

跟踪评级公告

联合[2016] 597 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定人福医药集团股份公司主体长期信用等级为AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“14人福MTN001”AA⁺的信用等级。

特此公告。



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)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

人福医药集团股份有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 人福 MTN001	6 亿元	2014/05/14-2016/05/14	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2016 年 5 月 3 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
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
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(%)	11.83	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	--
经营现金流流动负债比(%)	14.49	10.93	4.38	--

注: 1. 现金类资产已剔除受限货币资金; 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. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王叶笛 孔祥一

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)

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生产企业,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。跟踪期内,公司收入规模快速增长,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。

综合考虑,联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14 人福 MTN001”AA⁺的信用等级。

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. 跟踪期内,公司资产、收入和利润规模快速增长。
4. 2015 年,公司完成非公开发行,资本实力大幅提升。
5. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“14 人福 MTN001”保障程度高。

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。

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有限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有限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有限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有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 人福 MTN001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于人福医药集团股份有限公司主体长期信用及“14人福MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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。

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（PIRM）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、行业分析

1. 医药工业

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，2014年，中国医药制造业实现主营业务收入23325.61亿元，同比增长12.94%，利润总额2322.20亿元，同比增长12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。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%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

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。

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，释放了国内的医疗需求，并带动了药品需求的增长。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，2015年上半年，全国药品流通直报企业主营业务收入6581亿元，同比增长12.8%，增幅回落2.1个百分点；实现利润总额108亿元，同比增长11.5%，增幅回落2.4

个百分点；平均毛利率6.4%，同比下降0.6个百分点；平均费用率5%，与上年同期持平；平均利润率1.6%，同比下降0.2个百分点。

总体看，中国医药行业保持增长较快，但近年来增速呈现下滑趋势，预计在经过前期高速增长后行业将逐步进入稳定增长阶段，未来中国医药行业仍将保持良好的发展态势。

五、基础素质分析

1. 产权情况

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. 企业规模与竞争力

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”）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。

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，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。

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。

公司重视研发工作，研发投入持续增长。2015 年，公司研发投入 4.04 亿元，占营业收入的比重为 4.02%。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。跟踪期内，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。

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理人员等方面无重大变化。

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. 经营概况

跟踪期内，公司坚持“聚焦医药产业，做细分市场领导者”的发展战略，“工商互动”初见成效。跟踪期内，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。2015 年，公司实现营业收入 100.54 亿元，同比增长 42.58%；其中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；公司实现其他业务收入 1.90 亿元，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。

医药板块收入方面，按产品分类，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，2015 年，公司整体毛利率较 2014 年下降 4.98 个百分点至 36.35%，仍保持较高水平。跟踪期内，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，2015 年为 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，2015 年较上年下降 7.51 个百分点至 37.62%；化学原料药的盈利能力一般，但近年呈上升趋势，毛利率由 2014 年的 17.91% 上升至 2015 年的 20.42%；生物制剂保持较好的盈利水平，2015 年为 39.19%；中药的毛利率有所下滑但仍是公司盈利能力最强的产品，2015 年为 47.91%；其他医药健康产品 2015 年的毛利率为 31.38%。

表 1 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
医药板块	686846.28	97.40	986417.64	98.11	267117.22	99.61
其中：化学药品制剂	446208.85	63.28	673410.39	66.98	157536.97	58.75
化学原料药	20595.24	2.92	54120.55	5.38	21179.48	7.90

中药	38904.66	5.52	46526.42	4.63	28398.22	10.59
生物制剂	33687.45	4.78	41328.16	4.11	13613.00	5.08
其他医药健康产品	147450.09	20.91	171032.13	17.01	46389.55	17.30
其他业务	18316.52	2.60	18980.20	1.89	1050.78	0.39
合计	705162.80	100.00	1005397.84	100.00	268168.00	100.00

资料来源：公司提供

注：公司特色药板块包括中枢神经用药、生育调节药、维吾尔民族药、生物技术药等特色医药的生产和销售，其他业务来自于广州贝龙公司的热力环保设备销售。

表 2 公司毛利率情况

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

资料来源：公司提供

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。

跟踪期内，公司医药工业和医药商业并举发展，带动公司医药业务收入快速增长。2015 年，公司医药工业和医药商业分别实现收入 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 3 公司医药板块收入构成（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

总体看，公司主营业务突出，随着医药商业的整合及布局，公司收入规模稳定增长，盈利能力虽有所下滑但整体保持较好水平，整体经营状况良好。

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 4 公司主要产品产销量及价格情况

治疗领域	产品名称	销量			售价（单位：元/支、元/盒）		
		2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	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）	4458.52	3822.29	858.55	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）	2217.83	2852.80	815.09	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）	1014.97	1088.86	272.22	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）	721.04	761.35	190.34	43.92	44.59	45.37
中枢神经用药	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	9.06	36.49	9.82	547.68	548.72	548.16
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	568.75	631.88	157.97	17.27	16.90	16.81
生育调节药	黄体酮原料药（kg）	39382.99	39615.35	9903.84	21.33	21.27	20.78
生物制品	人血白蛋白（万瓶）	16.37	27.16	7.79	354.27	355.56	355.39

资料来源：公司提供

(1) 生产经营

① 中枢神经用药

2015 年公司中枢神经用药销售收入为 218766.15 万元，同比增长 9.40%，占营业总收入的比重为 21.76%，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%。

宜昌人福注册资本 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。公司拥有开发区园区、远安园区、生物产业园区三大生产基地。截至 2015 年底，宜昌人福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。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%。

受公司产品结构调整的影响，2015 年，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年来销售价格变化不大，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

2015 年公司生育调节药销售收入为 30172.46 万元，同比下降 8.63%，占营业总收入的比重为 6.97%。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。

跟踪期内，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

2015 年公司维吾尔民族药销售收入为 27990.05 万元，同比增长 15.64%，占营业总收入的比重为 6.47%。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 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；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。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%。

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。2015 年，新疆维药生产的通滞苏润江胶囊产销量分别为 189.48 万盒和 192.90 万盒，与 2014 年基本持平，价格方面保持稳定。

④ 生物技术药

2015 年公司生物技术药销售收入为 41328.16 万元，同比增长 117.80%，占营业总收入的比重为 9.55%。

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 200 吨血浆。中原瑞德已经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%。

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。

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。

跟踪期内，人福普克制剂出口生产基地一期软胶囊工程已生产销售 OTC 非处方药，并已通过 FDA 认证，产能利用率到达 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。

(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。

跟踪期内，公司采购策略无重大变化。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 5 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

跟踪期内，公司销售模式无重大变化。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

覆盖了全国其他地方。

从客户集中度来看，2015 年公司前 5 名销售商销售金额合计占总销售金额合计 25.12 亿元，占总销售额的 24.98%，较上年下降 6.44 个百分点，集中度一般。

表 6 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	142241.8 1	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，跟踪期内公司医药工业收入增长较快，宜昌人福、葛店人福、新疆维药及中原瑞德是公司医药工业收入和利润的主要贡献者。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

2015 年，公司医药商业实现营业收入 59.48 亿元，占医药板块收入的 60.30%，较上年提高 7.32 个百分点。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 100.00%）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。

人福湖北是公司全资控股的一家大型医药商业企业，也是公司医药商业板块的龙头企业和医药商业运营管理平台，注册资金4亿元。近年来，人福湖北与武汉市内的人福诺生、人福康诚、人福益民、人福昕和等共同组成人福医药商业大平台企业，其中人福诺生已成为湖北

省内高端进口药品经营企业。经过快速发展，目前人福湖北上游客户600 余家，经营品种齐全、产品线重点突出，能够满足广大医院客户临床用药需求。人福湖北与湖北省内卫生部直属大型医院及三级甲等医院保持长期友好合作关系，并积极拓展省内二级甲等医院市场，与省内900余家乡镇卫生院、社区医院等基层医疗卫生机构建立了紧密的业务合作关系，公司业务中有80%以上终端客户为医院。目前，人福湖北在宜昌、荆州、襄阳、钟祥、恩施、十堰等地收购或设立控股子公司，已形成以武汉为中心、网络覆盖全省的“1+N”格局，已发展为人福医药旗下一家规模化商业集团公司，并成为武汉及湖北省内有影响力的“医药综合服务商”。目前，人福湖北及下属15家商业公司，基本实现了湖北省内配送网络全覆盖，形成了以药品销售为主，以医疗器械、诊断试剂为辅的经营模式，积累了坚实的产品、网络及客户等核心资源。

截至 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%。

北京医疗（公司持有其 80%股权）是全球诊断行业领导企业罗氏集团全资子公司罗氏诊断产品（上海）有限公司在中国市场最大的产品经销商，该公司致力于北京医疗市场的商业布局，现已与北京地区 50 家三级甲等及以上的重点医院建立合作，经销的主要产品有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。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%。

跟踪期内，公司医药商业销售模式没有重大变化，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。2015 年，公司医

院纯销占医药商业收入比重为 82.00%，仍然是最主要的销售渠道；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。

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. 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、宜昌人福药业口服固体制剂出口生产基地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 7 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

九、募集资金使用情况

公司于 2014 年 5 月发行“14 人福 MTN001”，发行额度 6 亿元，用于偿还银行借款和补充营运资金。截至目前，募集资金已按计划使用完毕。

十、财务分析

1. 财务质量及概况

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. 盈利能力

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。同期，公司营业成本同比增长 54.68%至 64.00 亿元，增幅高于营业收入，致公司营业利

润率较 2014 年下降 4.87 个百分点至 35.72%。

随着公司业务规模的扩大及人工费用、利息支出等的增加，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。得益于营业收入的大幅增长，2015 年公司期间费用占营业收入的比重为 26.83%，较去年下降 2.54 个百分点。

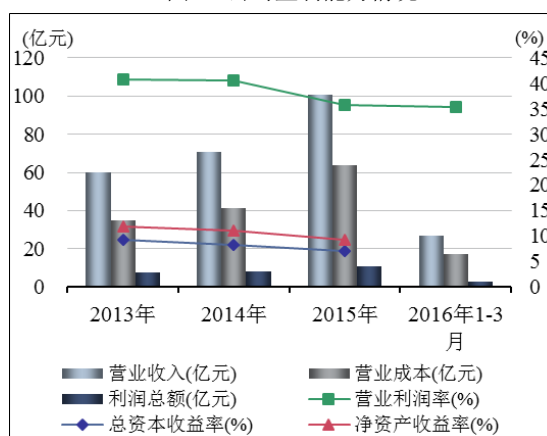
2015 年，公司实现投资收益 1.42 亿元，较去年增长 1.05 亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益。

2015 年，公司实现营业外收入 1.42 亿元，较去年增加 0.63 亿元，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，2015 年公司实现利润总额 10.72 亿元，同比增长 30.49%。

从盈利指标看，2015 年，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 35.72%、7.13%、9.29%，均较上年有所下降，公司盈利能力有所下滑。

图1 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报表

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，跟踪期内公司营业收入规模增长较快，但营业成本的增速高于营业收入，盈利能力有所下滑但仍保持较好水平；同时，公司期间费用对利润形成一定侵蚀，期间费用控制能力有待提高。

3. 现金流及保障

经营活动方面，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。2015 年公司现金收入比为 104.55%，较 2014 年下降 2.21 个百分点，公司现金收入质量有所下降。同期，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。受公司经营活动流出量增长的影响，2015 年公司经营活动现金流量净额为 3.11 亿元，同比下降 38.09%。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入量为 0.99 亿元；同期，由于公司增加了对权益工具的投资及合并和新设子公司，公司投资活动现金流出量达到 22.92 亿元，使得 2015 年公司投资活动产生的现金流量净额为-21.93 亿元。

2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为-18.82 亿元，公司经营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，2015 年，由于非公开发行股票 and 超短期融资券的发行，公司筹资活动现金流入量较去年大幅增长至 87.53 亿元。同期，公司筹资活动现金流量净额为 26.42 亿元。

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，跟踪期内，由于经营活动现金支出的增长，公司经营活动现金流量净额有所下降，同时投资支出规模较大，对外部融资依赖性仍较强。

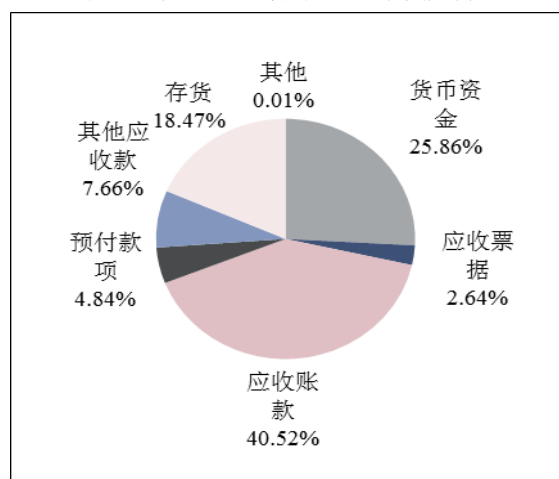
4. 资产及债务结构

跟踪期内，公司资产规模持续扩大。截至 2015 年底，公司合并资产总额 181.52 亿元，同比增长 49.19%，主要来自货币资金、应收账款、固定资产等的增长；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

截至 2015 年底，公司流动资产合计 93.25 亿元，同比增长 47.08%，主要由货币资金（占 25.86%）、应收账款（占 40.52%）和存货（占 18.47%）构成。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

跟踪期内,随着公司收入规模的快速增长和非公开发行事项的完成,公司货币资金随之大幅增加。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。

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 40.79%。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。

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。

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

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。

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较 2014 年底增长 68.88%至 3.31 亿元,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。

2015 年公司产生长期应收款 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。

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¹。

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。

由于部分在建工程完工结转固定资产,截至 2015 年底,公司在建工程同比下降 26.49%至 5.76 亿元。

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。

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 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。

1.65 亿元,因合并建德医药形成商誉 1.93 亿元。

截至 2015 年底,公司其他非流动资产 2.95 医药,同比增 106.04%,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,跟踪期内,伴随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,资产流动性和整体资产质量较好。

所有者权益

跟踪期内,公司所有者权益大幅增长。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。

总体看,由于跟踪期内公司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

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。

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。

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%。

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。

由于合并报表范围发生变化,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。

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)。

截至 2015 年底,公司其他流动负债 15.00 亿元,系公司于 2015 年 10 月发行的 15 亿元超短期融资券。

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。

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%。

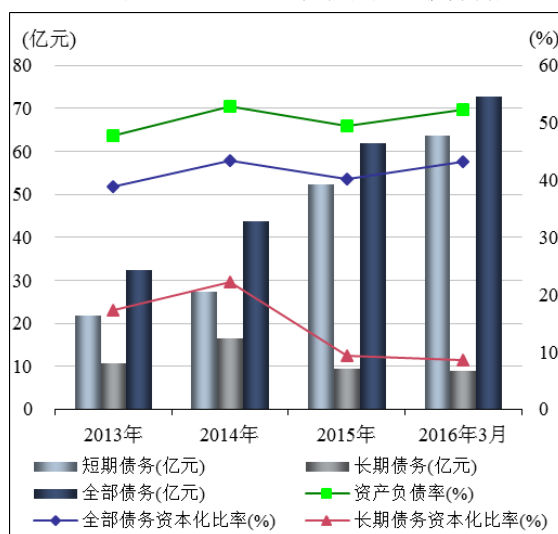
截至 2015 年底,公司应付债券 6.00 亿元,为公司于 14 年发行的 6 亿元中期票据“14 人福 MTN001”。

截至 2015 年底,公司递延收益 3.10 亿元,同比增长 59.70%,主要系收到政府补助资金增加所致。

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

图3 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

有息债务方面,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 74.89%,长期债务占 25.11%,以短期债务为主。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%。

2015 年,受营业收入增长和定向增发影响,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 49.42%、40.23%、14.45%,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,跟踪期内,公司负债规模有所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。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面,受短期债务快速增长影响,截至 2015 年底,公司流动比率和速动比率分别为 131.30%和 107.05%,分别较 2014 年底下降 6.51 个百分点和 3.56 个百分点;同期,公司经营现金流动负债比为 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，公司短期偿债能力适宜。

长期偿债能力方面，2015年公司EBITDA为15.76亿元，同比增长32.55%；EBITDA利息倍数为4.19倍，较2014年有所下降；同期公司全部债务/EBITDA为3.92倍，较2014年有所增长。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。

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2016年4月18日，公司本部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。

7. 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。

十一、本期债券偿还能力

公司于2014年5月发行“14人福MTN001”，发行额度为6亿元。

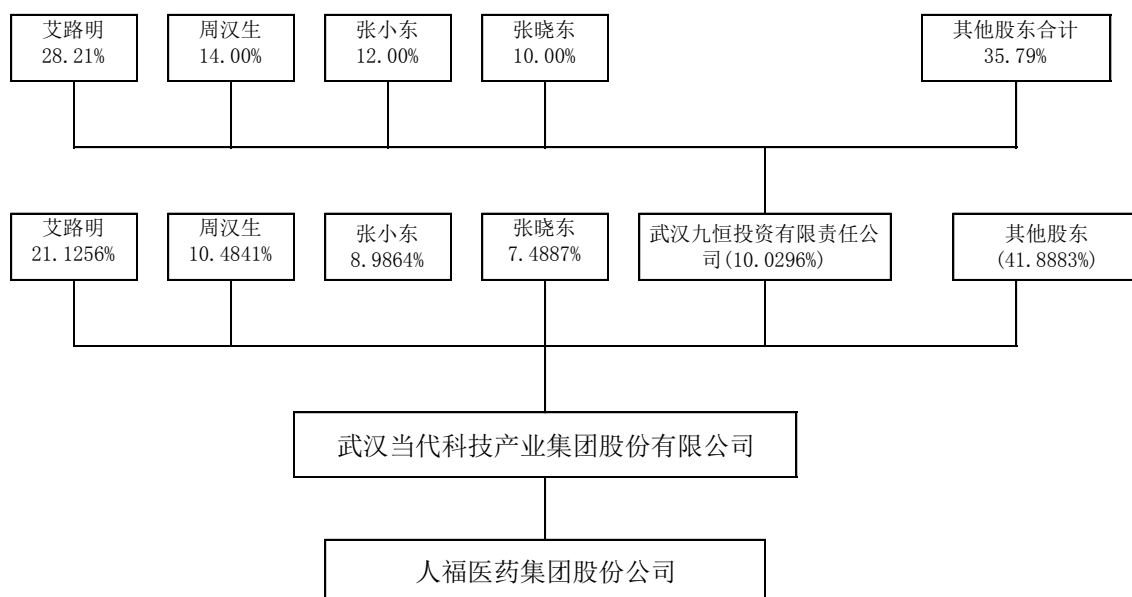
截至2015年底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）25.64亿元，为“14人福MTN001”的4.27倍；截至2016年3月底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）25.50亿元，为“14人福MTN001”的4.25倍。公司现金类资产对“14人福MTN001”的覆盖程度好。

2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“14人福MTN001”的保障倍数分别为2.63倍、18.49倍和0.52倍。公司EBITDA和经营活动现金流入量规模大，对“14人福MTN001”的保障能力强。

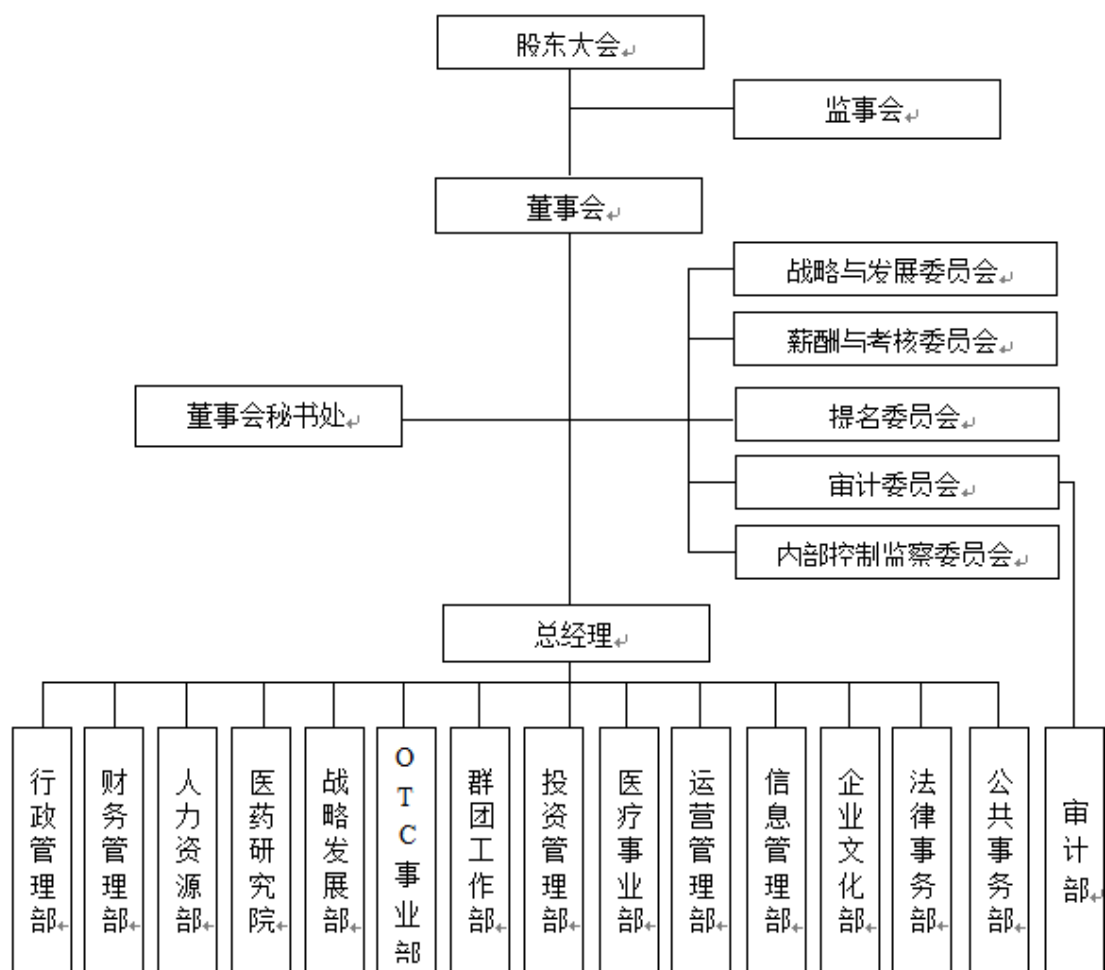
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14人福MTN001”AA⁺的信用等级。

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	--

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

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 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。