跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1030 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开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公开发行的“15 纳通 02”、“16 纳通 01”、“16 纳通 02”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十九日

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 2018 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

债券信用等级

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 02	2 亿元	3 年	AA	AA	2017 年 6 月 21 日
16 纳通 01	2 亿元	3 年	AA	AA	2017 年 6 月 21 日
16 纳通 02	5 亿元	3 年	AA	AA	2017 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 19 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	68.66	81.15
所有者权益(亿元)	39.07	46.71
长期债务(亿元)	13.79	10.78
全部债务(亿元)	26.18	28.74
营业收入(亿元)	44.47	50.85
净利润(亿元)	7.14	7.64
EBITDA（亿元）	10.92	11.87
经营性净现金流（亿元）	1.09	3.60
营业利润率(%)	35.08	33.56
净资产收益率(%)	20.10	17.83
资产负债率(%)	43.10	42.44
全部债务资本化比率(%)	40.12	38.09
流动比率（倍）	2.82	2.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.42	0.41
EBITDA 利息倍数(倍)	9.36	8.44
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.21	1.32

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；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；除特别说明外，均指人民币；2、长期应付款已计入长期债务计算；3、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

跟踪期内，北京纳通科技集团有限公司（以下简称“公司”或“纳通科技”）作为国内大型骨科植入物代理及生产、销售企业，在品牌代理、销售规模、销售渠道等方面仍具有较强的综合竞争实力，营业收入和盈利规模保持稳定增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司代理配送业务对主要供应商依赖程度较高、部分大客户结算周期较长、期间费用对公司利润侵蚀明显、所有者权益稳定性弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着国内医疗器械行业稳步发展以及公司自有产品生产销售体系更加完善，公司盈利能力有望进一步提高。

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

优势

1．国内医疗器械行业景气度较高，公司面临着较好的外部发展环境。

2．2017 年，公司营业收入和盈利规模保持稳定增长。

3．公司与下游一、二线城市大型医疗机构合作进一步加深，代理配送业务规模持续扩大。

关注

1．公司代理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。

2．公司应收账款和存货规模较大，对公司营运资金形成一定占用。2017年，公司期间费用持续增长，对利润形成一定侵蚀。

3．公司所有者权益中未分配利润、少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性较弱。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

宁立杰

电话：010-85172818

邮箱：ninglj@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

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，初始注册资本 15,000.00 万元，其中赵毅武出资占 96.40%，赵敏丽出资占 3.60%，公司实际控制人为赵毅武。截至 2017 年底，公司注册资本 15,000.00 万元，股权结构和实际控制人较上年底均未发生变化。

2017 年，公司经营范围未发生变化。

2017 年，公司设立了总裁办、财务中心、产品部、计划管理部、注册办、研究院等 17 个职能部门，组织结构较上年未发生变化。截至 2017 年底，公司纳入合并范围二级子公司 12 家，较上年底未发生变化，拥有在职员工 2,903 人。

截至 2017 年底，公司资产总额 81.15 亿元，负债合计 34.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 33.96 亿元。2017 年，公司实现营业收入 50.85 亿元，净利润（含少数股东损益）7.64 亿元，其中归属母公司所有者净利润 5.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.80 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

2015 年，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，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。其中，“15 纳通 01”（证券代码：136059. SH）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. SH）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. SH）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%。2016 年，公司面向合格投资者公开发行不超过人民币 5 亿元公司债券获得中国证监会证监许可[2016]2318 号文核准。公司于 2016 年 11 月 4 日发行了“北京纳通科技集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）”，发行总额为人民币 5 亿元，期限 3 年，票面利率为 4.00%，债券简称“16 纳通 02”，债券代码：136820. SH。

2018 年 1 月 2 日，“15 纳通 01”完成本息兑付，并于当天在上海证券交易所摘牌。目前，公司尚在存续期的债券分别为“15 纳通 02”、“16 纳通 01”和“16 纳通 02”。公司发行的上述债券均单利按年计息，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　公司存续债券情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	债券余额	期限	票面利率
15 纳通 02	136060.SH	2	3	5.43
16 纳通 01	136237.SH	2	3	5.28
16 纳通 02	136820.SH	5	3	4.00

资料来源：公司年报

“15 纳通 02”所募集资金 2.00 亿元，截至 2017 年底已全部使用完毕。公司已于 2018 年 1 月 2 号支付了 2016 年 12 月 31 日至 2017 年 12 月 30 日期间的利息。“16 纳通 01”债券募集资金 2.00 亿元，截至 2017 年底已全部用于偿还借款。公司已于 2018 年 3 月 1 日支付了自 2017 年 3 月

1 日至 2018 年 2 月 28 日期间的利息。“16 纳通 02”债券募集资金 5.00 亿元，截至 2017 年底已全部用于补充日常经营所需资金。公司已于 2017 年 11 月 7 日支付了 2016 年 11 月 7 日至 2017 年 11 月 6 日期间的利息。

公司存续债券实际用途与募集说明书均一致。

三、行业分析

公司主要业务为骨科内植入物的生产、销售及代理配送等，属于医药制造行业的医疗器械行业。

2017 年，中国医疗器械市场销售规模约为 4,450 亿元，比 2016 年的 3,700 亿元增长了 750 亿元，增长率约为 20.27%。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。目前，我国家用医疗器械在医疗器械总规模占比远远低于发达国家 40.00%的比例，未来家用医疗器械市场发展潜力巨大。

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 2017 年 36,396.00 元，2017 年较上年增长 8.27%。人均收入增长带来的卫生支出大幅增加是推进医药行业成长的重要因素，2017 年我国个人卫生支出金额为 13,337.90 亿元，较上年增长 11.22%。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 2017 年底，全国医疗卫生机构数达 99.5 万个，其中：医院 3.0 万个，基层医疗卫生机构 94.0 万个，专业公共卫生机构 2.2 万所。与 2016 年底比较，全国医疗卫生机构增加 11,606 个。

行业竞争方面，在骨科医疗器械子行业上，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、脊柱领域仍由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。

行业政策方面，2017 年 1 月 5 日，国家食品药品监督管理总局审议通过了新修订的《医疗器械召回管理办法》（以下简称“《办法》”），《办法》重点对召回的范围和个别操作程序作了补充和调整，强化了生产企业的主体责任和法律责任，加大了对违法违规行为的惩处力度，同时明确了召回的适用范围，调整了缺陷产品的范围，《办法》的实施提高了行业质量管理水平，有利于保障消费者合法权益。2015 年国务院印发的《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。截至 2018 年 3 月 8 日，已经有 165 个产品纳入创新医疗器械特别审批名单，已获批产品超过 30 个。根据医疗器械行业协会的数据，2017 年有 64 个产品进入特别审批（其中心血管介入、医疗影像类以及诊断试剂占 2/3），10 个产品上市。

总体看，2017 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。

四、管理分析

2017 年，公司高级管理人员、组织架构和相关的规章制度均未发生变化，经营团队保持稳定，管理运营良好。

五、经营分析

1. 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。得益于关节、脊柱和创伤产品配送业务的销售收入增加，2017 年，公司实现营业收入 50.85 亿元，较上年增长 14.35%；实现净利润 7.64 亿元，较上年增长 7.11%。2017 年，公司主营业务收入占营业收入的 99.91%，主营业务仍十分突出。公司 97%以上的主营业务收入来自于代理配送业务和生产销售业务，主要产品包括关节、脊柱和创伤类，产品结构较上年无变化。

从营业收入构成来看，2017 年，由于公司加大代理配送业务市场推广，提高市场占有率，产品销量增加带动了产品销售收入的增长。2017 年，公司代理配送业务实现收入 41.91 亿元，较上年增长 14.55%，占营业收入的 82.43%，较上年上升 1.70 个百分点；其中关节产品实现收入 19.33 亿元，较上年增长 12.20%，占营业收入的 38.01%，较上年下降 0.25 个百分点；脊柱产品实现收入 18.32 亿元，较上年增长 10.83%，占营业收入的 36.02%，较上年下降 0.80 个百分点；创伤产品实现收入 3.38 亿元，较上年增长 44.57%，占营业收入的 6.65%，较上年上升 2.43 个百分点；其他产品实现收入 0.89 亿元，较上年增长 28.39%，占营业收入的 1.74%，较上年上升 0.31 个百分点。2017 年，公司生产销售业务实现收入 7.86 亿元，较上年增长 1.15%，占营业收入的 15.46%，较上年下降 2.06 个百分点；公司调整产品生产结构，加大创伤类产品生产力度，同期缩减关节产品和脊柱产品的生产量。2017 年，关节产品和脊柱产品收入分别较上年下降 10.89%和 13.21%；创伤产品收入较上年增长 25.10%。2017 年，公司医疗服务实现收入 1.03 亿元，较上年增长 24.49%，主要系公司下属德尔康尼医院知名度打开，市场占有率提高所致。

表 2　2017 年公司营业收入、占比、毛利率及同比变化情况（单位：万元、%）

项目		2017 年			营业收入同比变动情况	毛利率变动情况
项目	产品线	收入	占比	毛利率		
代理配送业务	关节	193,282.36	38.01	30.79	12.20	下降 1.97 个百分点
	脊柱	183,170.09	36.02	35.16	10.83	下降 0.76 个百分点
	创伤	33,800.01	6.65	21.11	44.57	下降 3.28 个百分点
	其他	8,860.21	1.74	34.58	28.39	下降 2.54 个百分点
	小计	**419,112.67**	**82.43**	**32.00**	**14.55**	**下降 1.84 个百分点**
生产销售业务	关节	19,908.37	3.92	49.41	-10.89	提高 4.96 个百分点
	脊柱	30,249.06	5.95	46.61	-13.21	提高 1.69 个百分点
	创伤	24,629.65	4.84	43.23	25.10	提高 2.69 个百分点
	其他	3,818.28	0.75	63.93	23.29	提高 33.10 个百分点
	小计	**78,605.36**	**15.46**	**47.10**	**1.15**	**提高 3.89 个百分点**
医疗服务		10,296.60	2.03	46.54	24.49	提高 1.85 个百分点
其他		456.61	0.09	99.37	-132.74	下降 0.63 个百分点
合计		**508,471.24**	**100.00**	**34.69**	**12.55**	**下降 1.13 个百分点**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

毛利率方面，2017 年，公司业务综合毛利率为 34.69%，较上年下降 1.13 个百分点，各业务板块毛利率基本保持稳定。具体来看，2017 年，公司代理配送业务毛利率较上年下降 1.84 个百分点，其中关节产品、脊柱产品、创伤产品和其他产品毛利率分别为 30.79%、35.16%、21.11%和 34.58%，毛利率均小幅下降，主要系公司所代理配送的产品受到“两票制”影响所致；生产销售业务毛利率较上年提高 3.89 个百分点，其中关节产品、脊柱产品、创伤产品和其他产品毛利率分别为 49.41%、46.61%、43.23%和 63.93%，均有不同程度的提升，主要系公司加强成本管控所致。

总体看，2017 年，公司销售收入进一步增长，业务构成较上年变化不大，产品毛利率基本保持稳定。

2. 代理配送业务

（1）产品采购

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，其他代理产品包括运动医学、齿科、低值易耗品、医疗设备以及一些修复材料，但占比极小。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 1 个月。

采购方面，公司作为代理商对产品采购价格没有议价能力。从采购额来看，2017 年，受公司销售增长的影响，Link 人工关节产品采购金额 9.64 亿元，较上年增长 15.31%；deputy 脊柱强生产品采购金额 9.00 亿元，较上年增长 13.39%。采购价格方面，2017 年，Link 人工关节和强生 deputy 脊柱的采购均价约为 1.80 万元/台和 1.50 万元/台，其中 Link 人工关节采购价格较上年无变化，强生 deputy 脊柱采购价格较上年略有降低。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非常高。

表 3　2016~2017 年公司进口产品采购总额情况（单位：亿元）

时间	2016 年	2017 年
采购 Link 人工关节	8.36	9.64
采购强生 deputy 脊柱	7.93	9.00

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司代理产品采购价格保持稳定，对供应商依赖度仍非常高。

（2）产品销售

2017 年，公司销售模式和结算模式较上年无变化，仍以银行汇款方式为主。

随着医疗器械行业稳步发展、居民生活水平提高和医疗支出、加上公司加大市场拓展，公司进口产品销售情况良好，2017 年 Link 产品销售金额 16.58 亿元，较上年增长 8.30%；强生产品销售金额 15.61 亿元，较上年增长 6.63%。销售价格方面，Link 人工关节和强生 deputy 脊柱均价分别为 3.00 万元/台和 3.50 万元/台，销售价格较上年没有变化。

表 4　2016~2017 年公司进口产品销售总额情况（单位：亿元）

产品名称	2016 年	2017 年
Link 产品	15.31	16.58

强生产品	14.64	15.61

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2017 年，公司前五位销售客户仍以一、二线城市大型医疗机构为主，向前五位的客户销售额占公司销售金额的比例为 28.53%，较上年提高 5.16 个百分点，集中度尚可。

总体看，2017 年，公司代理配送产品销售金额保持快速增长，销售价格保持稳定，对主要客户的依赖度有所提升。

3. 生产销售业务

公司的生产销售业务采用自主采购原材料，经过设计加工成为产品后通过经销商进行销售。公司产品主要由“正天”和“金兴达”两个品牌构成，分别由天津正天医疗器械有限公司（以下简称“正天医疗”）和天津市金兴达实业有限公司（以下简称“金兴达实业”）负责运营，产品品类包括关节、脊柱、创伤等所有骨科内植入物产品。公司依托自身技术优势，集中资源设立了北京纳通医学科技研究院有限公司作为集团的研发平台，针对骨科植入物产品领域新产品及相关领域开发，并对集团现有产品生产工艺进行改进。

（1）原材料采购

公司采购的主要原材料是钛合金，2017 年，钛合金采购量 330.00 吨，较上年增长 3.13%；采购价格仍为 48.00 万元/吨，较上年未发生变动。采购集中度方面，公司向前五大供应商采购占比 65.25%，较上年上升 15.41 个百分点，分别为宝鸡鑫诺新金属材料有限公司（占比 23.64%）、常州康鼎医疗器械有限公司（占比 15.48%）、北京盛达青峻金属制品有限公司（占比 11.58%）、西安九洲生物材料有限公司（占比 7.84%）和西安赛特金属材料有限公司（占比 6.71%），公司对主要供应商依赖度仍较高。

表 5　2016~2017 年公司生产销售业务原材料采购情况（单位：吨、万元/吨）

项目		2016 年	2017 年
钛合金	采购量	320.00	330.00
	采购均价	48.00	48.00

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司原材料采购量有所提升，但公司原材料采购价格稳定，对主要供应商的依赖程度较高。

（2）产品生产

公司生产采用以销定产方式，按照年度销售计划制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 2017 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。

产能方面，截至 2017 年底，正天医疗和金兴达实业的产能分别为 9.00 亿元[1]和 1.50 亿元，均与上年底持平。2017 年，正天医疗产值 7.03 亿元，较上年增长 6.35%；金兴达实业产值 0.49 亿元，较上年增长 40.00%，主要系创伤类产品销售规模扩大所致。从产能利用率方面，2017 年，受产品销售影响，正天医疗产能利用率为 78.11%，较上年提高 4.67 个百分点；金兴达实业产能利用

[1] 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、产量的衡量单位。

率为 32.67%，较上年略有提升，但仍处于较低水平。公司产品产能利用率不高，主要系产品类别较多，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 6　2016~2017 年公司自有品牌产品产能及利用率情况（单位：亿元、%）

公司名称	项目	2016 年	2017 年
正天医疗	产能	9.00	9.00
	产值	6.61	7.03
	产能利用率	73.44	78.11
金兴达实业	产能	1.50	1.50
	产值	0.35	0.49
	产能利用率	23.33	32.67

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司自产的医疗器械产品产值有所增长；但受产品特点和生产设施自身的特性影响，公司产能利用率仍处于较低水平。

（3）产品销售

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。2017 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%~70%，较上年变化不大。

2017 年，正天医疗和金兴达实业合计销售 7.51 亿元，较上年增长 8.53%，主要系正天医疗销售量增加所致；其中正天医疗销售 7.02 亿元，较上年增长 6.53%；金兴达实业销售 0.49 亿元，较上年增长 48.48%，主要系公司加大市场拓展所致。销售价格方面，公司生产销售业务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。

表 7　2016~2017 年公司自有品牌产品销售收入情况（单位：亿元）

产品	2016 年	2017 年
正天产品	6.59	7.02
金兴达产品	0.33	0.49
合计	**6.92**	**7.51**

资料来源：公司提供
注：此表内销售金额与表 2 生产销售业务收入存在差异，主要是销售收入核算口径不同所致。表 2 营业收入包括销售收入和配送收入，故与表中销售额存在差异。

从公司经销商的集中度来看，截至 2017 年底，公司拥有超过 3,000 家经销商，分散度较高，销售集中度仍处于较低的水平。

总体看，2017 年，公司自有品牌产品销售收入保持增长，对单一客户依赖度仍较低。

4. 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，公司需要靠近需求建立库存。截至 2017 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，拥有仓库 108 个，仓储面积达 2.59 万平方米，拥有运输车辆 5 台，较上年底未发生变化。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%。

总体看，2017 年，公司仓储设施建设较上年未发生变化，仍采用自主配送和委托三方物流配送。

5. 经营关注

（1）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资格，将对公司收入规模和盈利能力造成重大负面影响。但公司与美国强生公司签署了正式的代理授权协议，是其脊柱产品在国内最大的二级代理商，总体看，公司失去上述代理权的可能性较低。

（2）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少，公司产品质量引发的大规模诉讼和赔偿风险较低。

（3）公司垫款经营，面临一定资金占用风险

公司与下游医院客户结算存在一定的账期，导致公司必须垫付资金维持运营，这要求公司具备充足的现金流和较强的筹资能力，一旦公司现金流断裂或者市场筹措资金出现问题则可能影响公司正常经营。

6. 未来发展

业务运营方面，公司拟推出具有自有知识产权的关节、脊柱、创伤全系列骨科产品；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；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；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，公司计划继续保持并不断强化国内一级市场营销网络的绝对优势；建立并完善分销管理体系，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。

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2017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，并出具了标准无保留审计意见。2017年根据修订后的《企业会计准则第16号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对2017年1月1日存在的政府补助采用未来适用法处理，对2017年1月1日前发生的政府补助不予追溯调整。2017年会计政策变更对公司净利润无实质影响。截至2017年底，公司纳入合并范围二级子公司12家，较上年底未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 81.15 亿元，负债合计 34.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 33.96 亿元。2017 年，公司实现营业收入 50.85 亿元，净利润（含少数股东损益）7.64 亿元，其中归属母公司所有者净利润 5.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.80 亿元。

2．资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 81.15 亿元，较年初增长 18.20%，主要系非流动资产增加所致；其中流动资产占比 62.03%，非流动资产占比 37.97%，仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 50.34 亿元，较年初增长 12.96%，主要系应收账款、其他应收款和存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 8.72%）、应收账款（占比 44.93%）、其他应收款（占比 7.88%）和存货（占比 35.32%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 4.39 亿元，较年初下降 38.93%，主要系 2016 年公司发行 7 亿元公司债券，使公司货币资金充裕，2017 年恢复正常水平所致。公司货币资金主要为银行存款（占比 93.17%）。截至 2017 年底，公司受限货币资金 0.25 亿元，系用于担保的定期存款或通知存款，受限占比不高。

截至 2017 年底，公司应收账款 22.62 亿元，较年初增长 16.20%，主要系公司销售收入增长引起应收账款增长所致；从应收账款余额的账龄看，1 年以内（含 1 年）占 89.46%，1~2 年的占 9.39%；应收账款按信用风险特征组合计提坏账准备和按账龄分析法计提坏账准备均为 0.78 亿元，计提比例为 3.33%；从应收账款余额集中度来看，公司应收账款前五位欠款合计占比 22.71%，集中度较低。

截至 2017 年底，公司其他应收款 3.97 亿元，较年初增长 180.71%，主要系公司 2017 年增加了中关村科技租赁有限公司保证金，以及与天津华典医疗技术公司和天津市天隆达建筑装饰有限公司等的款项，另外增加了器械押金、招标保证金和员工的备用金所致；从其他应收款余额的账龄来看，1 年以内（含 1 年）占 76.26%，1~2 年的占 15.53%，2~3 年的占 7.92%；其他应收款全部按信用风险特征组合计提坏账准备（0.09 亿元），计提比例为 2.26%；从其他应收款余额集中度来看，公司其他应收款前五位欠款合计占比 14.62%，集中度较低。

截至 2017 年底，公司存货 17.78 亿元，较年初增长 12.88%，主要系公司销售规模增大，为满足客户需求，公司增加了库存所致；公司存货主要包括原材料（占比 3.72%）、在产品（占比 5.40%）和库存商品（占比 90.58%）；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。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 30.81 亿元，较年初增长 27.89%，主要系可供出售金融资产和固定资产增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 57.71%）、固定资产（占比 22.80%）、无形资产（占比 9.69%）和在建工程（占比 8.18%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 17.78 亿元，较年初增长 34.41%，主要系公司 2017 年对深圳前海合信投资合伙企业（有限合伙）投资增加 4.50 亿元，对德国 BRICON 投资增加 0.06 亿元所致；公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，后续按成本法计量。

截至 2017 年底，公司固定资产 7.03 亿元，较年初增长 19.62%，主要系购置机器设备所致；固定资产中房屋及建筑物占比 8.17%，电子设备及其他占比 4.18%，办公设备占比 2.98%，机械设

备占比 83.93%；固定资产累计计提折旧 5.69 亿元，固定资产成新率 56.01%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司无形资产 2.98 亿元，较年初下降 1.69%；无形资产累计摊销 0.26 亿元，累计计提减值准备 0.03 亿元。

截至 2017 年底，公司受限资产总额为 8.64 亿元，占总资产的比例为 10.64%，受限资产占比较低，具体情况见下表。

表 8　截至 2017 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	账面价值	占资产比重	受限原因
货币资金	2,500.00	0.31	保证金
其他应收款	2,521.69	0.31	保函保证金
其他应收款	1,920.00	0.24	金融机构借款保证金
固定资产	25,809.82	3.18	金融机构借款抵押
长期股权投资	5,500.00	0.68	金融机构借款抵押
应收账款	48,100.00	5.93	金融机构借款质押
合计	**86,351.51**	**10.64**	**--**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，伴随公司业务发展，公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主，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；非流动资产以固定资产和可供出售金融资产为主，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2017 年底，公司负债合计 34.44 亿元，较年初增长 16.39%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债占 68.60%，非流动负债占 31.40%，仍以流动负债为主。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债 23.63 亿元，较年初增长 49.67%，主要系短期借款及应交税费增加所致；流动负债主要由短期借款（占比 60.75%）、应付账款（占比 9.65%）、应交税费（占比 11.22%）和一年内到期的非流动负债（占比 12.70%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 14.35 亿元，较年初增长 32.04%，主要系公司 2017 年浦发银行新增短期借款 5,370.89 万元，光大银行新增短期借款 5,231.27 万元，中关村银行新增短期借款 20,000.00 万元所致。

截至 2017 年底，公司应付账款 2.28 亿元，较年初下降 4.73%；公司应付账款全部为应付采购款。

截至 2017 年底，公司应交税费 2.65 亿元，较年初增长 474.20%，主要系公司计提应交税金所致。从构成来看，应交税费主要为增值税（占比 68.51%）和企业所得税（占比 20.98%）。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.00 亿元，较年初增长 167.33%，主要系公司“15 纳通 02”由应付债券科目转入一年内到期的非流动负债科目所致；其中，一年内到期的长期应付款占比为 33.32%，一年内到期的应付债券占比为 66.67%，其余为一年内到期的长期借款。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债 10.81 亿元，较年初下降 21.67%，主要系应付债券减少所致；非流动负债主要由应付债券（占比 64.73%）和长期借款（占比 30.00%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 3.24 亿元，较年初增长 1,226.41%，主要系公司 2017 年 3 月增加北清路总部基地项目长期银行贷款 3 亿元所致；其中抵押借款 3.00 亿元，将于 2025 年 2 月 8 日到期；质押借款 0.24 亿元，将于 2019 年 4 月 5 日到期所致。公司长期债务规模不大且到期时间分布较分散，集中偿付压力不大。

截至 2017 年底，公司应付债券 7.00 亿元，较年初下降 46.15%，主要系公司“15 纳通 01”已到期偿还 4 亿元；另有“15 纳通 02”（金额为 2 亿元）由应付债券科目转入一年内到期的非流动负债科目所致。

截至 2017 年底，公司全部债务为 28.74 亿元，较年初增长 9.77%，主要系短期债务增加所致；其中长期债务占比 37.52%，短期债务占比 62.48%，以短期债务为主。公司短期债务为 17.95 亿元，较年初增长 44.78%，主要系加大短期债务融资力度所致；长期债务为 10.78 亿元，较年初下降 21.78%，主要系偿还当期到期债务所致。从债务指标来看，截至 2017 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 42.44%、38.09%和 18.75%，较年初均有不同程度的下降，公司债务负担有所减轻，处于合理水平。

总体看，2017 年，公司负债仍以流动负债为主，债务规模有所增长，且短期债务占比仍较高，债务结构有待优化。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益（包括少数股东权益）46.71 亿元，较年初增长 19.57%，主要系未分配利润增加所致；其中归属于母公司的所有者权益为 33.96 亿元（占比 72.70%），实收资本占 4.42%，资本公积占 0.60%，未分配利润占 94.99%，所有者权益稳定性弱。

总体看，2017 年，公司所有者权益结构较年初有所增长，权益稳定性弱。

4．盈利能力

得益于公司产品良好的销售情况，2017年，公司实现营业收入50.85亿元，较上年增长14.35%；发生营业成本33.21亿元，较上年增长16.37%；实现营业利润9.26亿元，较上年增长8.54%；实现净利润7.64亿元，较上年增长7.11%。

期间费用方面，2017 年，公司费用总额 7.74 亿元，较上年增长 10.96%；其中销售费用 3.51 亿元（占比 45.35%），较上年增长 18.72%，主要系公司为拓宽市场，增加了市场投入费用所致；管理费用 2.56 亿元（占比 33.01%），较上年增长 12.79%，主要系公司举办活动支出较大、人员工资上涨、物价上涨等因素所致；财务费用 1.67 亿元（占比 21.63%），较上年下降 4.47%，主要系有息债务规模下降所致。2017 年，公司费用收入比为 15.23%，较上年下降 0.46 个百分点，公司费用控制能力一般。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别从上年的 14.58%、15.86%和 20.10%下降至 12.68%、14.01%和 17.83%，公司盈利能力有所下降。

总体看，2017 年，公司营业收入和盈利水平保持增长，费用控制能力一般，整体盈利能力有所下降。

5．现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入 56.32 亿元，较上年增长 15.14%，主要系销售规模扩大，收到的现金增加所致；经营活动现金流出 52.72 亿元，较上年增长 10.23%，主要系公司采购支出现金增加以及提高支付供应商货款及时性所致；受以上因素影响，公司经营活动产生的现金流量净流入 3.60 亿元，净流入规模较上年增长 231.28%。从收入实现质量来看，2017 年，

公司的现金收入比为108.20%，较上年提高1.60个百分点，收入实现质量仍较好。

从投资活动看，2017年，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出7.48亿元，较上年增长23.91%，主要系公司参与中国科学器材有限公司的国企混改，投资支出增加所致；受以上因素影响，公司投资活动产生的现金净流出7.48亿元，净流出规模较上年增长48.60%。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入22.16亿元，较上年下降22.70%，主要系公司2016年新增了7亿元的公司债券，本年度恢复正常水平所致；筹资活动现金流出21.07亿元，较上年增长6.32%；受以上因素影响，公司筹资活动产生的现金净流入1.09亿元，较上年下降87.73%。

总体看，2017年，公司经营活动净现金流入有所增长，但仍无法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

从短期偿债能力指标来看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为2.13倍和1.38倍，均较年初小幅下降；公司现金短期债务比为0.24倍，较年初的0.58有所下降，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力有所减弱。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为11.87亿元，较上年增长8.69%；从EBITDA构成来看，折旧占比10.60%、摊销占比0.98%、计入财务费用的利息支出占比10.72%、利润总额占比77.70%。2017年，公司EBITDA利息倍数从上年的9.36倍下降至8.44倍，EBITDA对利息的保障程度仍较高；EBITDA全部债务比从上年的0.42倍下降至0.41倍，EBITDA对全部债务的保障程度仍较强。整体看，公司长期偿债能力仍较强。

截至2017年底，公司及控股子公司已获银行授信额度合计29.20亿元，其中尚未使用的有11.00亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年底，公司无重大未决诉讼、仲裁或行政处罚案件。

截至2017年底，公司对外担保余额2.03亿元，其中对关联方伊宁（天津）医疗器械有限公司担保余额1.80亿元；公司对外担保余额占净资产比例为4.35%，占比较小，或有偿债风险较小。

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2018年4月24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，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017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4.39亿元，为“15纳通02”、“16纳通01”和“16纳通02”债券待偿本金合计（9亿元）的0.49倍，公司现金类资产对上述债券的覆盖程度尚可；净资产46.71亿元，约为“15纳通02”、“16纳通01”和“16纳通02”债券待偿本金（9亿元）的5.19倍，公司较大规模净资产能够对上述债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为11.87亿元，约为“15纳通02”、“16纳通01”和“16纳通02”债券待偿本金（9亿元）的1.32倍，公司EBITDA对上述债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入56.32亿元，约为“15纳通02”、“16纳通01”和“16纳通02”债券待偿本金（9亿元）的6.26倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并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、代理权限等方面的竞争优势，公司对“15 纳通 02”、“16 纳通 01”和“16 纳通 02”债券的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为国内大型骨科植入物代理及生产、销售企业，在品牌代理、销售规模、销售渠道等方面仍具有较强的综合竞争实力，营业收入和盈利规模保持稳定增长。同时，联合评级也关注到公司代理配送业务对主要供应商依赖程度较高、部分大客户结算周期较长、期间费用对公司利润侵蚀明显、所有者权益稳定性弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着国内医疗器械行业稳步发展以及公司自有产品生产销售体系更加完善，公司盈利能力有望进一步提高。

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

附件 1　北京纳通科技集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	68.66	81.15
所有者权益（亿元）	39.07	46.71
短期债务（亿元）	12.39	17.95
长期债务（亿元）	13.79	10.78
全部债务（亿元）	26.18	28.74
营业收入（亿元）	44.47	50.85
净利润（亿元）	7.14	7.64
EBITDA（亿元）	10.92	11.87
经营性净现金流（亿元）	1.09	3.60
应收账款周转次数（次）	2.41	2.34
存货周转次数（次）	1.93	1.98
总资产周转次数（次）	0.73	0.68
现金收入比率（%）	106.61	108.20
总资本收益率（%）	14.58	12.68
总资产报酬率（%）	15.86	14.01
净资产收益率（%）	20.10	17.83
营业利润率（%）	35.08	33.56
费用收入比（%）	15.69	15.23
资产负债率（%）	43.10	42.44
全部债务资本化比率（%）	40.12	38.09
长期债务资本化比率（%）	26.08	18.75
EBITDA 利息倍数（倍）	9.36	8.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.42	0.41
流动比率（倍）	2.82	2.13
速动比率（倍）	1.83	1.38
现金短期债务比（倍）	0.58	0.24
经营现金流动负债比率（%）	6.88	15.23
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.21	1.32

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；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；除特别说明外，均指人民币；2、长期应付款已计入长期债务和全部债务计算；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。