预案，公司于2014年4月召开2014年第二次临时股东大会，审议通过了非公开发行股票相关议案。2015年1月，公司非公开发行股票申请获得证监会批准。

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，其中新增注册资本1.14亿元，增加资本公积23.99亿元。

本次非公开发行募集资金投资项目为偿还银行贷款、偿还短期融资券和补充流动资金，前两项主要是偿还公司相关债务，补充流动资金主要是增加公司主营业务医药行业的资金投入。本次非公开发行完成后，公司的资本实力增强，公司主营业务方面的竞争力和盈利能力均有所提高，为公司后续发展提供资金支持，有利于增强公司财务弹性。

2. 企业合并

近年来，公司不断加快合并步伐。2015年，公司通过收购新增子公司8家，分别为建德市医药药材有限公司、宜昌三峡制药有限公司、黄石大冶有色医药管理有限公司、湖北人福医药贸易有限公司、湖北人福长江医药有限

公司、湖北人福康博瑞医药有限公司、郑州人福博赛生物技术有限责任公司和乌鲁木齐诚兴众康生物制品有限公司。2016年一季度，公司通过合并收购新增2家子公司，分别为杭州福斯特药业有限公司和成都万隆亿康医药有限公司。

2015年8月，公司与宜昌市三药实业有限公司（以下简称“三药实业”）、宁波宜和医药投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“宁波宜和”）签署《股权转让协议》，共计以人民币45000万元收购宜昌三峡制药有限公司（以下简称“三峡制药”）75%的股权。本次收购完成后，公司持有三峡制药75%的股权，并成为三峡制药控股股东。三峡制药是一家从事药品、兽药、氨基酸等产品研究、生产和经营的生物科技型企业，其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，产品产量和销量在行业细分市场领域处于领先地位，并具有较高的国际市场占有率。近年来，动物饲料、健康食品、膳食补充剂、医药产品、人工甜味剂和化妆品等市场对氨基酸系列产品的需求日益增长，三峡制药的发展前景良好。截至2015年底，三峡制药经审计的资产总额12.32亿元，所有者权益3.87亿元，2015年实现营业收入1.52亿元，净利润691.05万元。

公司于2014年12月以2.45亿元收购了建德市医药药材有限公司（以下简称“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，凭借专业的销售团队、成熟的销售经验和强大的销售网络，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知名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2015年底，建德

医药经审计的资产总额 3.21 亿元，所有者权益 1.15 亿元，2015 年实现营业收入 4.52 亿元，净利润 4135.70 万元。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以药品的生产和销售为主要业务。公司产品线丰富，细分行业上涵盖了化学药品制剂、化学原料药、中药、生物制剂和其他医药健康产品；治疗领域上涵盖了中枢神经用药、生育调节药、生物制品、维吾尔民族药和诊断试剂多个领域。

表6 2013年~2016年1季度公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
医药板块	589059.71	98.01	686846.28	97.40	986417.64	98.11	267117.22	99.61
其中：化学药品制剂	369254.61	61.44	446208.85	63.28	673410.39	66.98	157536.97	58.75
化学原料药	24538.85	4.08	20595.24	2.92	54120.55	5.38	21179.48	7.90
中药	41951.60	6.98	38904.66	5.52	46526.42	4.63	28398.22	10.59
生物制剂	37039.55	6.16	33687.45	4.78	41328.16	4.11	13613.00	5.08
其他医药健康产品	116275.11	19.35	147450.09	20.91	171032.13	17.01	46389.55	17.30
其他业务	11961.43	1.99	18316.52	2.60	18980.20	1.89	1050.78	0.39
合计	601021.14	100.00	705162.80	100.00	1005397.84	100.00	268168.00	100.00

资料来源：公司提供

表7 2013年~2016年1季度公司毛利率情况

业务板块	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
医药板块	41.47%	41.69%	36.14%	36.19%
其中：化学药品制剂	47.49%	45.13%	37.62%	41.95%
化学原料药	9.00%	17.91%	20.42%	22.83%
中药	43.17%	50.51%	47.91%	28.20%
生物制剂	34.79%	37.31%	39.19%	29.85%
其他医药健康产品	30.71%	33.82%	31.38%	29.50%
其他业务	43.90%	27.81%	46.85%	30.75%
合计	41.52%	41.33%	36.35%	36.17%

资料来源：公司提供

2013~2015 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 29.34%。2015 年，公司实现营业收入 100.54 亿元，同比增长 42.58%。近三年公司医药板块收入年均复合增长 29.40%，2015 年医药板块实现营业收入 98.64 亿元，同比增长 43.62%，占公司整体营业收入的 98.11%，主业地位愈见突出。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，对公司整体收入贡献不大，2015 年其他业务实现收入 1.90 亿元。

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。2015 年，受公司医药商业快速发展的带动影响，公司化学药品制剂实现营业收入 67.34 亿元，同比增长 50.92%，占营业收入的比重为 66.98%；其他医药健康产品实现营业收入 17.10 亿元，同比增长 15.99%，占营业收入的 17.01%。2015 年，公司化学原料药、中药和生物制剂收入分别为 5.41 亿元、4.65 亿元和 4.13 亿元，均

较上年有所增长，占总营业收入的比重分别为 5.38%、4.63%和 4.11%。

毛利率方面，受成本支出快速增长的影响，2013~2015 年公司综合毛利率有所下滑，但仍保持较高水平，其中 2015 年为 36.35%，较 2014 年下降 4.98 个百分点。近三年，受医药流通业务的快速发展，公司医药主业毛利率不断下滑，分别为 41.47%、41.69%和 36.14%。受原材料和人工成本上升和医药流通业务增长拉低整体毛利率水平的双重影响，作为公司最主要的收入来源，化学药品制剂的毛利率持续下滑，三年分别为 47.49%、45.13%和 37.62%；化学原料药的盈利能力一般，但近三年呈上升趋势，毛利率分别为 9.00%、17.91%和 20.42%；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，分别为 34.79%、37.31%和 39.19%；中药方面近三年毛利率虽有所波动但仍保持较强的盈利能力，分别为 43.17%、50.51%和 47.91%；其他医药健康产品的毛利率有所波动，近三年分别为 30.71%、33.82%和 31.38%。

2016 年 1~3 月，由于销售规模的扩大，公司实现营业收入 26.82 亿元，同比增长 25.68%，综合毛利率为 36.17%。同期，公司医药主业实现营业收入 26.71 亿元，毛利率为 36.19%；其中，中药毛利率较 2015 年全年有较大程度的下滑，主要由于新增部分毛利率较低的医药流通收入；生物制剂毛利率亦较上年下降较快，主

要由于新建血站摊销较大。

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。

公司的业务包含药品的生产和销售。近年来，公司医药工业和医药商业并举发展，2015 年分别实现收入 39.16 亿元和 59.48 亿元，分别同比增长 21.28%和 63.45%。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，2015 年医药工业、医药商业在医药板块收入中分别占 39.70%、60.30%。

表 8 公司医药板块收入构成（单位：亿元、%）

项 目	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
医药工业	30.17	51.20	32.29	47.02	39.16	39.70
医药商业	28.74	48.80	36.39	52.98	59.48	60.30
合计	58.91	100.00	68.68	100.00	98.64	100.00

资料来源：公司提供

2. 医药工业

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、人福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。

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 9 公司主要产品产量情况

治疗领域	产品名称	产量			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 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）	4430.21	4572.42	3426.57	856.65
中枢神经用药	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	1763.59	2189.45	3022.32	863.52
中枢神经用药	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	786.12	929.32	1274.10	649.74
中枢神经用药	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	672.31	700.42	842.47	210.62
中枢神经用药	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	2.16	5.79	43.08	10.77
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	537.48	557.07	636.56	159.24
生育调节药	黄体酮原料药（kg）	36452.31	38847.17	39779.50	9944.87
生物制品	人血白蛋白（万瓶）	15.44	17.47	28.98	8.25

资料来源：公司提供

表 10 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）			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 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）	4325.68	4458.52	3822.29	858.55	29.92	29.81	29.78	29.63
中枢神经用药	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	1827.33	2217.83	2852.80	815.09	346.95	346.06	346.72	347.22
中枢神经用药	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	892.65	1014.97	1088.86	272.22	381.76	382.58	381.95	382.71
中枢神经用药	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	663.45	721.04	761.35	190.34	44.25	43.92	44.59	45.37
中枢神经用药	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	1.98	9.06	36.49	9.82	548.20	547.68	548.72	548.16
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	532.48	568.75	631.88	157.97	16.89	17.27	16.90	16.81
生育调节药	黄体酮原料药（kg）	37812.33	39382.99	39615.35	9903.84	20.25	21.33	21.27	20.78
生物制品	人血白蛋白（万瓶）	14.78	16.37	27.16	7.79	353.98	354.27	355.56	355.39

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

① 中枢神经用药

2013~2015 年，公司中枢神经用药销售收入持续增长，分别为 183793.08 万元、199969.16 万元和 218766.15 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。2015 年宜昌人福生产的枸橼酸芬太尼、枸橼酸舒芬太尼注射液和注射用盐酸瑞芬太尼的市场占有率分别为 29.85%、79.25%和 100.00%。

宜昌人福注册资本 2.94 亿元，目前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，其实施的麻醉系列新药产业化项目已被国家发改委列入国家高技术产业化示范工程。宜昌人福现建有开发区园区、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，在业内享有较高的知名度和良好的信誉。截至 2015 年底，宜昌人福资产总额为 267729.77 万元，所有者权益 154725.25 万元；同期实现营业收入 207859.51 万元，同比增长 14.85%，净利润 52006.15 万元，同比增长 6.66%。

武汉人福注册资本 1.31 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的有 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 2015 年底，武汉人福资产总额为 32842.83 万元，所有者权益 255388.13 万元；同期实现营业收入 23392.27 万元，同比增长 23.19%，净利润 6759.61 万元，同比增长 187.14%¹。

从生产能力看，截至 2015 年底，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。

2013~2015 年，公司中枢神经用药主要产

¹武汉人福 2015 年净利润增幅明显高于收入增幅，主要系老厂区资产处置增加了营业外收入。

品产销量稳步提升。2015 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 25.06%和 14.27%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。2015 年，宜昌人福通过调整经营策略，加强产品推广，提高竞争能力，带动主要特色药品销量增长；其中受益于多科室终端推广的持续投入，枸橼酸舒芬太尼注射液和盐酸氢吗啡酮注射液的销量分别同比增长 28.63%和 302.84%，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。

2016 年 1~3 月，公司中枢神经用药实现收入 57245.04 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 863.52 万支和 815.09 万支。

② 生育调节药

2013~2015 年公司生育调节药销售收入分别为 39569.97 万元、33022.76 万元和 30172.46 万元，呈下降趋势。

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承担，主要产品包括单方、复方米非司酮片和黄体酮原料药等。根据 SFDA 南方医药经济研究所统计，2015 年公司米非司酮的市场占有率为 18.89%，排名全国第三。

葛店人福注册资本 1.28 亿元，除生育调节药外，还专注于甾体类原料药与制剂的研发、生产及销售业务。目前，葛店人福拥有制剂注册品种 10 个，原料药注册品种 17 个，常年生产品种 23 个，其主要产品为米非司酮制剂、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。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 年葛店人福应对行业政策变化，加强了销售队伍建设和市场开拓力度，葛店人福整体收入情况有所回升。截至 2015 年底，葛店人福资产总额 64559.26 万元，所有者权益 21773.78 万元，同期实现营业收入 40061.09 万元，同比增长 21.31%，净利润 1761.16 万元。

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，复方米非司酮片产业化项目已被国家发改委列入国家高新技术产业化示范工程。葛店人福“生育调节药制剂车间扩产项目”已于 2013 年 7 月通过 GMP 认证并开始生产。

近年来，公司生育调节药米非司酮制剂和黄体酮原料药的产销量均呈增长趋势，售价保持稳定。2015 年，米非司酮制剂的产销量分别同比增长 14.27%和 11.02%。

2016 年一季度，公司生育调节药实现销售收入 3457.78 万元，米非司酮制剂产销量分别为 159.24 万盒和 157.97 万盒。

③ 维吾尔民族药

2013~2015 年公司维吾尔民族药销售收入分别为 22064.82 万元、24205.36 万元和 27990.05 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，2015 年，主要产品祖卡木颗粒、通滞苏润江胶囊、复方木尼孜其颗粒市场占有率分别为 86.32%、40.08%、100%。

新疆维药注册资本 2000.00 万元，是国家重点高新技术企业，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、炎肖迪娜儿糖浆等。截至 2015 年底，新疆维药共拥有 7 条 GMP 药品生产线，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；7 个品种被列入国家医保目录，14 个品

种被列入新疆维吾尔自治区地方医保目录。新疆维药按国家新版 GMP 标准投资建设“年产 3500 万盒维吾尔药品生产基地项目”，总投资 1.20 亿元，已于 2014 年 2 月正式取得新版 GMP 证书。截至 2015 年底，新疆维药资产总额 34518.33 万元，所有者权益 16237.66 万元；2015 年实现营业收入 29606.95 万元，同比增长 22.32%，净利润 3663.53 万元，同比增长 17.00%。

根据 SFDA 南方医药经济研究所统计，维吾尔药细分市场测算市场规模约有 3 亿元，现有四家销售规模较大的专业维吾尔药生产企业，包括新疆维药、新疆奇康哈博维药有限公司、和田维吾尔药业有限责任公司、新疆维阿堂制药有限公司，其余均未形成销售规模。其中新疆维药是中国规模最大、实力最强的维药旗舰企业之一。

随着市场对维吾尔民族药的逐渐认可，其市场规模不断扩大。近年来，新疆维药生产的通滞苏润江胶囊产销量不断增长，2015 年分别为 189.48 万盒和 192.90 万盒，价格方面保持稳定。

④ 生物制品

2013~2015 年，公司生物制品销售收入分别为 18471.24 万元、18975.35 万元和 41328.16 万元。

公司生物技术药的研发、生产及销售主要依托下属全资子公司中原瑞德和深圳新鹏进行，主要产品为人血白蛋白等血液制品。

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，该转让对公司经营不造成重大影响。

中原瑞德注册资本 2.55 亿元，目前，中原瑞德拥有四家浆站（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。中原瑞德已取得生产批准文号的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 2015 年底，中原瑞德资产总额 61374.92 万元，所有者权益 40059.19 万元，2015 年实现营业收入 18400.31 万元，同比增长 30.52%，净利润 4176.08 万元，同比下降 5.41%²。

受益于市场需求旺盛和现有浆站浆源的增长稳定，2015 年中原瑞德主要产品人血白蛋白产销量同比大幅提升，实现产量 28.98 万瓶，销量 27.16 万瓶。

2016 年一季度，公司生物制剂产品实现销售收入达 13613.00 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 8.25 万瓶和 7.79 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。

⑤ 制剂出口

公司制剂出口业务主要依托子公司人福普克和 Puracap Pharmaceutical LLC（以下简称“美国普克”）进行，人福普克为制剂生产基地，美国普克以研发和销售为主。

通过在欧美成熟市场直接组建专业化的研发认证和营销团队，并依托英士伯采取申请、购买、自主研发等方式较容易取得市场前景广阔的药证以及仿制药和新型进口药的生产及销售许可，并且可以利用国外管理团队的丰富经验和销售渠道，快速进入欧洲、美国等发达国家的销售市场；同时，充分利用中国本土制造的成本优势，与成熟市场的国际化经验相结合，加速实现公司国际化进程。其中，美国普克作为研发认证和营销平台，实现前后台业务的有效衔接，人福普克则定位于制剂生产基地，有效降低成本，实现利润最大化。

人福普克制剂出口生产基地一期软胶囊工程生产 OTC 非处方药，已通过 FDA 认证，产

² 中原瑞德净利润下降的原因主要系受搬迁改造及新版 GMP 认证影响，折旧和公摊成本有所上升。

能利用率到达 100%；二期工程的片剂、硬胶囊等项目正在设计规划中。

目前，美国普克已购买了 1 个治疗皮炎的专利处方产品 EpisCream 软膏剂、购买和研发注册了 8 个 ANDA 文号以及 9 个符合其它注册要求（Monograph）的 OTC 药物。其中，皮肤药产品 EpisCream 正处于专利保护期和高速成长期，2015 年该产品销售额达到 1029.48 万美元，同比增长 27%。同时，美国普克持续加强营销力度，2015 全年实现销售收入 19973.24 万元，较上年同期增长 183.65%。美国普克目前已有约 170 多个品规的产品进入美国市场，并与 Wal-Mart、CVS、DollarTree 等多家美国大型连锁零售商及美国最大两家 OTC 药品采购商 Perrigo 和 LNK 签订长期独家供货协议，商业渠道得到进一步拓展。

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，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，产品产量和销量在行业细分市场领域处于领先地位，并具有较高的国际市场占有率。截至 2015 年底，三峡制药经审计的资产总额 12.32 亿元，所有者权益 3.87 亿元，2015 年实现营业收入 1.52 亿元，净利润 691.05 万元。

（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，2015 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 15.33%，集中度较上年有所下降。

表 11 2015 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	63723.25	8.81
2	昆明制药集团医药商业有限公司	15078.05	2.08
3	华润下属各公司	13665.41	1.89
4	连云港正大天晴医药有限公司	10039.89	1.39
5	北京思塔高诊断产品贸易有限责任公司	8411.60	1.16
合计		110918.20	15.33

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 12 2015 年公司销售收入各区域占比

地区	2015 年
东北	0.67%
华北	24.46%
华中	48.22%
华东	13.56%
西北	3.20%
西南	3.14%
华南	2.28%
出口(含境外)	4.48%
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，华北和华中一直是公司业务销售的重点区域，2015 年以上两个区域销售占比分别为 24.46%和 48.22%，同时公司产品销售已经覆盖了全国其他地区。

从客户集中度来看，2013~2015 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 27.50%、31.42%和 24.98%，集中度一般。

表 13 2015 年公司前 5 名客户情况（单位：万元、%）

序号	供应商名称	金额	在营业收入中占比
1	国药集团药业股份有限公司及下属新疆新特药	142241.81	14.15
2	华中科技大学同济医学院附属同济医院、协和医院、梨园医院	51177.97	5.09
3	上海医药分销控股有限公司	23426.51	2.33

4	中国人民解放军总医院及海南分院	17511.97	1.74
5	重庆医药(集团)股份有限公司特殊药品分公司	16797.49	1.67
合计		251155.75	24.98

资料来源：公司提供

总体看，公司医药工业收入持续增长，主要产品市场占有率高，产销量稳定增长。未来，随着血液制品业务的逐步发展，该业务有望成为公司新的利润增长点。

3. 医药商业

2013~2015年，公司医药商业分别实现营业收入28.74亿元、36.39亿元和59.48亿元，在医药板块收入占比逐年提升，2015年占60.30%。下属子公司人福医药湖北有限公司（以下简称“人福湖北”，公司持股98.50%）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”）为医药商业核心企业。

为实现医药产业工商有效互动，公司不断加快医药商业的发展速度。其中，2013年公司完成恩施、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，实现医药工业产品70%以上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、人福听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2015年底，人福湖北资产总额259745.54万元，所有者权益59232.82万元；2015年人福湖北实现营业收入285632.05万元，同比增长70.09%，净利润3986.21万元，同比增长56.42%。

此外，公司稳健复制湖北商业模式至省外。2014年底，公司在浙江区域收购了建德市医药药材有限公司（以下简称“建德医药”）和杭州诺嘉医疗设备有限公司两家药品及医疗器械类商业公司。

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，凭借专业的销售团队、成熟的销售经验和强大的销售网络，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知名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2015年底，建德医药经审计的资产总额3.21亿元，所有者权益1.15亿元，2015年实现营业收入4.52亿元，净利润4135.70万元。

公司近年来尝试涉足具有优势客户和产品资源的特色医药商业企业，2012年下半年公司以7.76亿元收购了北京医疗80%股权，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2015年底，北京医疗资产总额84525.78万元，所有者权益67202.41万元；2015年实现营业收入85191.01万元，同比增长10.86%，净利润19082.38万元，同比增长13.69%。

从销售模式来看，公司医药商业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。公司医药商业销售以医院纯销为主，2015年，医院纯销占医药商业收入比重为82.00%；商业调拨占16.00%，是医院纯销的有效补充；药店零售仅占2.00%，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。

公司总部于2013年中旬设立OTC事业部，统筹指导各子公司OTC产品的营销战略规划和品牌推广政策，以便更好地实现公司经营目标。

总体看，随着公司医药商业板块资源的整合，医药商业已经成为公司第一大收入板块，工商互动的效果逐步显现，医药商业区域龙头的地位初显。

4. 经营效率

2013~2015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3.42次、4.85次、0.77次，2015年分别为2.97次、4.30次、0.66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2016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3.30亿元，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2016年3月底，该项目已投资1.73亿元，计划于2016年完成剩余投资。

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2016年3月底，该项目已投资0.95亿元。

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2016年3月底，该项目已投资0.65亿元。

上述三个在建工程项目计划总投资10.29亿元，截至2016年3月底已完成投资3.33亿元，尚余6.96亿元投资将集中在2016年和2017年投入。总体看，公司在建项目投资规模较大，随着公司产能需求的增长和医疗服务业务的扩张，公司未来仍存在一定融资压力。

表14 公司在建项目未来投资情况（单位：万元）

项目名称	资金来源		总投资	截至2016年3月底投资额	2016年4-12月投资计划	2017年计划投资
	自筹	贷款				
宜昌人福远安口服制剂项目	33000.00	0.00	33000.00	17328.20	15671.80	0.00
钟祥市人民医院新院区建设项目	30900.00	24000.00	54900.00	9472.50	22713.75	22713.75
药用辅料基地建设工程	15000.00	0.00	15000.00	6524.26	8475.74	0.00
合计	78900.00	24000.00	102900.00	33324.96	46861.29	22713.75

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年财务报表均已经过大信会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2016 年 1 季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2013 年纳入合并报表范围子公司 60 家；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 94 家，较上年底增加 23 家，其中新合并子公司 8 家，新设立子公司 15 家。截至 2016 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 100 家，较 2015 年底增加 8 家，其中新合并子公司 2 家，新设立子公司 6 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 2015 年底，公司合并资产总额为 181.52 亿元，所有者权益为 91.82 亿元（其中少数股东权益 13.01 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 100.54 亿元，利润总额 10.72 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 201.00 亿元，所有者权益为 95.84 亿元（其中少数股东权益 16.58 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.82 亿元，利润总额 2.63 亿元。

2. 资产质量

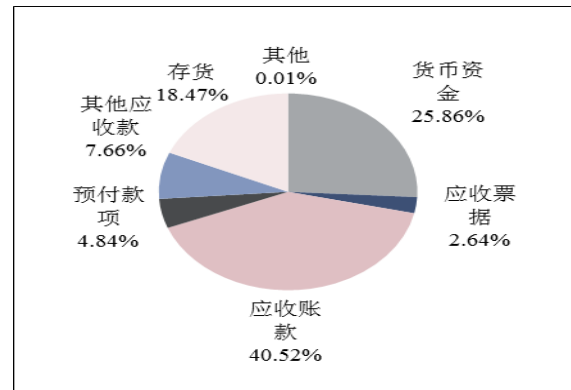
2013~2015 年，伴随经营规模及合并范围的不断扩大，公司资产规模快速增长，年均增长率为 36.75%。截至 2015 年底，公司合并资产总额 181.52 亿元，同比增长 49.19%；其中流动资产占 51.37%，非流动资产占 48.63%，公司资产以流动资产为主，资产构成与 2014 年相比变化不大。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 32.48%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 93.25 亿元，同比增长 47.08%，主要来自货币资金、应收账款、固定

资产等的增长，公司流动资产主要由货币资金（占 25.86%）、应收账款（占 40.52%）和存货（占 18.47%）构成。

图 4 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2015 年审计报告

2013~2015 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 41.39%。截至 2015 年底，公司货币资金 24.11 亿元，同比增长 62.89%，以银行存款（占 82.15%）为主。截至 2015 年底，公司货币资金中为子公司借款提供质押的保证金和票据承兑保证金合计 3.58 亿元，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

2013~2015 年，公司应收票据不断下降，年均降幅为 11.00%，主要系公司加快了票据的周转。截至 2015 年底，公司应收票据 2.47 亿元，其中银行承兑汇票占 82.19%。

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 40.97%。截至 2015 年底，公司应收账款价值同比增长 51.33%至 37.78 亿元。公司共计提坏账准备 1.39 亿元，计提比例 3.55%。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 92.65%，1~2 年的占 5.03%，2~3 年的占 1.54%，3 年以上的占 0.78%，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 23.37%，集中度较高。

2013~2015 年，公司预付账款波动中有所

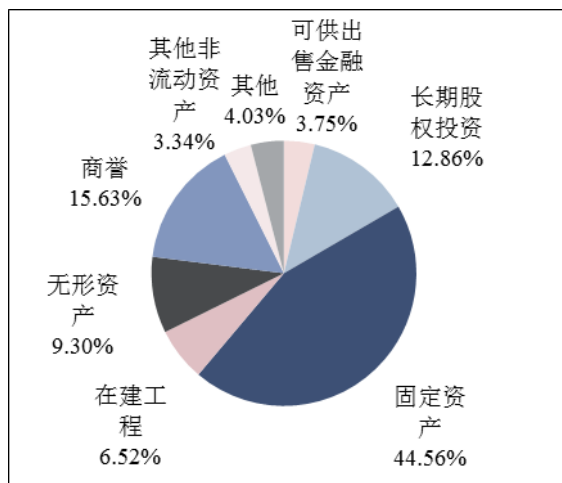
下降, 年均降幅 6.88%。截至 2015 年底, 公司预付账款为 4.51 亿元, 同比增长 45.32%, 主要为预付的货款。从账龄看, 账龄在 1 年以内的占 80.61%, 1~2 年的占 14.40%, 2~3 年的占 2.30%, 3 年及以上的占 2.69%。从集中度看, 前五名预付账款总计占总额 24.73%, 集中度较高。

2013~2015 年, 公司其他应收款快速增长, 年均复合增长 24.01%。截至 2015 年底, 公司其他应收款 7.14 亿元, 同比增长 36.12%, 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 0.48 亿元, 计提比例 6.26%。从账龄看, 账龄在 1 年以内的占 71.23%, 1~2 年的占 12.09%, 2~3 年的占 11.82%, 3 年及以上的占 4.86%, 共计提坏账准备 0.33 亿元, 计提比例为 5.96%。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 26.91%, 集中度较高。

2013~2015 年, 公司存货规模快速增长, 年均增幅 37.57%。截至 2015 年底, 公司存货账面价值 17.22 亿元, 同比增长 37.65%, 主要由原材料及包装物 (占 13.26%)、在产品 (占 12.38%) 和产成品及库存商品 (占 73.80%) 构成, 其中产成品及库存商品主要为医药产品和其他业务产品。2015 年公司共计提存货跌价准备 0.06 亿元, 计提比例为 0.37%, 计提比例低。

非流动资产

图 5 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源: 公司 2015 年审计报告

2013~2015 年, 公司非流动资产快速增长, 年均增幅 41.74%。截至 2015 年底, 公司非流动资产共计 88.27 亿元, 同比增长 51.48%, 主要由长期股权投资 (占 12.86%)、固定资产 (占 44.56%)、在建工程 (占 6.52%)、无形资产 (占 9.30%) 和商誉 (占 15.63%) 构成。

2014 和 2015 年, 公司可供出售金融资产分别为 1.96 亿元和 3.31 亿元。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 2015 年底, 公司可供出售金融资产的增长主要来自对武汉农村商业银行股份有限公司的追加投资 1.00 亿元。

截至 2015 年底, 公司长期应收款余额 1.17 亿元, 主要系权益法核算的子公司光谷人福、成都昌华科技有限责任公司因研发投入持续增加, 公司长期股权投资的账面价值已经减至为零, 根据企业会计准则的规定, 将这两家公司继续确认的投资损失以及往来款转入该科目核算所致。

2013~2015 年, 公司长期股权投资快速增长, 年均增幅 41.08%。截至 2015 年底, 公司长期股权投资 11.35 亿元, 同比增长 95.43%; 主要系公司 2015 年对联营企业天风证券股份有限公司追加投资 3.00 亿元, 并在权益法下确认对其的投资收益 1.31 亿元所致³。

2013~2015 年, 公司固定资产年均复合增长率 55.34%。截至 2015 年底, 公司固定资产账面原值 47.60 亿元, 累计折旧 8.27 亿元, 未计提减值准备。由于合并范围的变化及将口服制剂出口基地等项目转入固定资产, 截至 2015 年底, 公司固定资产账面价值 39.33 亿元, 同比增长 82.74%。公司固定资产以房屋及建筑物 (占 59.50%) 和机器设备 (占 33.18%) 为主要构成部分, 其中, 账面价值 23.60 亿元的房屋建筑物尚未办妥产权证⁴。

2013~2015 年, 公司在建工程波动幅度较

³ 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。

⁴ 截至 2016 年 3 月底, 相关产权证已办妥。

大，分别为5.60亿元、7.83亿元和5.76亿元；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。截至2015年底，由于部分在建工程完工结转固定资产，公司在建工程同比下降26.49%。

2013~2015年，公司无形资产快速增长，年均增幅18.98%。截至2015年底，公司无形资产8.21亿元，同比增长22.70%，主要系增加了土地使用权1.48亿元。

2013~2015年，公司商誉快速增长，年均复合增长27.60%。受企业合并形成新增商誉4.21亿元的影响，截至2015年底，公司商誉13.80亿元，同比增长43.95%；其中因合并三峡制药形成商誉1.65亿元，因合并建德医药形成商誉1.93亿元。

2014和2015年，公司其他非流动资产分别为1.43亿元和2.95亿元。公司其他非流动资产主要为预付的股权款、工程款等。

进入2016年，公司继续加快合并步伐。截至2016年3月底，公司合并资产总额为201.00亿元，较2015年底增长10.73%，其中流动资产占比49.04%，非流动资产占比50.96%，较上年底增加2.33个百分点。截至2016年3月底，公司应收账款较2015年底增长7.68%至40.69亿元，主要由于公司对医院等优质终端客户的销售快速增长；其他应收款8.09亿元，较2015年底增长13.23%，主要来自经营性往来资金拆借款项增长；由于部分在建工程转入固定资产，公司固定资产较上年底增长8.82%至42.80亿元；因公司合并报表范围变动，公司无形资产和商誉分别为10.21亿元和17.45亿元，分别较上年底增长24.43%和26.42%，其中溢价收购成都万隆亿康医药有限公司形成商誉2.93亿元，溢价收购杭州福斯特药业有限公司形成商誉0.71亿元。同时，公司其他非流动资产增幅较大，截至2016年3月底为9.55亿元，主要系公司以7.31亿元摘牌取得华泰保险集团股份有限公司2.5247%的股权，该股权收购款将在中国保监会核准本次交易后转入长期股权投资核算。

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。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益规模快速增长，年均增幅为34.36%。截至2015年底，公司所有者权益91.82亿元（含少数股东权益13.01亿元），同比增长60.31%，主要来自实收资本和资本公积的增长，其中股本占14.01%，资本公积占42.17%，未分配利润占27.31%。

2015年1月，公司非公开发行股票申请获得证监会批准。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，其中新增注册资本1.14亿元，增加资本公积23.99亿元。2015年7月，公司实施了2014年度利润分配方案：以公司总股本643024531股为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.50元（含税）；同时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2015年底，由于公司非公开发行股票和资本公积转增股本，公司实收资本大幅增长至12.86亿元，资本公积亦同比增长90.46%至38.72亿元；同期，公司未分配利润25.07亿元，同比增长27.02%；少数股东权益13.01亿元，同比增长29.47%。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计95.84亿元（含少数股东权益16.58亿元），较2015年底增长4.38%；其中少数股东权益较2015年底增长27.44%至16.58亿元。

综合看,由于公司 2015 年非公开发行事项的完成,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。

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,2013~2015 年,公司负债总额年均复合增长 39.24%。截至 2015 年底,公司负债合计 89.70 亿元,同比增长 39.30%,主要系应付票据、应付账款和其他流动负债增加所致;其中流动负债占 79.17%,非流动负债占 20.83%,公司负债以流动负债为主。

2013~2015 年,公司流动负债快速增长,年均增幅 43.69%。截至 2015 年底,公司流动负债 71.02 亿元,同比增长 54.36%,主要由短期借款(占 28.21%)、应付票据(占 12.57%)、应付账款(占 20.95%)和其他流动负债(占 21.12%)组成。

2013~2015 年,公司短期借款波动增长,年均增幅 29.51%。截至 2015 年底,公司短期借款 20.03 亿元,同比下降 7.79%;公司短期借款中质押借款占 13.98%,抵押借款占 4.12%,保证借款占 81.00%,其他借款占 0.90%。

2013~2015 年,公司应付票据快速增长,年均复合增长 277.32%。截至 2015 年底,公司应付票据 8.93 亿元,同比增长 95.93%,主要由于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。

随着经营规模的扩大,2013~2015 年,公司应付账款快速增长,年均增幅 47.14%。截至 2015 年底,公司应付账款 14.88 亿元,同比增长 52.11%。从账龄来看,截至 2015 年底,公司应付账款账龄在 1 年以内的占 92.08%,1 年以上的占 7.92%,账龄短。

2013~2015 年,公司其他应付款波动增长,年均增幅 45.86%。截至 2015 年底,公司其他应付款 6.18 亿元,与去年同期基本持平,主要系应付的期间费用(2.56 亿元)和往来款(2.69

亿元)。

2013 和 2015 年,公司其他流动负债余额分别为 8.00 亿元和 15.00 亿元,系公司于 2013 年 6 月发行的短期融资券和 2015 年 10 月发行的 15 亿元超短期融资券。

2013~2015 年,公司非流动负债快速增长,年均增幅 25.44%。截至 2015 年底,公司非流动负债 18.68 亿元,同比增长 1.60%,以长期借款(占 50.93%)、应付债券(占 32.12%)和递延收益(占 16.58%)为主。

2013~2015 年,公司长期借款波动增长,年均复合增长率为 43.99%。截至 2015 年底,公司长期借款 9.51 亿元,同比增长 116.57%,其中抵押借款占 37.51%、保证借款占 27.13%、质押借款占 35.36%。

2013~2015 年,公司应付债券波动幅度较大,分别为 5.99 亿元、11.99 亿元和 6.00 亿元。其中 2015 年底应付债券余额系公司于 14 年发行的 6 亿元中期票据“14 人福 MTN001”。

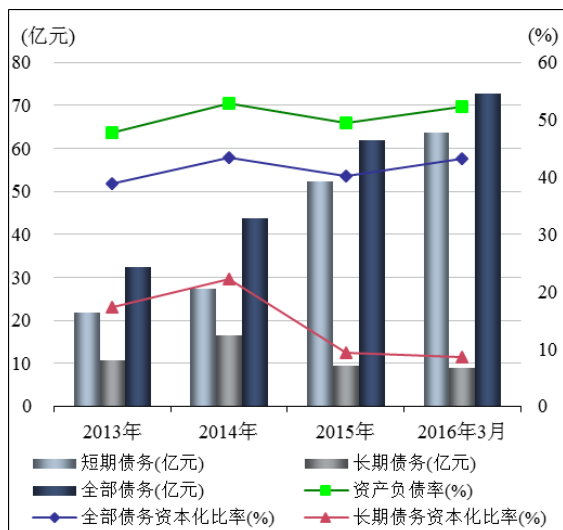
2014 和 2015 年,公司分别产生递延收益 1.94 亿元和 3.10 亿元,主要为收到政府补助资金。

截至 2016 年 3 月底,公司负债合计 105.16 亿元,较 2015 年底增长 17.23%。从结构来看,流动负债占 82.68%,非流动负债占 17.32%,流动负债占比继续扩大。截至 2016 年 3 月底,公司短期借款 24.59 亿元,较上年底增长 22.76%;其他应付款 9.12 亿元,较上年底增长 47.50%,主要系杭州福斯特药业有限公司、成都万隆亿康医药有限公司两家公司纳入公司合并报表,根据协议约定,公司将暂未到付款期的股权款计入该科目所致;其他流动负债较 2015 年底增加 5.00 亿元,系公司于 2016 年 3 月发行 5 亿元超短期融资券。

有息债务方面,2013~2015 年,公司债务规模快速增长,年均复合增长 38.43%。截至 2015 年底,公司全部债务为 61.79 亿元,同比增长 41.01%,其中短期债务占 84.60%,长期债务占 15.40%。截至 2016 年 3 月底,公司全部债务合计

72.73亿元，较2015年底增长17.69%，其中短期债务占87.67%；长期债务占12.33%。

图6 2013~2016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50.12%、40.88%、14.81%，2015年受资产规模的扩大和增发完成的影响，上述指标分别为49.42%、40.23%、9.39%，均较上年有所下降。截至2016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52.32%和43.14%；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8.56%。

总体看，公司债务规模不断增长但仍处于合理水平；有息债务以短期债务为主，债务结构有待优化。

4. 盈利能力

2013~2015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29.34%。2015年，公司实现营业收入100.54亿元，同比增长42.58%，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。

2013~2015年，公司营业成本复合增长率

为34.94%，增幅高于营业收入，致公司营业利润率呈下降趋势，三年分别为40.79%、40.59%和35.72%。

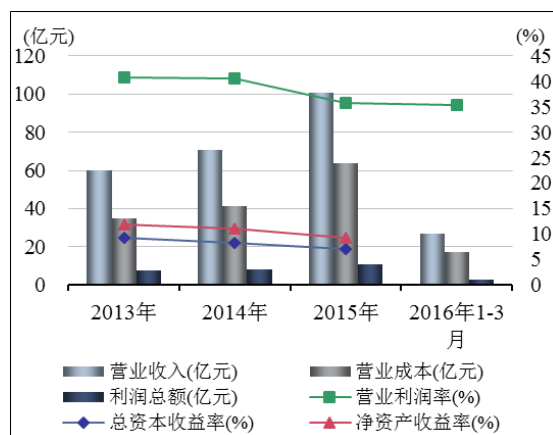
近三年，随着公司业务规模的扩大及人工费用、利息支出等的增加，公司期间费用呈上升趋势，对利润形成一定侵蚀。2013~2015年，公司期间费用占营业收入的比重分别为28.76%、29.37%和26.83%。2015年，公司期间费用合计26.97亿元，同比增长30.22%；其中销售费用16.09亿元，同比增长27.18%，主要由于市场推广费的大幅上升；管理费用8.47亿元，同比增长35.24%，主要由于职工薪酬、研究开发支出和折旧及摊销费用的增长。公司期间费用占营业收入比重符合公司医药制造销售企业的特质。

2013~2015年，公司分别实现投资收益0.17亿元、0.37亿元和1.42亿元，其中2015年投资收益较去年增长1.05亿元主要由于来自权益法核算的长期股权投资收益增加。

公司营业外收入主要来自于政府补助利得，近三年分别为0.46亿元、0.44亿元和1.07亿元，呈波动增长趋势；其中2015年公司营业外收入主要由于来自于政府补助利得（0.62亿元）和固定资产处置利得（0.42亿元）。

随着公司收入规模的增长，以及投资收益和营业外收入的补充，近三年公司利润总额快速增长，分别为7.70亿元、8.21亿元和10.72亿元。

图7 2013~2016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, 2013~2015 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 7.89%和 10.34%, 2015 年为 7.13%和 9.29%。

2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 26.82 亿元, 较上年同期增长 25.68%, 是 2015 年全年的 26.67%。同期, 公司期间费用占营业收入的比重为 26.86%, 与 2015 年基本持平。2016 年 1~3 月公司实现利润总额 2.63 亿元, 营业利润率为 35.38%, 与 2015 年相比变化不大。

总体看, 受益于公司业务规模和合并范围的扩大, 公司收入规模持续增长, 盈利能力有所下滑但仍保持较好水平。

5. 现金流分析

经营活动方面, 随着公司业务规模的扩大, 2013~2015 年公司经营活动现金流入量快速增长, 年均复合增长率为 28.12%。2015 年公司经营活动现金流入量为 110.92 亿元, 同比增长 41.89%; 其中销售商品、提供劳务收到的现金 105.11 亿元, 收到其他与经营活动有关的现金 5.60 亿元, 主要系收到的往来款及政府补贴等。2013~2015 年公司经营活动产生现金流出量年均复合增长 31.24%, 增速高于经营活动现金流入量的增速。2015 年公司经营活动产生的现金流出量为 107.81 亿元, 同比增长 47.39%; 其中购买商品、接受劳务支付的现金 72.35 亿元, 支付其他与经营活动有关的现金 20.09 亿元, 主要系支付的销售费用、管理费用、保证金押金和往来款。同期, 经营活动产生的现金流量净额有所波动, 分别为 4.98 亿元、5.03 亿元、3.11 亿元。2013~2015 年, 公司现金收入比分别为 104.92%、106.76%和 104.55%, 公司经营活动获现状况有所波动。

投资活动方面, 受公司收回投资收到的现金下降的影响, 2013~2015 年公司投资活动产生的现金流入量波动中有所下降, 年均降幅 7.54%。2015 年公司投资活动现金流入量为 0.99 亿元; 其中取得投资收益收到的现金 0.37 亿元、

收到其他与投资活动有关的现金 0.61 亿元。2013~2015 年公司投资活动产生的现金流出量波动增长, 年均增幅 24.23%。由于并购步伐加快和增加了对权益工具的投资, 公司投资活动现金流出量保持较大规模, 使得近三年投资活动产生的现金流量净额均为负值, 分别为-13.69 亿元、-10.56 亿元和-21.93 亿元。

2013~2015 年, 公司筹资活动前现金净额分别为-8.71 亿元、-5.53 亿元、-18.82 亿元。总体看, 公司经营性活动产生的现金净流量不能满足公司投资资金需求。

筹资活动方面, 2013~2015 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 44.94 亿元、40.03 亿元、87.53 亿元, 其中, 2015 年由于非公开发行股票和超短期融资券的发行, 公司筹资活现金流入量较去年大幅增长。公司筹资活动产生的现金流出主要是偿还债务, 2015 年为 61.11 亿元, 其中支付其他与筹资活动有关的现金 14.82 亿元, 主要为支付的承兑汇票保证金 8.81 亿元和中期票据 6.00 亿元。近三年, 公司筹资活动现金净流量分别为 11.23 亿元、7.23 亿元和 26.42 亿元, 公司近年来对外部融资的依赖性有所增强。

2016 年 1~3 月, 公司对医院等优质终端客户的销售快速增长, 按照公司账期管理的规定, 应收账款沉淀增加导致销售回款有所放缓, 公司经营活动产生的现金流量净额仅为 0.40 亿元(上年同期为 2.11 亿元); 投资活动产生的现金流量净额为-11.48 亿元, 其中投资支付的现金系公司支付华泰保险集团股份有限公司股权收购款 7.31 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为 8.34 亿元。同期现金收入比为 101.91%, 较 2015 年有所下滑。

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

6. 偿债能力

短期偿债能力方面, 2013~2015 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 137.89%和 112.31%，2015 年底分别为 131.30%和 107.05%。近三年公司流动负债快速增长，导致经营现金流动负债比持续下降，三年分别为 14.49%、10.93%、4.38%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均继续下降，分别为 113.38%和 92.66%。总体看，公司短期债务偿债能力适宜。

长期偿债能力方面，2013~2015 年，公司 EBITDA 快速增长，三年分别为 10.68 亿元、11.89 亿元、15.76 亿元。受公司近年来有息债务持续增长的影响，公司 2013~2015 年全部债务/EBITDA 持续增长，三年分别为 3.02 倍、3.68 倍和 3.92 倍；EBITDA 利息倍数持续下降，三年分别为 5.69 倍、5.67 倍和 4.19 倍。总体看，公司长期偿债指标有所弱化，但 EBITDA 仍对有息债务具备较强的保障能力。

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额度为 70.41 亿元，尚未使用额度为 27.14 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 2016 年 3 月底，公司对外担保余额 0.75 亿元，系控股子公司三峡制药为宜昌市鼎信小额贷款有限公司提供的连带责任担保，该笔担保将于 2016 年 9 月 3 日到期。目前，被担保方经营状况良好。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G10420111004407907），截至 2016 年 4 月 18 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是湖北省医药行业龙头企业，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，公司将积极布局医疗服务领域，公司发展速度有望加快。

总体看，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司发行本期中期票据的额度为 5 亿元，占 2016 年 3 月底公司长期债务和全部债务的比重分别为 55.75%和 6.87%。本期中期票据的发行将对公司现有的债务规模有一定影响。考虑到公司拟发行 2016 年度第一期中期票据 15 亿元，两期中期票据合计占 2016 年 3 月底公司长期债务和全部债务的比重分别为 222.99%和 27.50%。两期中期票据的发行将对公司现有的债务规模有一定影响。

截至 2016 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分别为 52.32%、43.14%和 8.56%，以公司 2016 年一季度报表财务数据为基础，且考虑到公司拟发行 2016 年度第一期中期票据 15 亿元，预计两期中期票据发行后，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将分别上升至 56.63%、49.17%和 23.21%，公司债务负担将进一步加重。考虑到两期中期票据募集资金将部分用于偿还银行贷款，实际债务水平将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 67.58 亿元、78.18 亿元和 110.92 亿元，分别为本期中期票据的 13.52 倍、15.64 倍和 22.18 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4.98 亿元、5.03 亿元和 3.11 亿元，分别为本期中期票据的 1.00 倍、1.01 倍和 0.62 倍，对本期中期

票据的保障能力较弱。同期，公司 EBITDA/本期中期票据分别为 2.14 倍、2.38 倍和 3.15 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力一般。

公司拟发行 2016 年度第一期中期票据 15 亿元，两期中期票据发行规模合计 20 亿元。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为两期中期票据的 3.38 倍、3.91 倍和 5.55 倍；经营活动产生的现金流量净额分别为两期中期票据的 0.25 倍、0.25 倍和 0.16 倍；公司 EBITDA/两期中期票据分别为 0.53 倍、0.59 倍和 0.79 倍。公司经营活动现金流入量对两期中期票据的保障能力尚可。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性较小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债权分期支付压力。

十、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，在行业前景、技术研发、品牌认知度、细分市场市场占有率和盈利能力等方面具有竞争优势。目前公司整体资产质量较好，债务负担一般，整体盈利能力较强。

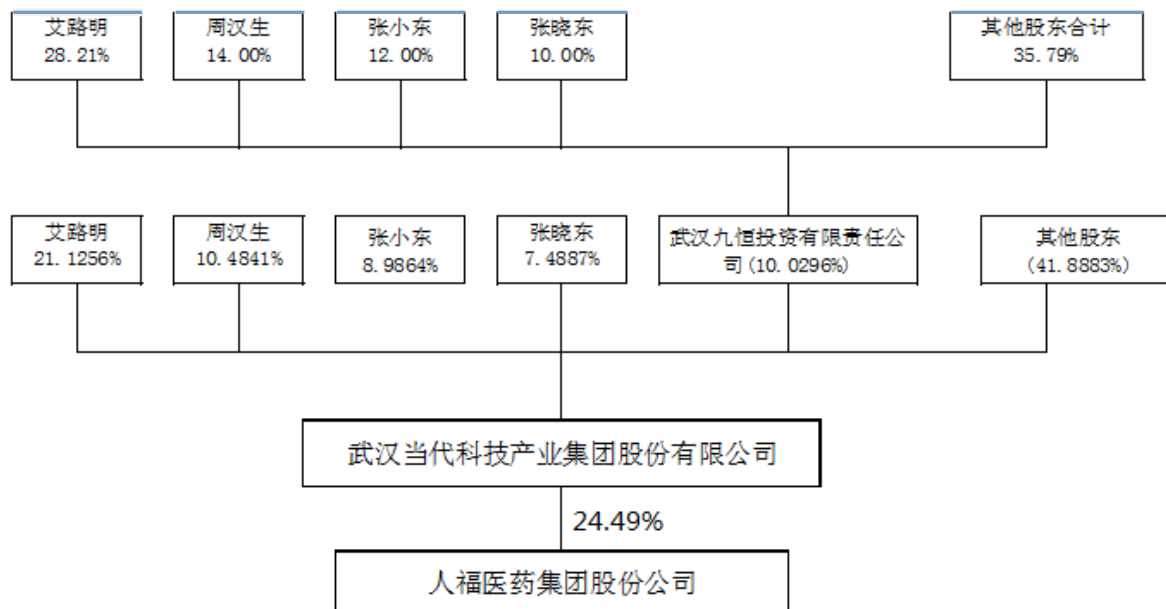
公司坚持“聚焦医药产业，做细分市场领导者”的发展战略，随着处于领导地位的中枢神经用药、生育调节药、维吾尔族药等产品销售规模的提升，生物制品药品竞争力逐步显现，医药商业的规模优势逐步凸显，公司未来收入规模和盈利能力有望进一步提升。

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

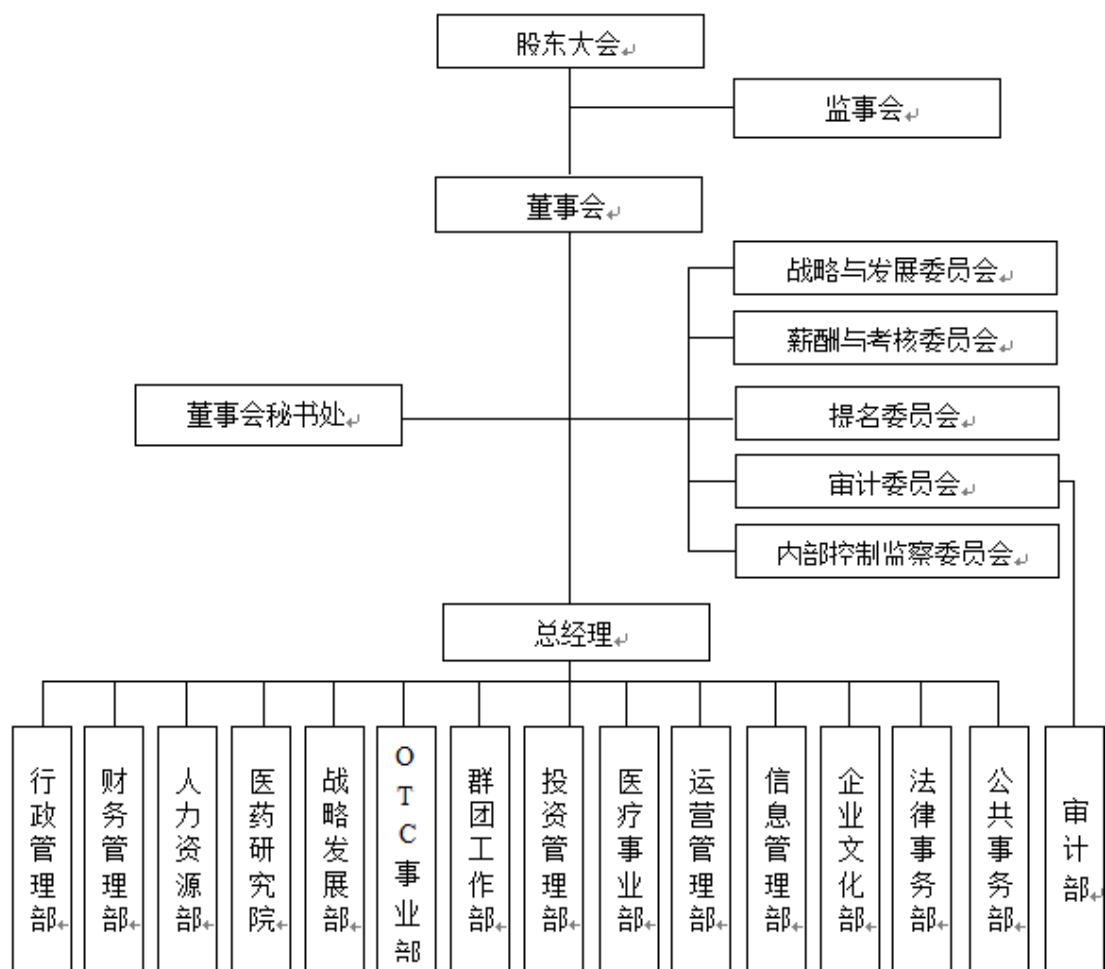
普通债券相关特征接近。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较好。总体看，公司对于本期中期票据具有较强的偿还能力，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 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	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.32	16.50	25.64	25.50
资产总额(亿元)	97.07	121.67	181.52	201.00
所有者权益(亿元)	50.80	57.28	91.82	95.84
短期债务(亿元)	21.67	27.43	52.28	63.76
长期债务(亿元)	10.58	16.39	9.51	8.97
全部债务(亿元)	32.25	43.82	61.79	72.73
营业收入(亿元)	60.10	70.52	100.54	26.82
利润总额(亿元)	7.70	8.21	10.72	2.63
EBITDA(亿元)	10.68	11.89	15.76	--
经营性净现金流(亿元)	4.98	5.03	3.11	0.40
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.25	2.84	2.97	--
存货周转次数(次)	4.22	3.83	4.30	--
总资产周转次数(次)	0.68	0.64	0.66	--
现金收入比(%)	104.92	106.76	104.55	101.91
营业利润率(%)	40.79	40.59	35.72	35.38
总资本收益率(%)	9.27	8.25	7.13	--
净资产收益率(%)	11.85	11.11	9.29	--
长期债务资本化比率(%)	17.23	22.25	9.39	8.56
全部债务资本化比率(%)	38.83	43.35	40.23	43.14
资产负债率(%)	47.66	52.92	49.42	52.32
流动比率(%)	154.48	137.81	131.30	113.38
速动比率(%)	128.02	110.61	107.05	92.66
经营现金流动负债比(%)	14.49	10.93	4.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.69	5.67	4.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.02	3.68	3.92	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	13.52	15.64	22.18	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.00	1.01	0.62	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.14	2.38	3.15	--

注：1. 公司 2016 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. 现金类资产已剔除使用受限部分资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 人福医药集团股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，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，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，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如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。

联合资信评估有限公司
二零一六年十一月十五日

