跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1599 号

深圳市尚荣医疗股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳市尚荣医疗股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳市尚荣医疗股份有限公司公开发行的“尚荣转债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

深圳市尚荣医疗股份有限公司
可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
尚荣转债	7.50 亿元	5 年	AA	AA	2018 年 4 月 19 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	43.10	41.05	47.90
所有者权益（亿元）	26.73	27.78	28.26
长期债务（亿元）	0.43	0.36	8.10
全部债务（亿元）	2.48	2.10	9.22
营业收入（亿元）	20.06	16.30	3.53
净利润（亿元）	1.89	1.35	0.36
EBITDA（亿元）	2.71	2.01	--
经营性净现金流（亿元）	2.35	0.42	-1.31
营业利润率（%）	22.58	23.77	23.54
净资产收益率（%）	7.81	4.94	--
资产负债率（%）	37.98	32.33	41.00
全部债务资本化比率（%）	8.49	7.03	24.60
流动比率（倍）	1.60	1.66	2.53
EBITDA 全部债务比（倍）	1.09	0.96	--
EBITDA 利息倍数（倍）	22.48	16.55	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.36	0.27	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，深圳市尚荣医疗股份有限公司（以下简称“公司”或“尚荣医疗”）在建设资质、业务模式、产业链协同等方面仍具有一定竞争优势；受国家金融政策变化较大影响，公司收入和利润规模、医院整体建造新签订单及在手订单数量及金额均有所下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司买方信贷业务导致对外担保金额较大、公司应收账款规模较大且账期较长以及在建项目面临较大的资金支出压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司参与 PPP 项目医院的建成及正式运营，公司介入医院供应链管理业务，公司产品结构将进一步丰富，综合竞争实力有望保持稳定。

综上，联合评级维持对公司 AA 的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“尚荣转债”的债项信用评级为 AA。

优势

1．2018 年，公司作为国内医疗工程领域服务商之一，在建设资质、业务模式、产业链协同等方面仍具有一定竞争优势。

2．公司债务水平仍较低，整体债务负担较轻。

关注

1．2018 年，公司收入和利润规模、医院整体建造新签订单及在手订单数量及金额均较上年下降。

2．公司对外担保金额较大，面临着一定代偿风险。

3．公司应收账款规模较大，对运营资金占用显著，且应收账款账期较长，存在一定的回收风险；公司在建工程未来投资金额较大，存在较大的资金支出压力。

分析师

宁立杰
电话：010-85172818
邮箱：ninglj@unitedratings.com.cn

李　彤
电话：010-85172818
邮箱：lit@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

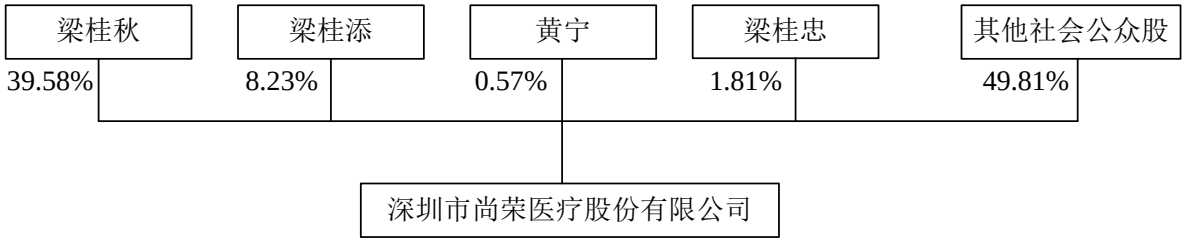
联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳市尚荣医疗股份有限公司（以下简称“公司”或“尚荣医疗”）前身为成立于 1998 年 3 月的深圳市尚荣医疗设备有限公司，由梁桂秋、梁桂添以现金出资方式共同设立，注册资本为 200.00 万元，其中梁桂秋出资 160.00 万元，占注册资本 80%；梁桂添出资 40.00 万元，占注册资本 20%。其后经历增资、更名、改制等多次变更；2002 年 9 月，公司整体变更设立为股份有限公司，注册资本 3,186.50 万元，公司名称变更为现名。

2011 年 2 月，公司于深圳证券交易所上市，首次公开发行 2,050.00 万股，股票简称：尚荣医疗，股票代码：002551.SZ。后经多次股权变更，截至 2018 年底，公司注册资本 70,591.79 万元，公司控股股东和实际控制人为梁桂秋，持股比例为 39.58%（其中质押的股份占其持有股份的 65.42%）。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围及组织结构未发生变更。

截至 2018 年底，公司拥有合并范围内子公司 32 家；公司拥有在职员工 1,779 名。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 41.05 亿元，负债合 13.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）27.78 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 23.21 亿元。2018 年，公司实现营业收入 16.30 亿元，净利润（含少数股东损益）1.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.98 亿元；公司经营活动现金流量净额为 0.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.98 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 47.90 亿元，负债合计 19.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 28.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.63 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.53 亿元，净利润（含少数股东损益）0.36 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.31 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.07 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市龙岗区宝龙工业城宝龙五路二号尚荣科技工业园 1 号厂房 2 楼；法定代表人：梁桂秋。

二、债券概况

经中国证监会证监许可[2018]1843 号文核准，公司于 2019 年 2 月 14 日发行 7.50 亿元可转换公司债券（以下简称“本次债券”），本次债券存续起止日期为 2019 年 2 月 14 日至 2025 年 2 月 14 日，起息日为 2019 年 2 月 14 日，债券票面利率第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。本次债券于 2019 年 3 月 7 日起在深圳证券交易所挂牌上市，债券简称“尚荣转债”，上市代码“128053.SZ”。本次债券转股期的起止日期为 2019 年 8 月 21 日至 2025 年 2 月 14 日，截至报告出具日，公司尚未到债券付息日。

本次债券募集资金主要用于高端医疗耗材产业化项目，截至 2019 年 6 月 11 日，募集资金专用

账户余额 5.60 亿元，已使用部分按照募集资金用途规定使用。

三、行业分析

公司主要业务为医用耗材和医院建设等，而医院建设相关的医疗专业工程属于医疗器械与装修装饰的交叉行业，根据医疗器械相关法律法规，医疗专业工程也隶属于医疗器械行业。

2018 年，中国医疗器械市场销售规模约为 5,304 亿元，比 2017 年的 4,450 亿元增长了 854 亿元，增长率约为 19.19%。与医药市场相比，我国医疗器械市场仍处于发展早期阶段。随着我国医疗行业发展逐渐从治疗向康复、预防阶段过渡，医疗器械开始呈现从医院用医疗器械到家用医疗器械的发展趋势。

行业供需方面，随着经济发展，我国人均可支配收入（城镇居民）从 2006 年的 11,759.50 元增长至 2018 年 39,251.00 元，2018 年较上年增长 7.80%。人均收入增长带来的卫生支出的增加是推进医药行业成长的重要因素，2018 年我国个人卫生支出金额为 16,662.90 亿元，较上年增长 10.11%。同时，人口老龄化也是推动医药行业发展驱动因素，从 2001 年到 2020 年是我国快速老龄化阶段。这一阶段，中国将平均每年增加 596 万老年人口，年均增长速度达到 3.28%，大大超过总人口年均 0.66%的增长速度，人口老龄化进程明显加快。截至 2018 年底，全国医疗卫生机构数达 997,434 个，比上年增加 10,785 个。其中：医院 33,009 个，基层医疗卫生机构 943,639 个，专业公共卫生机构 18,034 个。与上年相比，医院增加 1,953 个，基层医疗卫生机构增加 10,615 个，专业公共卫生机构减少 1,862 个。

行业政策方面，2018 年，国家食品药品监督管理总局先后发布了《关于发布医疗器械临床实验设计指导原则的通告》、《关于发布接受医疗器械境外临床试验数据技术指导原则的通告》、《医疗器械标准规则（2018~2020）》、《关于 2019 年医疗器械行业标准修订计划项目公示》、《医疗器械不良事件监测和再评价管理办法》，旨在提高注册审查质量、鼓励医疗器械研发创新、加强标准实施的监督检查，助推医疗器械的创新发展，强化医疗器械不良事件监督，使得医疗器械行业发展更加规范化、健康化和创新化。

在医院建设方面，由于我国面临医疗资源紧缺、老旧医院规划设计不合理，无法满足医学及医院管理的发展，因此新建、改建、扩建是医院发展的必然趋势，医疗就诊人数增加、医疗产品的升级换代都推动了医疗专业工程的市场需求。但从医疗专业工程市场竞争格局来看，一方面，该市场中从事装饰施工、部件生产等门槛较低的企业较多，竞争相对激烈；另一方面，能够提供从设计到系统运维一体化服务的企业很少。由于我国医院建设及医疗专业工程市场经验相对薄弱，施工质量参差不齐，所以集中度较低。

总体看，2018 年，我国医疗器械行业仍处于快速发展时期，未来市场潜力较大；国家政策的陆续出台有助于规范业内竞争秩序，行业发展前景较好；医院专业工程市场竞争仍相对激烈，行业集中度有待提升。

四、管理分析

2018年，独立董事刘女浈任期届满离任，由欧阳建国继任该职位；监事会主席张燕任期届满离任，由黄雪莹继任该职务；其余公司董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度未发生变更。

总体看，2018年，公司高管及核心技术人员基本保持稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司实现营业收入 16.30 亿元，较上年下降 18.74%，主要系公司部分医院整体建设项目建设资金未能按期到位所致；实现净利润 1.35 亿元，较上年下降 28.79%。

2018 年，公司主营业务收入占营业收入的 98.56%，主营业务仍十分突出。2018 年，受国家金融政策发生较大变化影响，公司部分在建项目建设资金未能按期到位，拖延了项目进度，影响了项目回款和结算，导致公司医建收入整体不达预期。具体来看，2018 年，公司医院设计与建设业务实现收入 3.93 亿元，较上年下降 29.28%；医疗设备及专业工程业务板块实现收入 1.76 亿元，较上年下降 43.94%；医用耗材实现收入 9.66 亿元，较上年下降 7.00%，主要系本期减少了受托加工的耗材类收入，将产能主要用于直接出口方面所致。其余板块占比较小，对收入影响不大。

从毛利率的情况看，2018 年，公司主营业务毛利率 24.27%，较上年上升 0.89 个百分点。具体来看，由于集团内部分包的安排不同引起不同业务板块出现毛利率波动，医院设计与建设业务毛利率为 22.30%，较上年下降 11.94 个百分点；医疗设备及专业工程业务毛利率为 49.89%，较上年上升 18.36 个百分点；医用耗材业务毛利率为 20.14%，较上年上升 5.07 个百分点，主要系较高毛利率的直接出口业务占比增加所致。其余板块占比较小，对主营业务毛利率影响不大。

表 1　2016~2018 年公司主营业务收入、构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目		2016 年			2017 年			2018 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医院整体建设	医院设计与建设	27,032.47	13.89	28.58	55,548.96	27.68	34.24	39,282.49	24.09	22.30
	医疗设备及专业工程	57,704.68	29.65	32.7	31,322.77	15.61	31.53	17,560.28	10.77	49.89
医用耗材		102,345.81	52.59	17.82	103,875.69	51.77	15.07	96,599.56	59.25	20.14
医院运营		5,516.61	2.83	24.35	6,095.38	3.04	18.4	6,347.16	3.89	27.26
其他		519.67	0.27	46.26	914.85	0.46	61.23	909.38	0.56	31.50
合计		**193,119.24**	**99.24**	**24.04**	**197,757.65**	**98.56**	**23.38**	**160,698.88**	**98.56**	**24.27**

资料来源：公司年报

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.53 亿元，较上年同期下降 29.52%，业绩继续承压；实现净利润 0.36 亿元，较上年同期下降 39.40%。

总体看，2018 年，受国家金融政策发生较大变化，公司部分在建项目建设资金未能按期到位影响，公司收入收入规模有较大幅度下降，主营业务毛利率基本保持稳定。

2. 医院整体建设

2018 年，公司医院整体建设业务的经营模式未发生重大变化。

表 2　2016~2018 年公司医院整体建造及专业工程订单获取情况（单位：个、万元）

项目		2016 年	2017 年	2018 年
新签订单数量	医院整体建造	4	5	4
	专业工程	20	26	15
新签订单金额	医院整体建造	114,634.00	215,899.00	43,632.97
	专业工程	16,033.00	16,831.00	5,193.67

资料来源：公司提供
注：1、表中医院整体建造项目订单数量不含 PPP 项目；2、专业工程项目订单数量不含整体建造中专业工程部门的项目数量

从订单获取情况来看，2018 年，公司医院整体建设新签订单数量为 4 个，专业工程新签订单数量为 15 个，较上年分别下降 1 个和 11 个；医院整体建设新签订单金额较上年下降 79.79%，专业工程新签订单金额较上年下降 69.14%，主要系受国家宏观经济政策的影响，医院建设类新签项目出现下滑所致。

截至 2018 年底，公司为综合性公立医院提供买方信贷额度和贷款保证担保，银行放款专项用于经营状况良好、资金紧缺的医院购买尚荣的产品或服务（包括医院建设、医疗工程、设备配套等费用），截至目前公司的买方信贷担保对象经营正常，财务状况良好，均能够按期还款，尚未出现代偿事件。根据《担保法》、《物权法》的相关规定，公立医院系公益非营利性事业单位，故买方信贷事宜未采取反担保措施。截至 2018 年底，公司提供买方信贷业务的合同总额为 12.08 亿元，规模较大，存在一定代偿风险。

总体看，2018 年，公司医院整体建造新签订单数量及金额均较上年大幅下降；公司提供买方信贷业务的合同金额较大，存在一定代偿风险。

（1）原材料采购

原材料采购方面，目前医院整体建设所需主要原材料包括金属材料、建筑装饰材料、空调机组设备、电子元器件等。

公司采购的品种主要由空调医用机组、隔离变压器、大型医疗设备等。采购数量及采购均价波动较大，主要系当年订单不同，医院需求不同所致。具体采购情况如下表所示。

表 3　2016~2018 年公司医院整体建设主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
空调机组	采购量（单位：台）	1,212.00	369.00	143.00
	采购均价（单位：元/台）	9,890.37	7,852.45	33,747.55
	采购金额（单位：万元）	1,198.71	289.76	482.59
隔离变压器	国内采购量（单位：套）	119.00	67.00	41.00
	采购均价（单位：元/套）	29,437.55	30,319.10	21,081.30
	采购金额（单位：万元）	350.31	203.14	86.43
呼叫对讲	国内采购量（单位：套）	5,778.00	3,914.00	590.00
	采购均价（单位：元/套）	539.94	666.05	427.29
	采购金额（单位：万元）	311.98	260.69	25.21
胶地板	国内采购量（单位：平方米）	93,406.62	40,277.62	31,804.05
	采购均价（单位：元/平方米）	90.23	63.95	71.88
	采购金额（单位：万元）	842.81	257.59	228.61
医疗大设备	国内采购量（单位：台）	168.00	100.00	143.00
	采购均价（单位：万元/台）	33.70	91.42	17.88

	采购金额（单位：万元）	5,662.08	9,141.88	2,556.20
钢筋	国内采购量（单位：吨）	--	16,894.18	15,976.74
	采购均价（单位：元/吨）	--	4,187.95	4,456.28
	采购金额（单位：万元）	--	7,075.20	8,774.50
砼（混凝土）	国内采购量（单位：立方米）	--	109,958.21	175,584.50
	采购均价（单位：元/立方米）	--	344.15	430.79
	采购金额（单位：万元）	--	3,784.20	8,089.75

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2018 年，医院整体建造业务前五大供应商集中度为 31.84%，较上年变化不大；专业工程业务前五大供应商集中度 13.99%，较上年下降 50.40 个百分点，主要系本年工程项目较上年减少所致。

表 4　2018 年公司医院整体建造供应商前五大供应商（单位：万元、%）

年份	供应商	采购金额	占比
2018 年	南昌市圆钢实业有限公司	1,979.81	7.55
	金寨县鹏飞金属材料有限公司	1,535.09	5.86
	集合物资贸易有限公司	1,434.49	5.47
	陕西长冠商贸有限公司	2,008.42	7.66
	合肥志钧商贸有限公司	1,388.46	5.30
	合计	**8,346.27**	**31.84**

资料来源：公司提供

表 5　2018 年公司专业工程前五大供应商（单位：万元、%）

年份	供应商	采购金额	占比
2018 年	抚州市康达暖通设备工程有限公司	246.85	3.12
	FORBO SHANGHAI CO.,LTD.	135.31	1.71
	韦氏（苏州）医疗科技有限公司	277.84	3.51
	抚州市康达暖通设备工程有限公司	246.85	3.12
	深圳市泛亚环境工程开发设计股份有限公司	200.00	2.53
	合计	**1,106.85**	**13.99**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司采购主要原材料以市场化竞争较为充分的产品为主，采购价格随市场价格波动而波动，对公司成本控制造成一定压力；公司专业工程采购集中度较上年大幅降低。

（2）工程建设

从在建项目来看，截至 2018 年底，公司在建项目预计总投资 53.23 亿元（含 PPP 项目），已完成投资 12.63 亿元，尚需投资 40.60 亿元，未来资金支出压力较大，公司存在较大融资需求。

表 6　截至 2018 年底公司前 10 大在建项目（单位：万元、%）

序号	项目所在地	工程名称	开工日期	竣工日期	合同金额	已投资额	工程进度
1	秦皇岛	秦皇岛市第二医院投资迁建项目	2017/1/20	2019/12/20	90,000.00	14,804.81	16.45
2	渭南市	渭南市临渭区中医院整体迁建项目	2017/1/1	2019/9/1	65,000.00	10,920.67	16.8
3	澄城县	陕西省澄城县医院整体迁建项目	2016/4/20	2019/4/20	60,000.00	15,911.47	26.52
4	金寨县	金寨县红军医院（金寨县人民医院新区）建设工程项目	2017/4/1	2019/4/1	55,000.00	8,962.96	16.3
5	独山县	独山县人民医院整体迁建项目	2016/12/1	2019/12/1	50,000.00	1,555.57	3.11
6	南丰县	南丰县人民医院整体迁建项目	2017/8/15	2019/8/15	40,000.00	5,878.46	14.7
7	鹤山市	鹤山市人民医院新院区建设项目	2017/6/15	2020/3/31	37,611.19	2,855.91	7.59
8	丹凤县	丹凤县中医医院整体迁建项目	2016/7/1	2019/6/30	36,000.00	8,504.98	23.62
9	渭南市	渭南市第二医院住院综合楼建设项目	2016/5/1	2018/5/31	33,523.92	33,521.27	99.99
10	独山县	独山县中医院整体迁建项目	2016/12/1	2019/12/1	20,000.00	9,942.50	49.71
合计			--	--	**487,135.11**	**112,858.60**	--

资料来源：公司提供

从订单完成情况来看，2018 年，公司完成医院整体建造订单 2 个，完工订单金额 0.63 亿元，同比下降 90.11%；完成专业工程订单 12 个，完工订单金额 0.84 亿元，同比下降 42.33%。截至 2018 年底，公司在手医院整体建造订单 8 个，在手订单金额 37.96 亿元；在手专业工程订单 11 个，在手订单金额 0.96 亿元。

表 7　2016~2018 年公司整体建造及专业工程业务订单情况

项目		2016 年	2017 年	2018 年
完工订单数量（个）	医院整体建造	2	5	2
	专业工程	26	13	12
完工订单金额（万元）	医院整体建造	27,866.00	62,685.00	6,268.76
	专业工程	42,805.00	14,637.00	8,440.67
在手订单数量（个）	医院整体建造	---	15	8
	专业工程	---	8	11
在手订单金额（万元）	医院整体建造	---	442,164.20	379,582.24
	专业工程	---	9,477.46	9,589.87

资料来源：公司提供
注：1、2016 年公司未统计期末在手订单情况；2、期末在手订单金额不含已确认收入的部分；3、表内数据不含 PPP 项目；4、2018 年医院整体建造在手订单数量不包含已签订单但尚未实际执行的项目。

2018年，医院整体建造回款率为84.00%，较上年下降3.00个百分点；医疗专业工程回款率为93.48%，较上年变化不大。

总体看，2018 年，公司医院整体建造及专业工程项目在手订单金额较上年有所下降，但仍可以为未来收入及盈利形成一定的保障；但受医院整体建造项目建设周期较长、竣工验收进度较慢的影响，工程回款周期较长，对公司运营资金形成显著占用，医院整体建造回款率小幅下降；公司在建项目未来投资金额较大，公司存在较大融资压力。

（3）PPP 项目

公司 PPP 模式是以医院整体建设为切入口，帮助地方政府投资、融资建设医院，从而实现对医院的控制，涉入医院经营管理业务，通过药械供应配送、后勤托管、提取管理费等方式获得持续收入。

截至 2018 年底，公司 PPP 项目共 2 个，仍为陕西富平中西医结合医院（以下简称“富平医院”）和秦皇岛市广济医院（以下简称“广济医院”）。其中富平医院投资金额合计 2.10 亿元，截至 2017 年底，该项目已全部投资完毕，进入运营期，该项目预计投资回收期为 9.87 年（含建设期）；广济医院投资金额合计 9.00 亿元，已完成投入 1.48 亿元，尚需投入 7.52 亿元，广济医院建设期 3 年，预计该项目投资回收期为 9.45 年（含建设期）。

总体看，2018 年，公司 PPP 项目较上年未发生变化，广济医院项目存在一定资金压力。

3．医用耗材

公司医用耗材产品主要为医用纳米抗菌抗病毒复合材料、一次性手术包、一次性手术衣及防护服等医用耗材、锁定板钉系列、髓内钉系列、金属接骨板系列、脊柱内固定系列等骨科耗材。

采购量方面，2018 年，公司下属子公司合肥普尔德医疗用品有限公司（以下简称“合肥普尔德”）原材料采购量较上年小幅波动；采购均价方面，除纸箱价格因原材料价格上涨影响较上年增长 13.58%外，其他原材料采购均价较上年变化不大。

表 8　2016~2018 年合肥普尔德原材料采购情况（单位：平方米、只、万元/平方米、元/只、万元）

类别	2016 年			2017 年			2018 年		
	采购数量	采购均价	采购金额	采购数量	采购均价	采购金额	采购数量	采购均价	采购金额
无纺布	8,701,224	18.10	15,749.22	9,475,632	18.30	17,340.41	9,759,900	18.10	17,665.42
木浆布	3,686,760	27.10	9,991.12	3,944,832	26.62	10,501.14	3,787,038	26.11	9,887.96
塑料粒子	3,968,292	19.80	7,857.22	4,609,755	19.75	9,104.27	4,840,242	19.50	9,438.47
擦手纸	722,534	22.12	1,598.25	787,562	22.00	1,732.64	763,935	21.80	1,665.38
双面胶	599,289	19.80	1,186.59	647,831	18.90	1,224.40	654,309	18.60	1,217.01
纸箱	4,292,988	6.50	2,790.44	4,679,356	8.10	3,790.28	4,492,181	9.20	4,132.81
合计	--	--	**39,172.83**	--	--	**43,693.13**	--	--	**44,007.05**

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2018 年，合肥普尔德原材料采购前五名采购金额为 2.92 亿元，占当年合肥普尔德原材料采购金额的比重为 20.11%，较上年小幅下降，集中度尚可。

截至 2018 年底，合肥普尔德仍具备年产手术衣 5,500 万件的产能（含外协加工 3,000 万件产能），铺单和手术包具备 6,000 万件的年产能，工业防护服具备 1,000 万件的年产能。同时合肥普尔德与 10 家外协加工工厂建立了长期的战略合作关系。

表 9　2016~2018 年合肥普尔德产品产销情况（单位：万件、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
手术衣	5,238.90	5,301.77	101.20	5,700.71	5,791.92	101.60	5,810.00	6,001.00	103.29
手术铺单	5,102.69	5,148.61	100.90	5,383.81	5,464.57	101.50	5,412.00	5,499.00	101.61
手术包	361.90	368.05	101.70	361.30	365.64	101.20	391.20	399.50	102.12
工作衣	863.72	864.59	100.10	921.80	940.24	102.00	923.00	944.00	102.28

资料来源：公司提供

产销方面，合肥普尔德公司仍以境外长期客户为主，主要客户包括 MEDLINE INDUSTRIES INC、3M UNITED KINGDOM PLC、365 Healthcare Limited 等。2018 年，除手术包产量较上年增长 8.28%、

销量较上年增长 9.26%之外，其他产品产销量较上年变化不大。

总体看，2018 年，合肥普尔德客户仍以长期客户为主，对公司营业收入形成较为有利的支持。

4. 在建工程

截至 2018 年底，公司主要在建工程账面价值 6.54 亿元，其中主要为江西尚荣工业园和安徽尚荣工业园。公司主要在建项目预计总投资额为 26.70 亿元，累计已投入 7.77 亿元，尚需投资 18.93 亿元，公司未来面临较大资金支出压力。

表 10　截至 2018 年底公司主要在建工程（单位：万元、%）

项目名称	总投资金额	累计已投入金额	资金来源	项目进度
江西尚荣工业园	124,442.69	45,074.21	自有资金、募集资金	36.22
安徽尚荣工业园	127,119.74	24,919.33	自有资金、募集资金	19.60
吉美瑞工业园	6,000.00	4,029.88	自有资金、专项借款	67.16
合肥地区厂房	9,450.10	3,663.94	自有资金	38.77
合计	**267,012.53**	**77,687.36**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司主要在建工程投资金额较大，未来存在较大资金支出需求。

5. 经营关注

（1）行业政策风险

公司主要业务集中在医疗行业，医疗改革相关政策的推行和变化方向对公司业务产生较大的影响。目前，医疗器械类产品的价格由企业根据市场情况自主确定，政府对于产品的定价以及厂商的利润限制并不明显。然而，随着国家医药卫生政策的调整，医患矛盾的显现，国家逐步加强对于医疗器械行业的监管，以保证行业的有序竞争与正常发展。未来可能将出台更严格的价格管控政策，从而对公司医疗器械相关业务的盈利能力产生不利影响。

而医院建设涉及的建筑装饰行业、土木工程建筑业与国家宏观经济周期的变化有较大的相关性，受国家宏观经济以及固定资产投资政策调控的影响较为明显。若未来出现国家经济大幅下滑、社会固定资产投资增速持续下降甚至负增长等情形，将对公司业务发展产生不利影响

（2）买方信贷风险

公司提供买方信贷额度和贷款保证担保，银行放款专项用于经营状况良好、资金紧缺的医院购买公司的产品或服务。若医院资金周转困难和当地财政拨款不及时，将致使医院不能按期偿还银行贷款，从而导致公司承担连带担保责任的风险。

（3）回款周期较长的风险

公司签署的日常经营性合同中项目实施周期较长，在项目实施的过程中，可能存在对方根据项目实施情况，要求变更项目完工时间的风险；由于医疗专业工程业务特点和公司承接医院建设工程较多，导致公司的应收账款偏高，随着公司经营规模不断扩大，应收账款规模进一步扩大；若业主方不能按期回款，公司将会面临一定资金压力。

（4）项目合同不能按期履行的风险

公司签署的日常经营性合同实施周期较长，影响项目进度的因素较多，项目资金是否按时到位、开工条件是否具备、项目管理人员和工程人员是否能够满足该项目的实际需求等都将影响项目合同

的履行，最终可能导致合同存在不能按期履行的风险。

6．未来发展

未来，公司将以医建为主导，构建医疗物流、耗材产销、器械产销、医院投资等四大产业平台，在此基础上借助互联网技术，整合线下医疗资源，适时开展移动医疗服务，力争用十年时间将公司打造成国内大型的综合医疗服务提供商。

业务方面，2019 年，公司在原有传统业务成熟运作的基础上，将着力拓展 BT、EPC 等业务模式，争取实现项目订单增长新突破；继续寻求并购投资机会，实现公司外延式增长；拓展各种融资渠道，为完成 2019 年度业绩提供资金保证；加强营销体系建设，加大市场开发力度；加大产品研发力度，提高产品工程品质等。

总体看，公司结合自身情况制定的上述发展战略符合国家产业政策和行业发展趋势，具有一定的可行性。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 年度财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计出具了标准无保留的审计意见。公司财务报表按照财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）的要求进行编制。2019 年 1~3 月合并财务报表未经审计

从合并范围变化来看，2018 年，公司新设 3 家孙公司；2019 年 1~3 月，公司合并范围未发生变化；截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 32 家。公司合并范围的变动对资产和利润规模影响不大，公司主营业务未发生变化，因此财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 41.05 亿元，负债合 13.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）27.78 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 23.21 亿元。2018 年，公司实现营业收入 16.30 亿元，净利润（含少数股东损益）1.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.98 亿元；公司经营活动现金流量净额为 0.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.98 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 47.90 亿元，负债合计 19.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 28.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.63 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.53 亿元，净利润（含少数股东损益）0.36 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.31 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.07 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 41.05 亿元，较年初下降 4.78%；其中流动资产占比 49.25%，非流动资产占比 50.75%，公司资产结构较为均衡。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 20.21 亿元，较年初下降 16.46%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产以货币资金（占 22.77%）、应收账款（占 53.30%）和存货（占 12.59%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 4.60 亿元，较年初下降 39.74%，主要系支付工程款、设备款、在建工程投入增加所致，主要由银行存款（占比 61.48%）和其他货币资金（占比 38.47%）构成；公司货币资金余额中受限资金 1.77 亿元（占比 38.47%），主要为买方信贷保证金和保函保证金，受限

比例较高。

截至 2018 年底，公司应收账款 10.78 亿元，较年初增长 2.56%。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款（期末余额 13.22 亿元，占比 99.78%）中，一年以内占比 48.33%，1~2 年占比 20.86%，2~3 年占比 15.48%，3 年以上占比 15.33%，公司应收账款账龄较长，面临着一定回收风险。从集中度来看，公司按欠款方归集的期末余额前五名应收账款汇总金额 4.61 亿元，占应收账款期末余额合计数的比例 34.76%，集中度尚可。公司应收账款计提坏账准备 2.47 亿元，计提比例 18.66%，计提较为充分。公司应收账款规模较大，对其运营资金占用显著。

截至 2018 年底，公司存货 2.55 亿元，较年初下降 29.47%，主要系销售收入减少，存货备料减少所致；公司存货主要由原材料（占比 54.38%）、在产品（占比 4.81%）、工程施工（占比 18.50%）和库存商品（占比 21.77%）构成；公司存货计提跌价准备 167.79 万元，计提比例 0.65%。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 20.83 亿元，较年初增长 10.17%，主要系在建工程增加所致；公司非流动资产主要由长期应收款（占比 5.89%）、固定资产（占比 12.85%）、在建工程（占比 31.38%）、无形资产（占比 11.29%）、商誉（占比 7.17%）和其他非流动资产（占比 23.59%）构成。

公司对于信用良好且具有还款能力的客户，根据客户实际情况提供分期收款销售设备和分期收款提供劳务业务。截至 2018 年底，公司长期应收款 1.23 亿元，较年初下降 20.61%，主要系分期收款销售商品及提供的劳务应收的款项未按期收回，将其重分类调整至应收账款所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 2.68 亿元，较年初增长 17.28%，主要系在建工程转入所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物（占比 67.12%）、机器设备（占比 24.13%）、运输设备（占比 3.02%）、电子设备（占比 1.49%）和其他设备（占比 4.24%）构成。公司固定资产累计计提折旧 1.93 亿元，公司固定资产成新率 58.09%，成新率较低。

截至 2018 年底，公司在建工程 6.54 亿元，较年初增长 19.98%，主要为江西尚荣工业园和安徽尚荣工业园建设投入。

截至 2018 年底，公司无形资产 2.35 亿元，较年初减少 0.56%；公司无形资产累计摊销 0.29 亿元，未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司商誉 1.49 亿元，较年初下降 4.49%，公司商誉累计计提减值准备 847.51 万元，计提比例 5.37%，主要为深圳市中泰华翰建筑设计总院有限公司和张家港市锦洲医械制造有限公司的商誉减值，如被收购单位业绩未达预期，公司商誉将面临进一步减值风险。2018 年，锦洲医械未完成业绩承诺，其收购所形成的商誉存在减值的迹象。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 4.91 亿元，较年初增长 7.57%，主要系公司秦皇岛市广济医院 PPP 项目投资增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 3.93 亿元，占资产比例为 9.56%，受限比例较低。

表 11　截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	受限原因	受限金额	占总资产比例
货币资金	买方信贷、保函保证金	17,708.73	4.31
固定资产	借款抵押	3,877.35	0.94
在建工程	借款抵押	4,029.88	0.98
无形资产	借款抵押	4,635.93	1.13
长期股权投资	股权质押	9,000.00	2.19
合计	--	**39,251.89**	**9.56**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 47.90 亿元，较年初增长 16.69%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占比 57.13%，非流动资产占比 42.87%，流动资产占比较年初上升 7.88 个百分点，主要系发行“尚荣转债”收到募集资金所致。

总体看，2018 年底，公司资产较为均衡，货币资金较为充裕；应收账款占比较大，对公司资金存在显著占用，存在一定资金周转压力；公司整体资产受限比例较低，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债总额 13.27 亿元，较年初下降 18.95%，主要系流动负债减少所致。从结构来看，公司流动负债占比 91.65%，非流动负债占比 8.35%，以流动负债为主。

（1）流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债 12.16 亿元，较年初下降 19.35%，主要系应付账款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 11.09%）、应付账款（占比 55.43%）、应交税费（占比 10.65%）、预收账款（占比 6.31%）和其他应付款（占比 11.40%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 1.35 亿元，较年初增长 10.11%，主要系资金需求增加所致。公司短期借款以抵押借款（占比 52.28%）和保证+质押借款（占比 47.72%）为主。

截至 2018 年底，公司应付账款 6.74 亿元，较年初下降 21.83%，主要系应付分包工程款减少所致，主要为应付材料款（占比 33.88%）和应付分包工程款（占比 58.85%）。

截至 2018 年底，公司应交税费 1.29 亿元，较年初下降 13.88%，主要系收入减少相应企业所得税等减少所致。

截至 2018 年底，公司预收款项 0.77 亿元，较上年增长 7.04%，主要系收到在建项目预收款增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 1.39 亿元，较年初下降 18.81%，主要系应付张家港市锦洲医械制造有限公司股权转让款及限制性股票回款应付款减少所致。公司其他应付款主要为押金及保证金（占比 16.91%）、单位往来款及其他（占比 83.09%）。

（2）非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债 1.11 亿元，较年初下降 14.28%，主要系偿还长期借款和递延收益减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 32.14%）和递延收益（占比 66.07%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 0.36 亿元，较年初下降 17.05%，主要系偿还银行借款所致。公司长期借款主要为质押借款和抵押借款。公司长期借款金额较小，偿付压力较小。

截至 2018 年底，公司递延收益 0.73 亿元，较年初下降 9.21%，主要系相关政府补助减少所致。

从全部债务来看，截至 2018 年底，公司全部债务规模 2.10 亿元，较年初下降 15.33%，主要系短期债务减少所致；其中短期债务 1.74 亿元（占比 83.03%），长期债务 0.36 亿元（占比 16.97%），以短期债务为主，债务结构有待改善。截至 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 32.33%、7.03%和 1.27%，较上年分别下降了 5.65 个百分点、1.46 个百分点、和 0.31 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 19.64 亿元，较年初增长 47.97%，主要系发行“尚荣转债”使得非流动负债大幅增长所致；负债结构较年初变动较大，流动负债占比 55.00%，非流动负债占比 45.00%；截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 9.22 亿元，较年初大幅增长 339.17%，以长期债务为主；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年初均增长，分别为 41.00%、24.60%和

22.28%，债务负担有所加重。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所下降，以流动负债为主；公司债务负担较轻，以短期债务为主；2019 年 3 月底，公司发行“尚荣转债”，非流动负债大幅增加，公司债务负担有所加重。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 27.78 亿元，较年初增长 3.91%。其中，归属于母公司所有者权益合计 23.21 亿元，由股本（占比 30.42%）、资本公积（占比 38.92%）、和未分配利润（占比 28.84%）构成，公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计为 28.26 亿元，较年初增长 1.74%，所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益小幅增长，所有者权益中股本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较好。

4．盈利能力

受国家金融政策发生较大变化影响，公司部分在建项目建设资金未能按期到位影响，2018 年公司实现营业收入 16.30 亿元，较上年下降 18.74%，营业成本 12.28 亿元，较上年下降 19.90%；受此影响，公司实现净利润 1.35 亿元，较上年下降 28.79%；其中，归属于母公司所有者净利润 0.98 亿元，较上年下降 44.22%。

期间费用方面，2018 年公司期间费用（包含研发费用 0.46 亿元）1.55 元，较上年下降 13.52%，主要系管理费用下降所致。其中，销售费用 0.67 亿元，较上年下降 3.99%；管理费用 0.88 亿元，较上年下降 14.58%，主要系咨询代理费、股份支付摊销费用等减少所致；财务费用 32.28 万元，较上年下降 95.26%，主要系利息支出减少所致。2018 年，公司费用收入比为 9.51%，较上年小幅提升，费用控制能力尚可。

从利润构成来看，2018 年，公司其他收益 0.18 亿元，主要是政府补助；公司其他收益占营业利润的比重为 14.62%，其他收益对营业利润有一定贡献。

从盈利指标来看，2018 年，公司净利润下降，净资产收益率较上年下降 2.87 个百分点至 4.94%；公司总资本收益率和总资产报酬率较上年分别下降 2.37 个百分点和 1.76 个百分点至 4.95%和 3.91%。整体看，公司盈利能力较上年有所下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.53 亿元，较上年同期下降 29.52%，主要系部分项目建设资金未如期到位，导致项目建设进度未达预期所致；实现净利润 0.36 亿元，较上年同期下降 39.40%。

总体看，2018 年，公司营业收入有所下降，费用控制能力尚可，公司盈利能力有所下降。

5．现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入 18.53 亿元，较上年下降 18.02%，主要系受国家金融资策发生较大变化影响，公司部分在建项目建设资金未能按期到位影响，2018 年公司营业收入出现下降所致；经营现金流出 18.10 亿元，较上年下降 10.56%；受上述因素影响，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.42 亿元，较上年下降 82.07%。2018 年，公司现金收入比由 2017 年 107.60%下降至 106.17%。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 3.28 亿元，较上年下降 59.44%，主要系 2017 年收回理财投资较多所致；投资活动现金流出 5.56 亿元，较上年下降 46.01%，主要系投资支付的现金减少所致；受上述因素影响，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.28 亿元，保持净流

出。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 9.64 亿元，较上年下降 36.76%，主要系 2017 年非公开发行股票收到现金较多同时 2018 年取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出 10.76 亿元，较上年下降 18.07%，主要系偿还债务规模下降所致；受以上因素影响，2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净流出 1.11 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为-1.31 亿元；投资活动现金流净额为-1.14 亿元；筹资活动现金流净额为 7.52 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流量净额同比减少，不能满足公司投资活动需求，公司对外融资需求较大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.66 倍和 1.45 倍，均较年初小幅上升；公司现金短期债务比由年初的 3.73 倍下降至 2.65 倍，现金类资产对短期债务覆盖能力有所下降，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 由 2017 年的 2.71 亿元下降至 2.01 亿元，主要系利润总额下降所致；公司 EBITDA 由折旧（占比 13.56%）、摊销（占比 4.62%）、计入财务费用的利息支出（占比 5.70%）和利润总额（占比 76.12%）构成；EBITDA 利息倍数由 2017 年的 22.48 倍下降至 16.55 倍；EBITDA 全部债务比由 2017 年的 1.09 倍下降至 0.96 倍，EBITDA 对公司全部债务的保障能力一般，整体看，公司长期偿债能力仍较强。

截至 2018 年底，公司对外担保事项主要为买方信贷业务对公司客户中二级以上公立医院形成的连带责任担保，余额为 5.82 亿元，占净资产比例 14.19%。考虑到担保对象主要为二级以上公立医院，且经营状况良好，目前均能按期偿还贷款，公司代偿风险可控。

截至 2018 年底，公司有九笔涉案金额合计 9,172.31 万元的诉讼。公司作为第三人涉入建设工程合同纠纷案，目前案件正在审理过程中。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1044030700505630U），截至 2019 年 5 月 20 日，公司存续信贷不存在关注类和不良或违约类信息。2011 年 7 月，公司发生一笔 756.30 元的欠息，系 2009 年，公司为呼和浩特第一医院提供项目贷款担保，呼和浩特第一医院还款时账面金额不足。公司承担担保责任时未在当月结清，导致信用报告留下欠息记录。公司次月垫付该笔款项，截至 2017 年底，公司与呼和浩特第一医院的相关往来金额已结清。

截至 2018 年底，公司及各子公司共获得银行贷款及承兑授信总额度 12.90 亿元，未使用额度为 5.49 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

总体看，2018 年，公司整体偿债能力仍很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 9.69 亿元，约为“尚荣转债”本金（7.50 亿元）的 1.29 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产 28.26 亿元，约为债券本金（7.50 亿元）的 3.77 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“尚荣转债”本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 2.01 亿元，约为债券本金（7.50 亿元）的 0.27 倍，

公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 18.53 亿元，约为债券本金（7.50 亿元）的 2.47 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

“尚荣转债”尚未进入转股期，公司为本次发行可转换公司债而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款有利于促进债券持有人实施转股。考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，转股将有利于降低公司投资项目的资金压力，公司偿付债券的能力将进一步增强。

综合以上分析，考虑到公司在行业地位、经营规模等方面具有的综合优势，公司对本次“尚荣转债”的偿还能力很强。

八、综合评价

2018 年，公司在建设资质、业务模式、产业链协同等方面仍具有一定竞争优势；受国家金融政策变化较大影响，公司收入和利润规模、医院整体建造新签订单及在手订单数量及金额均有所下降。同时，联合评级也关注到公司买方信贷业务导致对外担保金额较大、公司应收账款规模较大且账期较长以及在建项目面临较大的资金支出压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司参与 PPP 项目医院的建成及正式运营，公司介入医院供应链管理业务，公司产品结构将进一步丰富，公司综合竞争实力有望保持稳定。

综上，联合评级维持对公司 AA 的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“尚荣转债”的债项信用评级为 AA。

附件 1　深圳市尚荣医疗股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	43.10	41.05	47.90
所有者权益（亿元）	26.73	27.78	28.26
短期债务（亿元）	2.05	1.74	1.12
长期债务（亿元）	0.43	0.36	8.10
全部债务（亿元）	2.48	2.10	9.22
营业收入（亿元）	20.06	16.30	3.53
净利润（亿元）	1.89	1.35	0.36
EBITDA（亿元）	2.71	2.01	0.00
经营性净现金流（亿元）	2.35	0.42	-1.31
应收账款周转次数（次）	1.52	1.28	--
存货周转次数（次）	4.44	3.97	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.39	0.08
现金收入比率（%）	107.60	106.17	80.46
总资本收益率（%）	7.32	4.95	--
总资产报酬率（%）	5.67	3.91	--
净资产收益率（%）	7.81	4.94	--
营业利润率（%）	22.58	23.77	23.54
费用收入比（%）	8.94	9.51	13.66
资产负债率（%）	37.98	32.33	41.00
全部债务资本化比率（%）	8.49	7.03	24.60
长期债务资本化比率（%）	1.58	1.27	22.28
EBITDA 利息倍数（倍）	22.48	16.55	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.09	0.96	--
流动比率（倍）	1.60	1.66	2.53
速动比率（倍）	1.37	1.45	2.29
现金短期债务比（倍）	3.73	2.65	8.64
经营现金流动负债比率（%）	15.61	3.47	-12.09
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.36	0.27	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、其他流动负债已调整至短期债务指标核算。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期底总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期底所有者权益+期底全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。