

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 533 号

北京纳通科技集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京纳通科技集团有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

北京纳通科技集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京纳通科技集团有限公司发行的“15 纳通 01”、“15 纳通 02”和“16 纳通 01”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六月 十七日



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>

北京纳通科技集团有限公司

公司债券2016年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 纳通 01	4 亿元	2 年	AA	AA	2015.12.29
15 纳通 02	2 亿元	3 年	AA	AA	2015.12.29
16 纳通 01	2 亿元	3 年	AA	AA	2016.2.25

跟踪评级时间：2016 年 6 月 7 日

财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	44.15	53.85	60.01
所有者权益(亿元)	24.47	31.95	33.31
长期债务(亿元)	0.62	3.04	10.50
全部债务(亿元)	13.03	16.73	22.11
营业收入(亿元)	31.09	38.63	9.26
净利润(亿元)	5.35	6.98	1.36
EBITDA(亿元)	7.90	10.70	--
经营性净现金流(亿元)	5.50	6.44	-2.71
营业利润率(%)	35.76	35.36	34.82
净资产收益率(%)	24.56	24.74	--
资产负债率(%)	44.58	40.68	44.49
全部债务资本化比率(%)	34.75	34.37	39.89
流动比率	1.71	1.78	2.47
EBITDA 全部债务比	0.61	0.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.39	10.26	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.99	1.34	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总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；3、长期应付款已计入长期债务和全部债务计算；4、公司提供的 2016 一季度财务数据未经审计；5、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

北京纳通科技集团有限公司(以下简称“公司”或“纳通科技”)作为国内大型的骨科植入物生产和销售企业,2015 年凭借其在产品种类、销售渠道和研发能力等方面的显著优势,整体经营状况较稳定;代理品牌市场认可度不断提升、自主品牌产品产量和销量均有所增加,营业收入稳定增长,未来可持续发展能力强;公司与国药集团合作经营国药集团子公司中国科学器材有限责任公司,有利于进一步扩大公司医疗器械经营渠道;公司负债规模较低,整体债务水平适中。同时,联合评级有限公司(以下简称“联合评级”)关注到公司主营业务收入对少数国际品牌依赖程度较高、国内产品对国际品牌产品的竞争和替代逐步体现等不利因素对公司信用水平可能带来的负面影响。

综上,联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”,评级展望维持“稳定”,同时维持“15 纳通 01”、“15 纳通 02”和“16 纳通 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2015 年公司所属医疗器械行业整体增速高于国民经济增速,人口老龄化及医疗支出的增加,为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 得益于公司代理 Link 产品、美国强生产品和自有产品销售情况良好,2015 年公司主营业务收入大幅增长,公司营业收入规模进一步扩大。

3. 2015 年公司与国药集团合作经营国药集团子公司中国科学器材公司,有利于公司扩大全国医疗器械经营渠道,为公司销售奠定一定的规模优势。

关注

1. 国内品牌的骨科植入物研发和生产逐步成熟,同时由于成本上升和竞争环境提升,公

司2015年整体毛利率有所下降，医疗器械行业更为激烈的竞争环境可能对公司业绩产生一定影响。

2. 公司 2015 年底固定资产受限比例较高，资产流动性有待提升。

3. 截至2015年末，公司进口产品集中于少数国际品牌，若公司与现有国际厂商的合作关系出现变化，可能对公司的收入和利润造成较大负面影响，需持续关注公司拓展新产品的进展情况。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张 爽

电话：010-85172818

邮箱：zhangs@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。

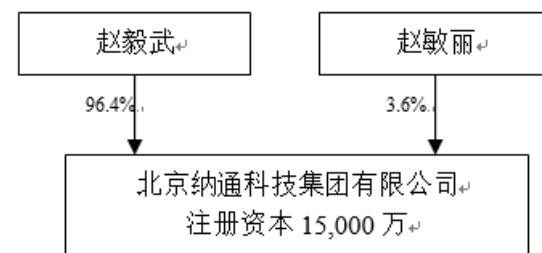
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京纳通科技集团有限公司（以下简称“公司”或“纳通科技”）是由自然人赵毅武、赵敏丽共同出资组建，于 2003 年 11 月在北京市工商行政管理局注册登记成立，注册资本 15,000.00 万元。自然人赵毅武出资占 96.40%，赵敏丽出资占 3.60%，公司实际控制人为赵毅武。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 15,000.00 万元，股权结构如下图所示。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：（1）许可经营项目：销售医疗器械Ⅱ、Ⅲ类（以《医疗器械经营许可证》核定的为准，医疗器械经营企业许可证有效期至 2017 年 06 月 25 日）；（2）一般经营项目：技术推广、技术开发；项目投资；资产管理；投资咨询、经济贸易咨询；货物进出口、技术进出口、代理进出口。

2015 年公司组织结构未发生重大变化。截至 2015 年底，公司根据经营需要设立了总裁办、财务中心、产品部、计划管理部、注册办、研究院等 12 个职能部门，纳入合并范围二级子公司 12 家，公司拥有在职员工 2,805 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 53.85 亿元，负债合计 21.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.15 亿元。2015 年公司实现营业收入 38.63 亿元，净利润（含少数股东损益）6.98 亿元，其中归属母公司所有者净利润 5.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.44 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.15 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 60.01 亿元，负债合计 26.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）33.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益 24.11 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.26 亿元，净利润（含少数股东损益）1.36 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.71 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.15 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区德胜门西大街 15 号 8 号楼 2-1201 室；法定代表人：赵毅武。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司面向合格投资者公开发行不超过人民币 8 亿元公司债券获得中国证监会证监许可[2015]2582 号文核准。公司分别于 2016 年 1 月 4 日、2016 年 1 月 4 日和 2016 年 3 月 2 日发行三期公司债券，具体情况见下表所示。其中，“15 纳通 01”（证券代码：136059）发行总额为人民币 4 亿元，债券期限 2 年期，发行票面利率为 5.00%；“15 纳通 02”（证券代码：136060）发行总额为人民币 2 亿元，债券期限为 3 年期，发行票面利率为 5.43%；“16 纳通 01”（证券代码：136237）发行总额为人民币 2 亿元，债券期限为 3 年期，发行票面利率为 5.28%。债券采用单利按年计息，

不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

表 1 公司债券发行情况（单位：亿元、年、%）

名称	证券代码	金额	期限	票面利率
15 纳通 01	136059	4	2	5.00
15 纳通 02	136060	2	3	5.43
16 纳通 01	136237	2	3	5.28

资料来源：公司年报

本次债券募集资金总额 8 亿元，“15 纳通 01”和“15 纳通 02”两期债券募集资金扣除发行费用后的约 1 亿元用于偿还贷款，约 5 亿元用于补充流动资金；“16 纳通 01”债券募集 2 亿资金尚未使用，符合募集说明书中披露的募集资金使用计划。截至 2016 年 3 月底，“15 纳通 01”、“15 纳通 02”和“16 纳通 01”尚未到利息支付日。

三、行业分析

医疗器械是指单独或者组合使用于人体的仪器、设备、器具、材料或者其他物品，包括所需要的软件。医疗器械行业是一个多学科交叉、知识密集、资金密集型的高技术产业，进入门槛较高。医疗器械行业上游是原料相关行业，包括医用材料、化工、钢铁、有色金属、互联网等；下游是医药流通、医疗卫生事业、保险业、服务业等。

2015 年，全球骨科市场规模约 470 亿美元，美国占 60%，中国约占 5%。从行业增速看，中国骨科医疗器械行业的发展速度较高。据咨询公司 Frost&Sullivan 预测，中国在全球骨科植入器械市场的地位由 2005 年的第八大市场跃升为 2010 年的第三大市场，2017 年中国骨科植入器械市场规模将超过 200 亿元，2013~2017 年复合增长率达 18.1%。

中国医疗器械产业呈现“数量多、集中度低、产品低端且重合”等特点。从数量看，截至 2015 年底，全国共有医疗器械生产企业 17,211 家，其中 I 类生产企业 5,080 家、II 类生产企业 9,517 家、III 类生产企业 2,614 家；从产品上看，2015 年以中低端低附加值产品为主的一类、二类医疗器械产品注册及再注册总量为 6,945 个，以高端、高附加值产品为主的三类医疗器械注册及再注册总量为 2,451 个，占 I 类、II 类、III 类合计的 26.09%。

从产品附加值上看，国内中高端医疗器械主要依靠进口，低端产品竞争激烈，伴随我国鼓励医疗器械自主创新相关战略的实施，预计国产高端产品的份额将有望提升。

表 2 2007~2015 年中国医疗器械生产经营企业数量变化（单位：个）

年份	生产企业				经营企业
	I 类	II 类	III 类	总数	
2007	3,245	7,233	2,123	12,601	160,952
2008	3,368	7,533	2,240	13,141	157,364
2009	3,696	7,869	2,311	13,876	155,765
2010	4,015	7,906	2,416	14,337	165,203
2011	4,051	8,174	2,405	14,630	168,596
2012	4,095	8,247	2,586	14,928	177,788
2013	4,218	8,804	2,676	15,698	183,809
2014	3,966	9,355	2,848	16,169	189,833
2015	5,080	9,517	2,614	17,211	186,269

资料来源：《2015 年中国医疗器械行业发展蓝皮书》，联合评级整理。

在骨科医疗器械子行业上，目前国内骨科医疗器械产品基本上覆盖各类型的骨外科疾病，在关节重建器械、创伤、固定骨科医疗器械及脊柱固定器械等领域发展迅速。目前，国内骨科医疗器械行业的生产厂家较多，市场集中度不高，尚未形成明显的垄断格局。骨科医疗器械作为医疗器械行业的一个重要子行业，其行业产品主要用于治疗人体骨科相关疾病。从骨科三大领域上看，目前，关节、脊柱领域仍外资品牌占据主导地位，创伤领域内资品牌市场占有率较高。2015 年，关节领域内资品牌占比 45%；脊柱领域内资品牌占比 20%；创伤领域内资品牌市场占有率较高为 80%。

行业政策

在我国，医疗器械行业是国家大力支持的行业。《医疗器械科技产业“十三五”专项规划》（2015 年）提出，“国家将推动医疗信息化平台建设，包括远程医疗信息系统、区域医疗信息平台 and 医院智能化管理系统平台；初步建立医疗器械研发创新链，医疗器械产业技术创新能力显著提升；突破一批共性关键技术和核心部件，重点开发数字化诊疗设备、组织修复与可再生材料、分子诊断仪器及试剂、人工器官与生命支持设备、健康检测装备五大医疗器械发展、增强国产厂商创新能力，加速高端医疗器械国产化，促进企业转型升级；进一步完善科技创新和产业发展的政策环境，培育一批创新品牌，大幅提高产业竞争力，医疗器械科技产业发展实现快速跨越”。《医药工业“十三五”发展规划》（2015 年）提出“加强医疗器械标准体系建设，实施国家医疗器械标准提高行动计划，重点提高基础性和通用性标准，积极参与“一带一路”建设，与丝绸之路经济带、21 世纪海上丝绸之路沿线国家开展医疗器械交流与合作。”

2015 年 5 月，国家卫计委公布了两批优秀国产医疗设备产品遴选结果，包括符合基层需要的台式 B 超、X 线机和全自动生化分析仪 3 种产品；以磁共振（MRI）设备、计算机断层扫描（CT）设备、全自动血细胞分析仪等 7 种产品。推进国产医疗设备发展和应用，工信部与国家卫生计生委签署了共同推进国产医疗设备发展应用合作协议。

2015 年 8 月，国务院印发的《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，促进医疗器械创新发展，使产品安全性、有效性、质量可控性与国际标准进一步接轨，提高药械审评审批质量的重大举措，国家食品药品监管总局高度重视，成立药品医疗器械审评审批制度改革领导小组，全力推进各项改革，并取得了初步进展。

行业发展

目前，全国基层医疗卫生机构的医疗器械和设备中，有 15%左右是 20 世纪 70 年代前后的产品，有 60%是上世纪 80 年代中期以前的产品，它们更新换代的过程又是一个需求释放的过程，将会保证未来 10 年甚至更长一段时间中国医疗器械市场的快速增长。

未来维持中国医疗器械市场较高发展速度的驱动因素包括：（1）经济发展带来人均收入的提高，从而推动消费能力、健康意识提升，进而转化为不断增加的医疗费用支出；（2）医疗器械发展和医药产业发展的不匹配（医药和医疗器械的消费比例，全球约为 1:0.7，欧美日等发达国家已达到 1:1.02，我国约为 1:0.19），在未来需要进行资源配置的再平衡，将为行业发展注入充足动力；（3）国家政策对医疗器械的大力支持；（4）我国幅员辽阔，不同地区经济发展水平，医疗器械普及技术水平差异巨大，经济较好地区的升级换代需求以及欠发达地区的医疗普及需求等相互交织，从而推进中国医疗器械行业维持较高的复合增长率。

总体看，目前我国医疗器械行业处于快速发展时期，近年来市场规模扩展速度很快。随着人口老龄化进一步加剧、居民人均可支配收入的增加以及健康意识的提升，将进一步推动医疗器械行业的发展。国家政策的陆续出台有助于加快高端产品国产化的进程，规范业内竞争次序，未来

整个行业发展前景较好。

四、基础素质分析

完善的销售渠道，较高的国内市场份额

公司拥有国内完善的销售渠道，截至 2015 年底，公司在全国设有 60 家办事处，直销网络覆盖国内 1,000 余家大中型医院，分销网络体系覆盖全国 3,000 余家医院。公司的人工关节进口产品、脊柱内固定进口产品市场份额占国内市场均接近 30%。在国产骨科内植入物产品方面，旗下的天津正天医疗器械有限公司是一家专业研发、生产骨科内植入物的公司，以创伤产品为主，产品线涵盖脊柱内固定和人工关节全系列产品，市场份额在国内位居前 3 名。公司所代理和自行生产的产品覆盖骨外科全线。在这一细分市场中，公司连续 7 年保持行业第一。

国内领先的研发水平

公司是国内首家建立工业研究院的骨科医疗器械企业，具有规范的研发机构和研发流程，技术水平处于国内领先地位。公司定位于创新产品转化，开发具有自主知识产权的“中国创造”产品。下属的北京纳通医学科技研究院有限公司（以下简称“研究院”）共有专职研发人员 115 人，其中 70 人隶属于研究院，45 人隶属于各分中心，研发人员中 60% 以上拥有研究生以上学历，博士 7 人，进站博士后 1 人。公司研发投入保持在销售收入的 2.5% 左右，自成立至今，公司共申请专利 115 件，包括发明 57 件，其中授权 23 件；实用新型 52 件，其中授权 45 件；外观设计 1 件；国外专利 5 件，其中授权 2 件。2015 年，公司新增专利授权 21 项；公司重视研发板块的发展，2015 年公司对研发和技术投入约为 0.96 亿元，占营业收入的 2.5%。

五、经营管理分析

1. 管理分析

公司高级管理人员、组织架构和相关的规章制度 2015 年均未发生变化，经营团队保持稳定。

2. 经营分析

经营概况

公司主要业务为骨科内植入物的生产、销售及代理配送等。2015 年公司 96% 以上的营业收入来自于进口品牌和自有品牌的销售和代理配送，主要产品包括关节、脊柱和创伤类，产品结构较 2014 年无变化。得益于进口品牌关节和脊柱产品的销售收入增加，2015 年公司实现营业收入 38.63 亿元，同比增长 24.25%；2015 年公司进口品牌和自有品牌销售情况良好，销售收入分别增长 23.34% 和 27.29%；骨科医疗服务收入 0.84 亿元，较上年增长 37.70%，但占营业收入比重较小。营业成本方面，2015 年公司营业成本 24.67 亿元，较上年增长 24.50%，增速略高于营业收入增速。

表 3 2015 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

时间		2015 年			营业收入比上年增减	毛利率比上年增减
项目	产品线	收入	占比	毛利率		
代理品牌产品	关节	14.81	38.34	34.02	33.79	增加 1.88 个百分点
	脊柱	14.15	36.63	35.98	11.68	减少 0.51 个百分点
	创伤	1.61	4.16	25.24	71.28	增加 0.57 个百分点
	其他	0.56	1.44	37.00	0.00	减少 0.86 个百分点

代理品牌合计		31.13	80.57	34.51	23.24	增加 0.33 个百分点
生产品牌产品	关节	1.90	4.91	44.21	28.38	减少 1.84 个百分点
	脊柱	2.96	7.65	44.87	35.16	减少 1.79 个百分点
	创伤	1.55	4.02	40.60	17.42	减少 5.59 个百分点
	其他	0.26	0.67	32.38	4.00	减少 4.45 个百分点
生产品牌合计		6.67	17.25	43.20	27.29	减少 2.70 个百分点
骨科医疗服务		0.84	2.18	40.92	37.70	增加 0.72 个百分点
合计		38.63	100.00	36.15	24.25	减少 0.12 个百分点

资料来源：公司提供，联合评级整理

从公司盈利情况来看，2015 年公司整体业务毛利率为 36.15%，较上年下降 0.12 个百分点，主要系自有品牌原材料采购波动的影响。从各业务板块毛利率来看，2015 年公司进口产品毛利率较 2014 年上升 0.33 个百分点；2015 年公司自有品牌毛利率较 2014 年下降 2.70 个百分点，主要系原不锈钢产品已基本被钛合金产品取代，原材料成本有所增加所致；公司 2015 年骨科医疗服务毛利率较 2014 年增长 0.72 个百分点，处于较高水平。

从公司产品销售的区域分布来看，2015 年华东和华北地区收入合计占公司营业收入的 67.13%，较 2014 年变化不大。公司产品销售的区域性集中主要系华东及华北地区经济发达、消费水平较高，居民对骨科内植入物的认知程度和消费能力较高所致。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.26 亿元，其中进口品牌销售、自有品牌销售、骨科医疗服务分别取得收入 7.49 亿元、1.58 亿元和 0.19 亿元，骨科植入物品牌销售仍是主要的收入和利润来源。从毛利率情况来看，2016 年 1~3 月，公司整体毛利率为 35.58%，其中进口品牌销售毛利率为 33.73%，较 2015 年进一步下降，主要系汇率波动以及 1~3 月为医疗器械行业销售淡季；自有品牌销售毛利率为 43.77%，骨科医疗服务毛利率为 40.06%。

总体看，公司进口产品和自有产品销售收入进一步增长，收入来源集中于华东和华北地区；公司 2016 年进口产品毛利率进一步下降，但仍保持在较高水平。

进口产品销售业务

公司作为国际品牌骨科植入物的国内代理商在国内开展销售业务。公司主要代理的产品是德国 Link 公司的人工关节产品和美国强生公司的 Depuy 品牌人工脊柱产品。公司进口产品的销售仍采用直销模式。公司从 Link 公司的德国生产基地直接进口人工关节产品，采用电汇方式支付，账期 3 到 6 个月，公司可以在账期内选择合适汇率时进行支付；公司从美国强生在国内的贸易公司采购人工脊柱产品，采用人民币支付，账期一个月。

采购方面，公司从 Link 公司的德国生产基地直接进口人工关节产品公司作为代理商对产品采购价格没有议价能力。从采购量来看，2015 年 Link 产品采购金额 7.80 亿元，较上年增长 16.24%；2015 年美国强生产品采购金额 6.07 亿元，较上年下降 7.61%，主要系 2015 年公司与中国医药集团总公司合作，与上游采购商达成统一意见，控制强生产品的库存量所致。从公司采购供应商的集中度看，公司进口产品供应商为德国 Link 公司以及美国强生公司在国内的分销商北京世龙经略供应链管理有限公司。公司对主要供应商依赖程度较高。

表 4 2014~2015 年公司进口产品采购情况（单位：亿元）

时间	2014 年	2015 年
采购 Link 产品金额	6.71	7.80
采购强生产品金额	6.57	6.07

资料来源：公司提供

公司在国内销售进口产品需要经过多个环节。首先，进口产品须获得国家食品药品监督管理总局（CFDA）颁发的产品注册许可证。公司目前拥有此类产品注册许可证 200 多个，其中部分是公司自行申请，部分通过并购获得。在产品获得许可证后，该产品还须获得国家及省级招标中标资格。在公司最终获得进入特定医院的资格之后，公司销售人员首先需要拜访医院器械科，与器械科人员沟通所销售产品的优点和使用方法，医院器械科随后将公司产品推荐给医生使用。公司在销售过程中严格管理销售代表行为，对可能产生的道德风险进行了控制和隔离。结算方式上，除极少数亿元采用支票结算方式外，大部分医院和代理商都采用银行汇款方式结算。

随着居民生活水平提高和医疗支出增加，公司进口产品销售情况良好，2015 年 Link 人工关节销售金额 13.26 亿元，较上年快速增长 34.35%；2015 年强生 Depuy 脊柱销售金额 12.54 亿元，较上年增长 16.87%，如下表所示。

表 5 公司 2014~2015 年进口产品销售情况（单位：亿元、台）

产品名称	项目	2014 年	2015 年
Link 人工关节	销售金额	9.87	13.26
	销量	33,000.00	44,000.00
强生 Depuy 脊柱	销售金额	10.73	12.54
	销量	28,500.00	33,500.00

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，公司进口产品价格较高，因此主要在经济发达地区的大医院中应用，导致公司前五位销售客户以一二线城市大型医疗机构为主，公司在采购模式和销售价格方面较 2014 年无变化。2015 年前五位的客户销售额占公司销售金额的比例为 43.10%，处于适中水平。

总体看，2015 年公司进口产品市场认可度较高，下游销售渠道畅通，销售量及销售金额均有较大幅度增加。

自有品牌产品业务

公司采购的主要原材料是钛合金，采购集中度较高，主要供应商为宝鸡鑫诺新金属材料有限公司、西安赛特金属材料有限公司和宝鸡市隆庆金属材料制品厂。

从公司钛合金采购量来看，2015 年采购量 300.00 吨，较上年底增长 20.00%；采购价格较为平稳，如下表所示。

表 6 2014~2015 年公司自主品牌产品采购情况（单位：吨、亿元/吨）

项目		2014 年	2015 年
钛合金	采购量	250.00	300.00
	采购均价	0.49	0.48

资料来源：公司提供

公司生产采用以销定产方式，按照年度销售计划指定年度生产计划并进行季度和月度的计划调整及排产，并由此生产计划生成配套的采购和物流配送计划，以保证公司销售网络内充足供货。截至 2015 年底，公司有生产型子公司 6 家。公司设有工业管理部，由公司总经理统管所有生产；公司拥有各类加工中心、纵切机床、数控车床、线切割机等设备 830 台套，自动化程度较高，生产效率和产品质量均能得到有效保障。

由于公司产品规格多，品类复杂，因此使用产值金额作为产能的衡量单位。从公司产能情况来看，2015 年天津正天医疗器械有限公司产品（以下简称“正天产品”）设计产能 9.00 亿元；截

至 2015 年底，正天产品产量 4.97 亿元，较上年底增长 7.58%，主要系天津正天医疗器械有限公司厂房（以下简称“正天厂房”）建成投用所致。近两年，天津市金兴达实业有限公司产品（以下简称“金兴达产品”）的产能比较稳定，2015 年金兴达产品产能 1.50 亿元；截至 2015 年底，金兴达产品产量 1.11 亿元，较上年增长 5.71%。

从产能利用率看，公司自主品牌产品产能利用率不高，2015 年正天产品产能利用率为 55.21%，金兴达产品为 74.09%。产能利用率不高主要是公司产品类别较多，自动化生产设备生产批量较小，需要经常更换模具和卡具以生产其他品种和规格的产品，导致设备实际生产时间较短所致，但符合公司产品特点和生产设施自身的特性。

表 7 2014~2015 年公司自有品牌产品产能及利用率情况（单位：亿元、%）

产品名称	项目	2014 年	2015 年
正天产品	产能	9.00	9.00
	产量	4.62	4.97
	产能利用率	51.34	55.21
金兴达产品	产能	1.50	1.50
	产量	1.05	1.11
	产能利用率	69.88	74.09

资料来源：公司提供

在区域市场的选择方面，公司主要考察当地的发展潜力和人口规模以及相关疾病发病率等情况，以及销售渠道的覆盖程度。2015 年公司的销售网络已经覆盖基本所有的地级市，县级医院覆盖了 60%到 70%。

销售价格方面，公司自有品牌采用全国统一批发价向经销商销售，以保证合理利润，经销商对终端销售价格一般较批发价有所加价。

退换货方面，截至 2015 年底，公司控制经销商退换货的比例在 15%以内，主要系手术根据病人需要提供不同型号手术器材，未使用的器械会退还到公司所致。未来将逐步将退换货比例降低到 10%以内。

从公司经销商的集中度来看，截至 2015 年底，公司拥有超过 3,000 家经销商，分散度较高，前 20%经销商占公司自有品牌产品 50%到 60%的销量，这一比例虽然较高，但考虑到这是近 400 家左右的经销商占有的销量份额，公司的销售集中度仍处于相对较低的水平。公司不鼓励经销商跨区域经营，鼓励经销商缩小经营地域、提高产出和流量。

在经销商的管理上，首先由公司商务部对分销商进行招标，经过考核通过，对分销商指定销售区域，并核定销售任务、付款方式、额度，之后定期考核分销商销售情况。公司制定了严格的分销商管理办法，以确保销售的有序进行，规范市场行为。与经销商的结算均采用电汇方式。

公司近两年自有品牌产品销售情况良好。从销售手术台数来看，2014~2015 年公司自有品牌产品手术台数分别为 50,000 台和 55,000 台左右。从自有品牌产品的销售金额来看，2015 年公司正天品牌和金兴达品牌产品合计销售 5.37 亿元，较上年底增长 7.62%。

表 8 2014~2015 年公司自有品牌产品销售金额（单位：亿元）

产品	2014 年	2015 年
金兴达产品	0.37	0.40
正天产品	4.62	4.97
合计	4.99	5.37

资料来源：公司提供

注：此表内销售金额与前表存在差异，主要是销售收入核算口径不同所致。营业收入包括销售收入和配送收入，故与该业务营业收入存在差异。

总体看，公司自主品牌产品产量有所增加，市场覆盖程度有所提升，销售状况良好。

物流与产品配送

公司在北京和天津建设了物流基地，负责存储公司大部分商品。由于公司产品销售方式的特点，公司需要在靠近需求建立库存。截至 2015 年底，公司在全国各地共设立 21 个物流分中心和 60 余个物流点，物流中心和物流点之间一般采用第三方物流配送，区域内的派送由公司自备车辆和人员完成。公司物流费用一般控制在销售额的 2~3%。

表 9 公司物流设施情况（单位：个、平方米、辆）

	2014 年	2015 年
仓库数量	97	108
仓储面积	18,814	25,914
自有运输车辆数量	5	5

数据来源：公司提供

总体看，2015 年公司不断加强仓储设施建设，以保证产品配送服务质量。

重要在建工程

截至 2015 年底，公司有重大在建工程一项。公司重大在建项目为总部办公楼项目，位于海淀区北清路稻香湖地块，总建筑面积（含地下）106,157.32 平方米，预计总投资为 7.80 亿元，已投资 4.10 亿元，尚需投资 3.70 亿元，开工时间为 2015 年 4 月，建设期三年，目前该项目主体结构已经完成。

总体看，公司总部办公楼项目预计投资金额较大，未来可能产生一定的资本支出压力。

3、重大事项

2014 年 9 月 29 日，公司与中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”或“中国国药”）和中国科学器材公司签署《中国医药集团总公司，北京纳通科技集团有限公司合资经营中国科学器材公司之合作协议书》。公司设立北京纳通实创投资管理有限公司，以增资扩股方式，向中国科学器材公司投资 24 亿元，投资完成后，获得中国科学器材公司 40% 股权。具体方案为公司将持有的北京纳通实创投资管理有限公司 100% 股权转让给深圳前海京信供销一号投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“深圳前海”）及盈创投资管理有限公司，北京国际信托有限公司作为优先级 LP 向深圳前海出资 16.5 亿元，公司以劣后级 LP 向深圳前海出资 7.5 亿元。截至 2015 年 4 月底，公司出资已全部完成。

总体看，公司与国药集团合作经营国药集团子公司中国科学器材有限责任公司，有利于公司扩大全国医疗器械经营网络。

4、经营关注

失去国际品牌代理权的风险

公司主要收入来自于代理销售德国 Link 牌的人体关节植入产品以及美国强生公司的脊柱植入产品。若公司失去这两种产品的代理业务，将对公司收入规模和盈利能力造成重大负面影响。

联合评级认为公司失去上述代理权的风险较低。德国 Link 品牌方面，公司是其实际上的国内市场总体操盘人，与德国 Link 品牌有长期稳定的合作关系；中国国内市场贡献了德国 Link 公司全球约 40% 的销售以及几乎全部的利润和收入增长，公司还掌握德国 Link 产品在国内的生产许可证和终端客户资源，因此德国 Link 公司若更换其在国内的代理权，或者在国内引入新的代理商，将面临较高成本；2015 年以前，公司未与 Link 签订正式代理协议，公司在国内对 Link 产品的代理权缺少法律保护，2015 年 7 月 28 日，公司与 Link 签订了为期 5 年的正式品牌代理协议，同时公司也承担了一般代理商职能以外的市场开拓、产品定制化研发等工作。美国强生方面，公司与其签署了正式的代理授权协议，是美国强生医疗脊柱产品在国内最大的代理商，占美国强生同类产品在国内 65% 的销售量，因此公司若失去代理权，将显著影响美国强生在国内的业务。总体上，公司失去上述代理权的可能性较低。

公司代理产品面临国内产品竞争的风险

经过多年发展，国内骨科移植产品逐渐成熟，形成了以正天、亚华和京航等为代表的国内品牌产品，近年来随着国内患者对骨科移植手术认知程度提升，以及国内医保政策对国产产品的支持，国内品牌产品应用逐步增加。未来随着国内产品品质提升和获得医生疾患者的认可，将对进口骨科移植产品产生竞争和替代。

公司产品若出现质量问题，可能引发医疗事故和相关赔偿

公司产品属于医疗器械，若手术过程中或者术后出现质量问题，可能导致患者受到伤害，进而形成医疗事故并引发诉讼。为预防此类风险，公司加强产品品质把控，同时培训自身销售人员或者代理商销售人员跟随医生手术的全过程，帮助其解决术前、术中和术后的相关问题。从实际情况看，近年来公司产品相关的纠纷数量较低，2015 年出现纠纷数量占比为 0.07%，公司产品质量引发的大规模诉讼和赔偿风险较低。

5、未来发展

基于对骨科内植入物医疗器械市场的发展趋势分析，以及公司的研发能力持续增强和经营业务的不断拓展，公司制定了未来三至五年发展目标。

产品及研发规划方面，公司拟通过自主研发、全面设计，推出具有自有知识产权的关节、脊柱、创伤全系列骨科产品，大幅提升国产骨科产品和手术器械工具的品质；建成国内规模最大最先进的齿科研发中心，推出质优价廉、具有完全自有知识产权的齿科系列产品及工具。研发方面，公司计划开展智能化手术工具研发、新材料研发及新产品新理念研发，建立公司自主知识品牌产品体系，为公司发展提供持续动力。

公司计划建成具有国际先进生产水平与质量保障能力的纳通骨科产品生产工厂，建设完成具有国际高质量水平的种植体及表面处理能力的人工种植牙生产工厂。以并购、合营、联营等多种方式，加速整合行业生产资源，形成骨科内植入物全产品线自主品牌生产能力；依托自身研发领先优势，丰富产品种类、品类，提高产品质量，夯实未来工业发展基础。

营销方面，公司计划通过挖掘直销系统内部管理能力与客户管理能力，继续保持并不断强化国内一级市场营销网络的绝对优势；推进分销网络建设，建立并完善分销管理体系，依托医疗器

械集中供应平台的全国性销售网络，充分发挥其政府资源和市场客户资源优势，强化在地、市、县级城市的市场覆盖；确立二三级市场领导性品牌的地位；加强亚洲等新兴市场营销网络的营销能力，提升对国际合作伙伴的业务管理与把控能力，力争实现未来 5~10 年实现新兴市场占有 8~10% 的目标；同时，逐步在欧美日等成熟市场建立营销网络，并争取中、低价位产品上取得相当份额。

此外，公司计划建设新总部，包括全球行政中心，中国销售中心，供应中心，研发中心，北京工厂等机构，该总部能够满足未来 10 年 10,000 人以上的人力需求。

总体看，公司战略规划明确具体，符合公司所在行业及自身发展情况，能够指导公司未来几年的发展方向。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2014~2015 年度财务报告经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具标准无保留审计意见。2016 年一季度公司合并口径审计报告未经审计。2015 年公司减少北京纳通实创管理有限公司 1 家子公司。考虑到该合并范围变化为公司全资设立子公司，对公司财务数据可比性影响不大，财务数据可比性仍属较强。公司财务报表依据财务部 2006 年颁布的《企业会计准则》及 2014 年新颁布和修订的各项具体会计准则及相关规定编制。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 53.85 亿元，负债合计 21.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.80 亿元）31.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.15 亿元。2015 年公司实现营业收入 38.63 亿元，净利润（含少数股东损益）6.98 亿元，其中归属母公司所有者净利润 5.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.44 亿元，现金及现金等价物净增加额 -0.15 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 60.01 亿元，负债合计 26.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益 9.20 亿元）33.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益 24.11 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.26 亿元，净利润（含少数股东损益）1.36 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -2.71 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.15 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年底，公司合并资产总额 53.85 亿元，较上年底增长 21.97%，其中流动资产较上年底增长 3.49%，非流动资产较上年底增长 73.61%。资产构成中，流动资产占比 62.48%，非流动资产占比 37.52%，以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金（占比 6.99%）、应收账款（占比 48.22%）和存货（占比 41.17%）构成。截至 2015 年底，公司货币资金 2.35 亿元，较上年底增长 7.26%，主要系其他货币资金增加所致；公司货币资金主要为银行存款（占比 82.51%）；公司受限资金 0.31 亿元，全部为银行承兑汇票保证金。

截至 2015 年底，公司应收账款 16.23 亿元，较上年底增长 15.51%，主要系公司销售规模扩大，医院终端纯销业务账期较长所致。从账龄看，应收账款以 1 年以内（含 1 年）为主，占比 80.23%。截至 2015 年底，公司应收账款中按信用风险特征组合计提坏账准备 0.59 亿元，由于应收账款欠款方均为三甲医院和大型国有企业，信誉良好，故坏账准备计提较为充足。从应收账款集中度来看，公司应收账款中前五位债务人欠款合计占比 29.73%，全部为非关联方，集中度较高。

截至 2015 年底，公司存货余额为 13.85 亿元，较上年底增长 11.54%，主要系公司经营规模扩

大，原材料成本和产成品库存增加所致；公司存货主要包括原材料（占比 4.23%）和产成品（占比 88.89%）。公司存货是以合金材料为主的骨科类产品，产品生命周期长，由于期末未发现存货有减值迹象，故未计提存货跌价准备。截至 2015 年底，公司存货抵押 1.50 亿元，全部为强生脊柱产品，占存货余额的 10.83%，占比较小。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 53.19%）、固定资产（占比 24.41%）和无形资产（占比 15.21%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 10.75 亿元，较上年底增长 223.76%，主要系公司新增对深圳前海京信供销一号投资合伙企业投资额 9.43 亿元所致。

截至 2015 年底，公司固定资产净额 4.93 亿元，较上年底下降 1.95%，公司固定资产中房屋及建筑物（占比 13.65%）、机械设备（占比 77.91%），以手术器械为主的固定资产构成符合公司经营骨科类医疗器械业务特征。截至 2015 年底，公司固定资产累计计提折旧 3.60 亿元，固定资产成新率 57.80%，成新率一般。公司固定资产抵押 2.49 亿元，占固定资产 50.49%，受限比例较高。

截至 2015 年底，公司无形资产 3.07 亿元，较上年底增长 19.06%，主要系公司新增北京市海淀区北清路创新园 3-2-010 地块土地使用权所致。截至 2015 年底，该土地已全部抵押，并且尚未达到可使用状态。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 60.01 亿元，较上年底增长 11.14%，主要系货币资金和应收账款增加所致；其中流动资产占比 64.94%，资产结构较上年底变化不大。

总体看，伴随公司业务发展，公司资产规模同步扩大；公司资产以流动资产为主但较大规模的应收账款和存货对公司资金形成一定的占用，固定资产受限比例较高；公司资产变现能力一般，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 21.91 亿元，较上年底增长 11.29%。其中流动负债较上年底下降 1.03%，非流动负债较上年底增长 388.05%，主要系发行非公开债券所致。资产构成中，流动负债占比 86.12%，非流动负债占比 13.88%，以流动负债为主。

公司流动负债主要由短期借款（占比 64.95%）、应付票据（占比 5.34%）、应付账款（占比 12.91%）和预收款项（占比 8.32%）构成。截至 2015 年底，公司为补充生产经营活动现金，短期借款较上年底增长 6.32%至 12.25 亿元；其中质押借款 4.10 亿元（占比 33.49%），抵押借款 2.21 亿元（占比 18.07%），保证借款 5.94 亿元（占比 48.45%），以担保方式融资为主。

截至 2015 年底，公司应付票据 1.01 亿元，较上年底增长 65.16%，主要系公司银行承兑汇票增加所致，其中国内信用证占比 69.48%，银行承兑汇票占比 30.52%。

截至 2015 年底，公司应付账款 2.44 亿元，较上年底下降 38.62%，主要系公司对存货进行控制以及加强与供应商的合作关系，缩短了部分供货商的付款时间所致。从账龄看，公司无超过 1 年的重要预收款项。

截至 2015 年底，公司预收款项 1.57 亿元，较上年底下降 6.46%，主要系公司预收正天产品的销售款减少所致。截至 2015 年底，公司无超过 1 年的重要预收款项。

公司非流动负债由应付债券（占比 82.20%）和长期应付款（占比 17.75%）构成。截至 2015 年底，公司新增应付债券 2.50 亿元，主要系公司非公开发行债券本金 2.50 亿元所致。截至 2015

年底，公司长期应付款 0.54 亿元，较上年底下降 13.01%，主要系公司偿还到期的长期应付款 0.09 亿元所致。公司长期应付款为中关村科技租赁有限公司和远东国际租赁有限公司的融资租赁款。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 26.70 亿元，较上年底增长 21.89%，主要系应付债券增加所致。其中流动负债占比 59.07%，非流动负债占比 40.93%，负债结构较上年底变化较大。

从公司的有息债务来看，2015 年公司短期债务和长期债务分别为 13.69 亿元、3.04 亿元；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 40.68%和 34.37%，较 2014 年均有所下降。公司长期债务资本化比率由 2014 年底的 2.47%增长至 2015 年底的 8.69%，公司债务负担适中。

截至 2016 年 3 月底，公司有息负债规模快速增长，全部债务 22.11 亿元，其中短期债务 11.61 亿元，长期债务 10.50 亿元（全部为应付债券）。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 44.49%、39.89%、23.97%，公司债务负担较上年底有所增加，债务结构优化。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益（包括少数股东权益）31.95 亿元，较上年底增长 30.56%；其中归属于母公司的所有者权益为 23.15 亿元，其中股本占比 6.48%、未分配利润占比 92.65%，公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性有待提升。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益（包括少数股东权益）33.31 亿元，较上年底增长 4.26%，主要系未分配利润增加所致；归属于母公司的所有者权益为 24.11 亿元，其中股本占比 6.22%，未分配利润占比 92.94%，所有者权益结构较上年底变化不大。

总体看，公司债务规模尚可，偿债负担适中，但短期债务占比较高，公司债务结构有待改善；所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

得益于公司进口产品和自有产品良好的销售情况，2015 年公司实现营业收入 38.63 亿元，利润总额 8.59 亿元，净利润 6.98 亿元，较 2014 年分别增长 24.26%、33.88%和 30.40%，公司盈利水平大幅增长。

费用控制方面，2015 年公司管理费用、销售费用和财务费用均有所增加，费用总额 5.09 亿元，较上年增长 11.82%；其中财务费用大幅增长 66.82%至 10.62 亿元，主要系短期借款导致的利息支出费用增加所致；管理费用 1.72 亿元，较上年增长 3.25%；销售费用 2.31 亿元，较上年增长 2.59%。整体看，公司各项费用变动情况与公司经营状况相匹配，费用收入比为 13.17%，较上年变化不大，公司费用控制能力较好。

2015 年公司整体业务毛利率 35.87%，较上年下降 0.40 个百分点，主要系人工成本增长所致；营业利润率 35.36%，较上年下降 0.40 个百分点；2015 年公司总资产收益率和净资产收益率均较上年变化不大，分别为 18.62%和 24.74%；总资产报酬率小幅上升至 19.65%。公司整体运营状态较稳定。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.26 亿元，其中进口品牌销售、自有品牌销售、骨科医疗服务分别取得收入 7.49 亿元、1.58 亿元和 0.19 亿元。实现营业利润 1.72 亿元，较上年同期增加 0.09%；净利润 1.36 亿元，较上年同期增加 0.08%，公司盈利水平较上年同期小幅提升。

总体看，公司主营业务平稳上升，盈利能力略有下降，但仍处于较高水平，公司整体盈利能力较好。

5. 现金流

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入 44.31 亿元（同比增长 20.22%），主要来自于

公司产品销售和代理配送业务获得的现金；经营活动现金流出 37.88 亿元（同比增长 20.79%），主要是公司采购原材料支付的现金；公司经营活动产生的现金流量净流入 6.44 亿元，净流入规模同比增长 16.94%。从收入实现质量来看，近两年公司的现金收入比分别为 112.41%和 109.33%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2015 年公司新增投资活动现金流入 2.00 亿元，主要系公司处置北京纳通实创投资管理有限公司，收到现金 2.00 亿元所致；公司投资活动现金流出 11.13 亿元，主要系公司收购深圳前海京信供销一号投资合伙企业 31.25%股权所致；公司投资活动产生的现金净流出 9.13 亿元，净流出规模同比增长 8.04%。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入 21.78 亿元（同比增长 97.29%），公司主要融资渠道为银行贷款；筹资活动现金流出 19.24 亿元（同比增长 120.18%），公司筹资活动流出的现金主要是偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金净流出 2.54 亿元（同比增长 10.46%）。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 9.17 亿元，经营活动现金流出 11.87 亿元，经营现金净流入-2.71 亿元，现金收入比 97.94%，公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -0.69 亿元和 6.55 亿元。

总体看，公司经营活动净现金流快速增长，但尚不能覆盖投资活动现金净支出，公司存在一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

截至 2015 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 40.68%、34.37%和 8.69%，公司负债规模处于较低水平，债务负担适中。

从短期偿债能力指标来看，公司负债结构以流动负债为主，2015 年公司流动比率、速动比率分别为 1.78 倍和 1.05 倍，较上年同期变化不大；2015 年公司现金短期债务比为 0.17 倍，经营现金流动负债比率 34.12%，经营现金利息偿还倍数为 6.17 倍，筹资活动前现金流量净额利息偿还倍数为-2.58 倍。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA10.70 亿元，较上年增长 35.48%；从 EBITDA 构成来看，利润总额占比 80.24%，折旧占比 8.95%、摊销占比 1.06%、计入财务费用的利息支出占比 9.75%。2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 10.26 倍，EBITDA 全部债务比为 0.64 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较强；经营现金债务保护倍数为 0.38 倍，筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为-0.16 倍。由于公司 2015 年长期债务增长规模大于资产增长规模，公司长期偿债能力指标较上年有所增长，整体偿债能力较强。

截至2015年底，公司及控股子公司已获银行授信额度合计19.91亿元、尚未使用人民币授信额度3.49亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年底，公司无资产权属不清、存在产权纠纷或潜在纠纷的情况；公司无重大诉讼、仲裁或行政处罚案件。

截至2016年3月底，公司对外担保余额0.75亿元，其中对北京博兴海达医疗器械有限公司担保0.25亿元，对北京世龙经略供应链管理有限公司担保0.20亿元，对北京同信通达医疗投资有限公司担保0.30亿元，公司对外担保余额占公司净资产比例为2.25%，占比较小。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1011010802558420A），截至 2016 年 5 月 11 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。

总体看，公司负债规模处于较低水平，债务负担适中，整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 2.35 亿元，为“15 纳通 01”“15 纳通 02”和“16 纳通 01”本金合计（8 亿元）的 0.29 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较低；净资产达 31.95 亿元，约为债券本金合计（8 亿元）的 3.99 倍，公司较大规模净资产能够对“15 纳通 01”“15 纳通 02”和“16 纳通 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 10.70 亿元，约为债券本金合计（8 亿元）的 1.34 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 44.31 亿元，约为债券本金合计（8 亿元）的 5.54 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为国内大型的骨科植入物生产和销售企业，在经营实力、销售渠道、研发技术等方面的竞争优势，公司对“15 纳通 01”“15 纳通 02”和“16 纳通 01”的偿还能力较强。

八、综合评价

纳通科技作为国内大型的骨科植入物生产和销售企业，2015 年凭借其在产品种类、销售渠道和研发能力等方面的显著优势，整体经营状况较稳定；代理品牌市场认可度不断提升、自主品牌产品产量和销量均有所增加，营业收入稳定增长，未来可持续发展能力强；公司与国药集团合作经营国药集团子公司中国科学器材公司，有利于进一步扩大公司医疗器械经营渠道；公司负债规模较低，整体债务水平适中。同时，联合评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到公司主营业务收入对少数国际品牌依赖程度较高、国内产品对国际品牌产品的竞争和替代逐步体现等不利因素对公司信用水平可能带来的负面影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时，维持“15纳通01”“15纳通02”和“16纳通01”“AA”的债项信用等级。

附件 1 北京纳通科技集团有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	44.15	53.85	60.01
所有者权益 (亿元)	24.47	31.95	33.31
短期债务 (亿元)	12.41	13.69	11.61
长期债务 (亿元)	0.62	3.04	10.50
全部债务 (亿元)	13.03	16.73	22.11
营业收入 (亿元)	31.09	38.63	9.26
净利润 (亿元)	5.35	6.98	1.36
EBITDA (亿元)	7.90	10.70	--
经营性净现金流 (亿元)	5.50	6.44	-2.71
应收账款周转次数(次)	2.18	2.46	0.54
存货周转次数 (次)	1.74	1.88	0.42
总资产周转次数 (次)	0.76	0.79	0.16
现金收入比率 (%)	112.41	109.33	97.94
总资本收益率 (%)	18.03	18.62	2.62
总资产报酬率 (%)	17.16	19.65	3.02
净资产收益率 (%)	24.56	24.74	4.17
营业利润率 (%)	35.76	35.36	34.82
费用收入比 (%)	14.64	13.17	15.68
资产负债率 (%)	44.58	40.68	44.49
全部债务资本化比率 (%)	34.75	34.37	39.89
长期债务资本化比率 (%)	2.47	8.69	23.97
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.39	10.26	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.61	0.64	--
流动比率 (倍)	1.71	1.78	2.47
速动比率 (倍)	1.05	1.05	1.53
现金短期债务比 (倍)	0.18	0.17	0.46
经营现金流动负债比率 (%)	28.88	34.12	-17.16
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.99	1.34	--

注：1、长期应付款已计入长期债务和全部债务计算；
 2、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；
 3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
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 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 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 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 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 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债 / 自有资产 × 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	
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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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

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 + 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。