信用评级公告

联合〔2021〕5185号

联合资信评估股份有限公司通过对蓝帆医疗股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持蓝帆医疗股份有限公司主体长期信用等级为AA，“蓝帆转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

蓝帆医疗股份有限公司
公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级		上次评级	
	级别	展望	级别	展望
蓝帆医疗股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
蓝帆转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
蓝帆转债	31.44	16.60	2026/5/28

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 蓝帆转债的债券余额为截至 2021 年 3 月底数据；3. 发行规模和债券余额的单位为“亿元”

评级时间：2021 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，蓝帆医疗股份有限公司（以下简称“蓝帆医疗”或“公司”）健康防护产品产销量均有大幅增长，产销率保持在较高水平，营业收入和利润规模实现大幅增长，收入实现质量良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到高值耗材行业政策变化，商誉规模较大且存在减值风险，原材料价格波动等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目产能释放以及销售网络的不断拓展，公司整体实力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“蓝帆转债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **2020 年，公司健康防护产品产销量均有大幅增长，产销率保持在较高水平。**2020 年，公司健康防护产品产能同比增长 39.27%，产量同比增长 26.58%；销量同比增长 40.51%；产销率同比上升 11.37 个百分点至 114.70%。
2. **2020 年，公司营业收入和利润规模实现大幅增长。**2020 年，公司实现营业收入 78.69 亿元，同比增长 126.42%；实现利润总额 20.18 亿元，同比增长 250.23%。
3. **公司收入实现质量良好。**2020 年，公司经营活动现金净流入 36.72 亿元，同比增长 369.03%；现金收入比为 102.37%，收入实现质量良好。

关注

1. **高值耗材行业政策调整较大，给企业经营发展带来压力。**2020 年 11 月，国家组织冠脉支架集中带量采购结果开标，支架价格从均价 1.3 万元左右下降至 700 元左右，相同企业的相同产品平均降价 93%，价格降幅较大。高值耗材行业政策调整较大，随着行业改革的推进，高值耗材价格面临持续下行的压力，给公司盈利能力带来压力。
2. **公司商誉规模较大，存在进一步减值风险。**截至 2020 年底，公司商誉 54.12 亿元，占非流动资产的比例为

分析师： 杨　涵
李敬云
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

54.92%；公司商誉规模较大，未来如被收购单位经营业绩未达预期，公司将面临商誉进一步减值风险。

3. **主要原材料价格波动较大，不利于公司生产成本控制。**2020 年，受行业需求大幅增加影响，公司糊树脂和丁腈胶乳的采购平均价格分别同比增长 82.40%和 115.19%。若未来大宗交易原材料价格继续上涨，不利于公司成本成本控制。
4. **控股股东股权质押比例较高。**截至 2021 年 5 月 29 日，公司控股股东淄博蓝帆投资有限公司质押公司股份数量为 17998.40 万股，占其所持股份的 61.50%，质押比例较高。
5. **公司健康防护产品业务面临产能过剩风险。**未来，若新冠肺炎疫情在短期内得到有效控制，市场需求扩张不及预期，同行业新建产能不断释放，这些因素可能导致公司健康防护产品业务面临产能过剩风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	19.00	22.48	48.15	39.80
资产总额（亿元）	126.98	132.59	170.35	177.38
所有者权益（亿元）	78.00	84.63	98.17	126.83
短期债务（亿元）	13.22	17.35	22.76	3.90
长期债务（亿元）	24.36	19.44	33.84	31.87
全部债务（亿元）	37.57	36.79	56.59	35.77
营业收入（亿元）	26.53	34.76	78.69	31.67
利润总额（亿元）	3.58	5.76	20.18	18.61
EBITDA（亿元）	5.76	8.89	24.38	--
经营性净现金流（亿元）	6.49	7.83	36.72	11.17
营业利润率（%）	39.48	45.90	63.96	68.35
净资产收益率（%）	4.56	6.14	17.96	--
资产负债率（%）	38.58	36.17	42.37	28.50
全部债务资本化比率（%）	32.51	30.30	36.57	22.00
流动比率（%）	140.63	129.62	196.47	418.52
经营现金流动负债比（%）	28.15	29.46	100.47	--
现金短期债务比（倍）	1.44	1.30	2.12	10.20
EBITDA 利息倍数（倍）	7.60	7.78	12.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.53	4.14	2.32	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	77.23	81.88	130.04	132.60
所有者权益（亿元）	70.32	70.69	86.03	101.07
全部债务（亿元）	3.00	7.35	37.32	25.05
营业收入（亿元）	6.07	8.06	27.73	11.74
利润总额（亿元）	3.96	-0.28	11.32	5.59
资产负债率（%）	8.95	13.66	33.84	23.78
全部债务资本化比率（%）	4.09	9.42	30.26	19.86
流动比率（%）	63.24	62.88	245.17	300.86
经营现金流动负债比（%）	14.32	9.50	78.10	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.11	1.63	1.78

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 2018—2020 年底，公司本部中已将其他应付款中的的有息债务部分计入债务中；3. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
蓝帆转债	AA	AA	稳定	2020/6/29	李彤 高佳悦	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论	阅读全文
蓝帆转债	AA	AA	稳定	2019/10/18	唐玉丽 高佳悦	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由蓝帆医疗股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：杨溪

联合资信评估股份有限公司

蓝帆医疗股份有限公司
公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于蓝帆医疗股份有限公司（以下简称“蓝帆医疗”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

蓝帆医疗前身为淄博蓝帆塑胶制品有限公司（以下简称“蓝帆塑胶”），成立于 2002 年 12 月，系由山东齐鲁增塑剂股份有限公司以及中轩投资有限公司共同发起设立的中外合资企业，初始注册资本 1000 万元。2007 年 9 月，蓝帆塑胶整体变更为股份公司。2010 年 4 月，公司首次面向公众投资者公开发行 2000 万股股票，并在深圳证券交易所上市，股票简称为“蓝帆股份”，股票代码为“002382.SZ”。2014 年 7 月，公司名称变更为现名，股票简称变更为“蓝帆医疗”，股票代码维持不变。

2018 年，公司向淄博蓝帆投资有限公司（以下简称“蓝帆投资”）、北京中信投资中心（有限合伙）以及特定投资者非公开发行共计 46969.11 万股股票。截至 2021 年 3 月底，公司实收资本为 104743.64 万元，控股股东为蓝帆投资，持股比例为 27.94%；李振平先生为公司实际控制人。截至 2021 年 5 月 29 日，蓝帆投资质押公司股份数量为 17998.40 万股，占其所持股份的 61.50%，质押比例较高，占公司总股本的 17.07%；实际控制人李振平先生直接持有的公司股份无质押。

2020 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2021 年 3 月底，公司合并报表范围子公司 56 家；公司内设财务管理中心、资本证券中心、战略发展中心、研究开发中心、人力资源中心等职能部门；公司在职员工共 7960 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 170.35 亿元，所有者权益 98.17 亿元（含少数股东权益 11.49 万元）。2020 年，公司实现营业收入 78.69 亿元，利润总额 20.18 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 177.38 亿元，所有者权益 126.83 亿元（含少数股东权益 1.22 万元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 31.67 亿元，利润总额 18.61 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市齐鲁化学工业区清田路 21 号；法定代表人：刘文静。

三、债券概况及募集资金使用情况

2020 年 5 月 28 日，公司发行“蓝帆医疗股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本期可转债”），发行规模为 31.44 亿元，债券期限为 6 年。本期可转债于 2020 年 6 月 19 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称为“蓝帆转债”，债券代码为“128108.SZ”。

“蓝帆转债”采取累进利率，第一年为 0.40%、第二年为 0.60%、第三年为 1.00%、第四年为 1.50%、第五年为 1.80%、第六年为 2.00%。蓝帆转债采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日，即 2020 年 5 月 28 日。每年的付息日为本期可转债发行首日起每满一年的当日。偿还方式上，在“蓝帆转债”期满五个交易日内，公司将以债券票面面值的 108%（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。

转股期限方面，“蓝帆转债”转股期为 2020 年 12 月 3 日至 2026 年 5 月 27 日。

转股价格方面，“蓝帆转债”的初始转股价格为 17.79 元/股，截至 2021 年 3 月底，转股价未发生调整。2021 年 1－3 月，蓝帆转债因转股减少 11.83 亿元，转股数量为 6648.94 万股。截至 2021 年 3 月底，公司可转债余额为 16.60 亿元。

截至 2021 年 3 月底，“蓝帆转债”募集资金已按照募集说明书中约定使用 27.21 亿元，余额为 2.24 亿元，募投项目未发生变化。下一付息日为 2022 年 5 月 28 日。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
蓝帆转债	31.44	16.60	2020/5/28	6

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1．宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	-
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本**

培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1．行业概况

2020 年，中国医疗器械行业仍处于快速发展时期，未来市场潜力较大；新冠肺炎疫情爆发导致防护物资需求旺盛。

截至 2020 年底，中国医疗器械市场规模约为 7341 亿元，同比增长 18.3%，约为全球医疗器械行业增速的 4 倍，维持在较高增长水平；已成为全球第二大医疗器械市场。从医疗器械市场规模与药品市场规模的对比来看，全球医疗器械市场规模约为全球药品市场规模的 33%，中国该比例仅为 12%，中国医疗器械市场潜力仍较大。根据火石创造平台数据，截至 2020 年底，中国医疗器械生产企业数量达 30047 家，较上年底增长 66.24%。其中，可生产I类产品企业 15924 家，可生产II类产品 13813 家，可生产III类产品 2310 家。与医药市场相比，中国医疗器械市场仍处于发展早期阶段。随着中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，2020 年，全国居民人均可支配收入 32189 元，同比增长 4.7%。其中，城镇居民人均可支配收入 43834 元，增长 3.5%。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 年是中国快速老龄化阶段。这一阶段，中国将平均每年增加 596.00 万老年人口，年均增长速度达到 3.28%，大幅超过总人口年均 0.66%的增长速度，人口老龄化进程明显加快。根据国家卫建委统计信息中心数据，截至 2021 年 3 月底，全国医疗卫生机构数达 102.6 万个，与 2020 年 3 月底比较，全国医疗卫生机构增加 17273 个。其中，医院增加 1170 个，基层医疗卫生机构增加 17572 个，专业公共卫生机构减少 1624 个。截至 2021 年 3 月底，医院 3.6 万个。其中，公立医院 1.2 万个，民营医院 2.4 万个。与 2020 年 3 月底比较，公立医院减少 76 个，民营医院增加 1246 个。基层医疗卫生机构 97.3 万个，其中社区卫生服务中心（站）3.5 万个，乡镇卫生院 3.6 万个，村卫生室 60.9 万个，诊所（医务室）6.3 万个。

上游原材料方面，健康手套行业所需原料主要为 PVC 糊树脂等大宗商品，供应量充足但价格易产生波动。2020 年，PVC 期货结算价持续波动，不利于行业生产成本控制。

图 1　2020 年 PVC 期货结算价（活跃合约）走势图



资料来源：wind

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，各类医疗防护物资需求急速增长。2020 年 3 月，世卫组织宣布新冠肺炎疫情构成全球大流行，尽管国内疫情逐渐得到控制，全球疫情仍处于高发阶段，对医用防护手套等防护物资的需求依然旺盛。

2．行业政策

2020 年，医疗器械行业相关政策陆续发布，高值耗材集采给企业经营带来压力；但集采有利于提升行业集中度，未来更有创新实力和创新意愿的企业可能获得更多发展机会。

2020 年 1 月，中华人民共和国国家卫生健康委员会发布《关于印发第一批国家高值医用耗材重点治理清单的通知》，将导丝、血管支架、耳内假体等18类耗材列为第一批国家高值医用耗材重点治理清单。2020 年 7 月，中华人民共和国国务院发布《关于印发深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务的通知》，其中提出要完善药品耗材采购政策，开展高值医用耗材集中采购试点。目前，第一批医用耗材国采已经完成，从带量采购结果看，以冠脉支架为例，价格从均价 1.3 万元左右下降至 700 元左右，与 2019 年相比，相同企业的相同产品平均降价 93%，国内产品平均降价 92%，进口产品平均降价 95%，高值耗材的集采政策给企业的经营带来较大压力。

2020 年 6 月，国家药品监督管理局为加强医疗器械产品注册工作的监督和指导，进一步提高注册审查质量，发布了关于热湿交换器注册技术审查指导原则等 8 项注册技术审查指导原则的通告。并陆续发布了家用体外诊断医疗器械注册技术审查指导原则等 7 项注册技术审查指导原则、电子上消化道内窥镜和眼底照相机 2 项注册技术审查指导原则等。医疗器械注册技术审查指导原则，涉及产品注册、临床评价以及临床试验等，有效地规范了医疗器械产品注册申报和技术审评工作，有利于提高中心技术审评质量和效率。

2020 年 6 月，国家医疗保障局、国家税务总局等制定印发了《关于做好 2020 年城乡居民基本医疗保障工作的通知》，明确在 30 个城市开展疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点工作，推进医保支付方式改革，完善医保总额管理。DRG 使医院转换思路，把药品、耗材、检查、化验等原本的收入来源转化为成本项，减少不必要的医疗服务。为尽可能降低成本，医院将从源头上对耗材、试剂等的采购价格进行挤压。国家医疗保障局推进医保支付方式改革，普遍实施按病种付费为主的多元复合式支付方式。

2020 年 7 月，中华人民共和国国务院发布《关于做好自由贸易试验区第六批改革试点经验复制推广工作的通知》，其中提到医疗器械注册人委托生产模式。医疗器械注册人除自行生产产品外，可委托具备相应生产条件的企业生产产品。医疗器械注册人委托生产模式负责单位为国家药监局，推广范围为全国。

3．未来发展

高端器械国产化将是未来中国医疗器械行业主要发展方向，行业发展前景良好。但同时，随着集采政策的实施，部分高值耗材面临降价压力。

医疗器械是医疗健康事业发展的基础支撑，反映出整体社会医疗健康发展水平，相对于发达国家，中国医疗器械产业发展水平相对较低，但速度较快。随着老年患者增多、三胎开放以及家庭医疗扩大等基本国情变化，中国形成广阔的医疗市场新需求；生物材料、基因测序、人工

智能以及移动医疗等技术不断进步，为医疗器械的升级换代创造基本前提。同时，中国人口老龄时代的来临、医疗科技水平的突破以及消费能力的提升，将进一步拉动医疗器械市场需求，推动行业保持旺盛的发展态势。目前，国内已有企业在部分领域拥有较强自主研发实力，并不断尝试突破相关核心技术。随着医疗普及范围的进一步扩大、国民医疗经济负担的不断降低、导向性政策的鼓励扶持，以及医疗器械关键技术的不断突破，未来高端医疗器械国产化趋势将成为必然。

但同时，针对高值耗材的集采陆续开展，部分中标耗材降价幅度较大；随着集采政策的陆续推进，部分高值耗材面临降价压力。

六、基础素质分析

1．产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司控股股东为蓝帆投资，持股比例为 27.94%；李振平先生为公司实际控制人。截至 2021 年 5 月 29 日，蓝帆投资质押公司股份数量为 17998.40 万股，占其所持股份的 61.50%，质押比例较高；实际控制人李振平先生直接持有的公司股份无质押。

2．企业规模及竞争力

公司形成以健康防护产品和心脑血管产品为主的业务板块，生产能力较强且能够形成规模优势，拥有较为稳定且优质的客户资源，在相应市场具有较强的竞争优势。

公司主要从事健康防护产品（医疗手套、防护手套、急救箱包、医用敷料等）以及心脏支架及介入性心脏手术相关器械的研发、生产和销售。公司通过 2018 年重大资产重组并购 Biosensors International Group, Ltd.（以下简称“柏盛国际”）和通过 2020 年公开发行可转债募集资金收购瑞士 NVT AG 公司后，逐步深入心脑血管产品业务领域，形成以中低值医疗耗材和高值医疗耗材业务并列发展的业务生态。

健康防护产品板块，公司防护手套产品同时涵盖 PVC 手套、丁腈手套、TPE 手套、CPE 手套、乳胶手套等，为行业内唯一一家拥有全品类手套的公司。公司主要客户包括 Cardinal Health、Mckesson、HCA（美国医院集团）等国际知名医药经销商及终端用户，以及沃尔玛等多家世界 500 强企业。公司拥有较为完整的产业链配套优势，部分主要原材料可以从蓝帆集团股份有限公司及其下属企业采购，为公司原材料的质量和稳定供货提供了进一步保障，可以在原料、生产、消耗、检修、仓储、物流等多个环节降本增效。此外，公司通过对生产设备和生产线的自主研发，实现了整个生产过程的自动化和关键工序的智能化。

心脑血管产品板块，柏盛国际是全球第四大心脏支架研发、生产和销售企业，产品类别以心脏介入器械产品为主，同时涵盖裸金属支架、药物洗脱支架、药物涂层支架、球囊导管及其他介入性心脏手术配套产品。柏盛国际先后研制了世界上第一个采用可降解聚合物技术的雷帕霉素（西罗莫司）药物洗脱支架爱克塞尔®（EXCEL）、全球最早的聚合物可降解的药物洗脱支架之一的 BioMatrix™ 系列支架，以及全球最早的无聚合物药物涂层支架之一 BioFreedom™，其中 BioFreedom™ 是全球范围内第一个获得指南推荐的专门针对高出血风险 HBR 病人使用的支架，能够将 PCI 手术后服用抗血小板药物的时间从 12 个月降至 1 个月左右的支架产品，治疗理念和性能处于行业领先地位。BioFreedom™ 的升级版冠脉支架 BioFreedom Ultra™获得了欧洲 CE 认证，进入了法国、英国、意大利、丹麦、瑞典等 12 个国家和地区。NVT AG 公司在结构性心脏病领域具有较强的研发实力，其核心产品经导管主动脉瓣置换术（TAVR）的植入器械 Allegra™在 2017 年 3 月取得欧盟 CE，是全球第五家取得欧洲 CE 注册的 TAVR 生产企业，前四家分别为均为综合性跨国医疗器械行业巨头，又在 2020 年成为欧洲首个获批的“瓣中瓣”适应症。

专利方面，健康防护产品板块，截至 2020 年底，公司累计获得专利超 80 项，其中 2020 年新增专利 16 项。心脑血管产品板块，截至 2020

年底，公司累计获取专利超 320 项。

产能方面，健康防护产品板块，2020 年，公司手套产能新增约百亿支。2021 年，随着 PVC 手套、丁腈手套、TPE 手套、乳胶手套等多个项目建成投产，预计释放产能约 220 亿支，届时手套产能累计超过 520 亿支。心脑血管产品板块，截至 2020 年底，公司心脑血管产品已配备 6 条完整的金属支架、输送系统及药物支架生产线，机械设备产能达 142.6 万条/年。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：91370000744521618L），截至 2021 年 5 月 2 日，公司未结清/已结清信贷信息中不存在关注类和不良/违约类记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2021 年 6 月 23 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

截至2021年3月底，公司董事、监事和高级管理人员均有所变动，主要管理制度连续，经营运作正常。

截至 2021 年 3 月底，公司各项管理制度未发生较大变化，公司董事、监事、高级管理人员人数符合最新公司章程规定，变动情况如下表所示：

表3 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动类型	原因	日期
李炳容	原董事、总裁	离任	退休	2020 年 1 月 9 日
刘东	原董事	离任	任届届满	2020 年 5 月 6 日
唐柯	原董事	离任	任期届满	2020 年 5 月 6 日
路莹	原独立董事	离任	任期届满	2020 年 5 月 6 日
钱克强	原副总裁	离任	个人原因	2021 年 2 月 26 日
商卫华	原职工代表监事	离任	个人原因	2020 年 12 月 4 日
宗秋月	职工代表监事	被选举	职工代表大会选举	2020 年 12 月 4 日
刘文静	总裁	聘任	董事会审议	2020 年 1 月 10 日

资料来源：联合资信整理

八、重大事项

根据资产评估报告，公司计提了较大规模商誉减值准备；CBCH II 未完成 2020 年度业绩承诺，涉及的盈利补偿措施已经公司董事会及股东大会审议通过。

根据万隆（上海）资产评估有限公司出具的《蓝帆医疗股份有限公司以财务报告为目的进行商誉减值测试涉及的收购CBCH II及CBCH V后商誉所在资产组组合可回收价值资产评估报告》，公司对商誉计提了17.55亿元的减值准备，减少公司2020年利润总额17.55亿元，减少公司归母净利润17.55亿元。

根据公司与蓝帆投资等交易对方签署的《关于CB Cardio Holdings II Limited之盈利预测补偿协议》和与北京中信投资中心（有限合伙）（后更名为北京信聿投资中心（有限合伙），以下简称“北京信聿”）签署的《关于CB Cardio Holdings V Limited之盈利预测补偿协议》（以下简称“《盈利预测补偿协议》”），蓝帆投资、北京信聿及管理层股东承诺CBCH II 2020年度实现的净利润不低于5.40亿元，根据德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《蓝帆医疗股份有限公司重大资产重组标的公司利润承诺实现情况审核报告》，受新冠肺炎疫情在全球范围内爆发且蔓延的影响，2020年度CBCH II实现的扣除非经常损益后净利润为3.40亿元，尚未完成2020年度业绩承诺，实现率约为63%。截至2020年底，CBCH II累积实现扣除非经常损益后净利润为11.92亿元，累积实现率约为87%。

根据盈利预测补偿协议，公司就蓝帆投资及北京信聿补偿的股份，首先采用股份回购注销方案，蓝帆投资及北京信聿补偿的股份将由公司分别以1元总价进行回购并予以注销。《关于重大资产重组标的业绩补偿方案的议案》、《关于提请股东大会授权公司董事会全权办理重大资产重组标的业绩补偿后续事项的议案》已经公司2021年6月8日召开的2020年年度股东大会审议通过，公司董事会将在股东大会的授权下全权办理业绩补偿后续事项。联合资信将

持续跟进上述事项的进展情况。

九、经营分析

1．经营概况

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司医用及防护手套需求大幅增加，营业收入和净利润规模大幅增长，但计提的商誉减值准备对利润规模影响较大，公司业务综合毛利率大幅提升。

跟踪期内，公司仍以健康防护产品、心脏支架及介入性心脏手术相关器械的研发、生产和销售为主要业务。

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司医用及防护手套需求大幅增加，公司实现营业收入78.69亿元，同比增长126.42%；实现利润总额20.18亿元，同比增长250.23%；实现净利润17.63亿元，同比增长239.40%。公司对商誉计提了17.55亿元的减值准备，减少利润总额17.55亿元，减少归母净利润17.55亿元。

从各板块收入来看，2020年，公司健康防护产品业务收入为67.53亿元，同比增长302.39%，主要系新冠肺炎疫情影响，公司医用及防护手套需求大幅增加所致；占营业收入的比重同比上升37.53个百分点至85.81%。2020年，公司心脑血管产品业务收入为9.86亿元，同比下降43.24%，主要系全球新冠肺炎疫情影响，经皮冠状动脉介入治疗（PCI）手术量下降所致。2020年，公司其他业务占比较低，占营业收入的比重下降0.07个百分点至1.66%。

2020年11月，国家组织冠脉支架集中带量采购结果在天津开标，产生拟中选产品10个，支架价格从均价1.3万元左右下降至700元左右，价格降幅较大；医疗机构临床常用的主流产品基本中选，覆盖医疗机构意向采购量的70%以上；与2019年年相比，相同企业的相同产品平均降价93%，国内产品平均降价92%，进口产品平均降价95%；公司心跃™（EXCROSSAL）支架在此次带量采购中中标，中选价格为469元/个，自2021年1月1日起正式实施。

从毛利率来看，2020年，公司健康防护产品业务毛利率为63.48%，同比上升48.18个百分点，主要系医疗及防护手套产品价格上涨所致。2020年，公司心脑血管产品业务毛利率为71.72%，同比下降6.04个百分点，主要系部分产品价格调整所致。受上述因素影响，公司业务综合毛利率为64.40%，同比上升17.77个百分点。

表4　2018－2020年公司营业收入构成及毛利率情况(单位：万元、%)

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
健康防护产品	159893.98	60.27	23.91	167815.66	48.28	15.30	675271.13	85.81	63.48
心脑血管产品	101273.30	38.17	67.56	173733.61	49.99	77.76	98606.10	12.53	71.72
其他	4144.73	1.56	--	6012.14	1.73	--	13065.29	1.66	--
合计	**265312.01**	**100.00**	**40.57**	**347561.42**	**100.00**	**46.63**	**786942.51**	**100.00**	**64.40**

资料来源：公司年报

2021 年 1－3 月，受医用及防护手套需求延续影响，公司实现营业收入 31.67 亿元，同比增长 253.01%，毛利率为 68.83%，较上年同期上升 27.53 个百分点；实现利润总额 18.61 亿元，同比增长 975.15%；实现净利润 17.18 亿元，同比增长 1055.65%。

2．产品生产

2020 年，公司健康防护产品的产能和产量均大幅增加，产能利用率仍维持在较高水平；受 PCI 手术量下降影响，公司心脑血管产品产量和产能利用率均有不同幅度下降。

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司医用及防护手套需求大幅增加，公司健康防护产品产能同比增长 39.27%，产量同比增长 26.58%；受上述因素和新建产能尚未全部达产影响，公司健康防护产品产能利用率同比下降 8.74 个百分点，但仍维持在较高水平。2020 年，公司心

脑血管产品产能较上年未发生变化；受全球新冠肺炎疫情影响，经皮冠状动脉介入治疗（PCI）手术量下降所致，公司心脑血管产品产量同比下降 28.80%，产能利用率同比下降 24.56 个百分点。

表5　2018－2020年公司主要产品产能及产量情况

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年
健康防护产品	产能（亿支/年）	160.50	175.00	243.72
	产量（亿支）	154.55	167.89	212.52
	产能利用率（%）	96.29	95.94	87.20
心脑血管产品	产能（万支/年）	79.90	102.00	102.00
	产量（万支）	76.90	86.95	61.91
	产能利用率（%）	96.24	85.26	60.70

注：心脑血管产品产能为实际人工产能
资料来源：公司提供

3．原材料采购

2020 年，受行业需求量大幅增加影响，公司糊树脂和丁腈胶乳的采购均价上涨幅度较大；公司心脑血管产品药物和海波管的采购量和采购均价均有不同程度下降；公司整体采购集中度尚可。

公司健康防护产品业务主要原材料采购包括糊树脂、增塑剂和降粘剂等。2020 年，增塑剂和降粘剂行业供应量充足，公司采购量分别同比增长 9.71%和 29.30%，采购均价分别同比下降 3.63%和 19.18%。2020 年，受医用及防护手套需求大幅增加影响，公司糊树脂和丁腈胶乳采购量均大幅增加，采购量分别同比增长 35.87%和 40.61%。2020 年，受行业需求大幅增加影响，公司糊树脂和丁腈胶乳的采购平均价格分别同比增长 82.40%和 115.19%。

表6　2018－2020年公司健康防护产品业务主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年
糊树脂	采购量	35412.86	36209.20	49198.50
	平均采购价格	6261.20	6742.76	12299.12
增塑剂	采购量	30552.66	32544.70	35704.53
	平均采购价格	7997.71	7233.48	6970.71
降粘剂	采购量	9379.96	7865.35	10169.96
	平均采购价格	6094.99	5404.90	4368.08
丁腈胶乳	采购量	11271.70	30423.99	42777.83
	平均采购价格	7555.80	6578.77	14156.64

资料来源：公司提供

从 2019 年开始，公司心脑血管产品业务原材料不锈钢支架与钴铬合金支架实现自产。受经皮冠状动脉介入治疗（PCI）手术量下降影响，公司药物和海波管的采购金额下降幅度均较大，分别同比下降 40.38%和 38.02%。2020 年，公司药物和海波管的平均采购均价分别同比下降 5.24%和 2.82%。

表7　2018－2020年公司心脑血管产品主要原材料采购均价及采购量情况

名称	项目	2018 年	2019 年	2020 年
不锈钢支架	采购金额（万美元）	264.33	--	--
	平均采购价格（美元/支）	17.88	--	--
药物	采购金额（万美元）	374.17	401.64	239.44
	平均采购价格（美元/毫克）	7.43	8.58	8.13
海波管	采购金额（万美元）	366.68	324.78	201.29

	平均采购价格（美元/根）	4.41	4.26	4.14
钴铬合金支架	采购金额（万美元）	20.27	--	--
	平均采购价格（美元/支）	17.46	--	--

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2020 年，公司向前五名供应商采购金额合计 9.31 亿元，占年度采购总额的比例为 33.12%，原材料采购集中度较高；前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额的 13.73%。

2020 年，公司和供应商的结算方式和结算周期未发生较大变化。

4．产品销售

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司医用及防护手套需求大幅增加，公司健康防护产品销量增幅较大，销售价格实现较大幅度上涨，产销情况良好；心脑血管产品产销率有所下降；公司销售区域仍以境外为主。2021 年 1 月 1 日起，公司心跃™（EXCROSSAL）支架将执行 469 元/个的中标价格，价格降幅较大。

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司医用及防护手套需求大幅增加，公司健康防护产品销量同比增长 40.51%；产销率同比上升 11.37 个百分点至 114.70%，产销情况良好。2020 年，受需求大幅增加影响，公司健康防护产品价格实现较大幅度上涨。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，经皮冠状动脉介入治疗（PCI）手术量下降，公司心脑血管产品销量同比下降 36.25%，产销率同比下降 9.36 个百分点。2020 年 11 月，国家组织冠脉支架集中带量采购结果在天津开标，支架价格从均价 1.3 万元左右下降至 700 元左右，价格降幅较大；公司心跃™（EXCROSSAL）支架在此次带量采购中中标，中选价格为 469 元/个，自 2021 年 1 月 1 日起正式实施。

表8　2018－2020年公司主要产品销售情况

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年
健康防护产品	产量（亿支）	154.55	167.89	212.52
	销量（亿支）	156.02	173.48	243.75
	产销率（%）	100.95	103.33	114.70
	产量（万支）	76.90	86.95	61.91
心脑血管产品	销量（万支）	66.60	77.80	49.60
	产销率（%）	86.61	89.48	80.12

资料来源：公司提供

2020 年，公司境外销售额占销售总额的 77.97%，同比上升 9.51 个百分点，公司销售仍以境外为主，主要销售区域为欧美、亚太、中东等地；仍以美元结算为主，存在一定汇率波动风险。

表9　2018－2020年公司主要产品销售区域情况

（单位：亿元、%）

区域	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	6.03	22.73	10.96	30.54	17.33	22.03
境外	20.50	77.27	23.80	68.46	61.36	77.97
合计	**26.53**	**100.00**	**34.76**	**100.00**	**78.69**	**100.00**

资料来源：公司提供

从销售集中度来看，2020 年，公司向前五名客户的销售额合计 17.65 亿元，占销售总额的比例为 22.42%，同比上升 7.42 个百分点，公司销售集中度尚可；前五名客户中无关联销售情况。

2020 年，公司与客户的结算方式和结算周期未发生较大变化。

5．经营效率

2020 年，公司营业收入快速增长，销售结算速度加快，整体经营效率有所提升。

2020 年，公司销售债权周转次数由 5.14 次上升至 9.00 次；存货周转次数由 4.42 次上升至 4.73 次；总资产周转次数由 0.27 次上升至 0.52 次，公司经营效率有所提升。

6．在建工程

在建项目投产后，公司产能规模将进一步扩大；但同时也面临产能过剩风险；项目资金来源于自筹，存在一定的资金支出压力。

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建项目为年产 45 亿支 PVC 健康防护手套项目、200 亿支

/年高端健康防护丁腈手套项目、2 亿副医用乳胶手术手套项目和 75 亿支/年健康防护（新型手套）项目，未来，随着项目的建成投产，公司产能规模将进一步扩大。截至 2021 年 3 月底，上述项目建设资金总需求为 34.86 亿元，累计完成投资 9.50 亿元，尚需投资 27.36 亿元，资金来源于自筹，存在一定的资金支出压力。未来，若新冠肺炎疫情在短期内得到有效控制，市场需求扩张不及预期，同行业新建产能不断释放，这些因素可能导致公司健康防护产品业务面临产能过剩的风险。

表10　截至2021年3月底公司主要在建项目未来投资计划（单位：万元）

项目名称	原计划投资额	截至 2021 年 3 月底实际累计投资额	未来计划投资	资金来源
年产 45 亿支 PVC 健康防护手套项目	30000.00	9416.21	20583.79	自筹资金
200 亿支/年高端健康防护丁腈手套项目	245000.00	40633.61	204366.39	自筹资金
2 亿副医用乳胶手术手套项目	12145.00	8492.06	3652.94	自筹资金
75 亿支/年健康防护（新型手套）项目	81500.00	36462.12	45037.88	自筹资金
合计	**368645.00**	**95004.00**	**273641.00**	--

资料来源：公司提供

7．未来发展

公司已制定了较为清晰的发展战略，可行性较强。

公司制定了医疗器械跨科室的发展战略，谋求构建以低值、中值和高值耗材产品为主体的商业模式互补、风险对冲的多业务板块布局。未来新的发展阶段中，公司将从品类扩充、品牌建设、多元化消费群体等方面着手，发掘医疗器械市场巨大的增长潜力。

根据多科室业务战略的发展思路，公司未来将持续完善商业模式互补、风险对冲的业务板块布局，持续挖掘已有板块的业务潜力，打造更加全面的医疗器械产业布局。

十、财务分析

1．财务概况

公司提供了2020年度财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年1－3月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2020年，公司合并范围内新增子公司21家，减少子公司2家。截至2020年底，公司合并报表范围子公司55家；合并范围内新增子公司数量较多，对公司财务数据可比性有一定影响。2021年1－3月，公司合并范围内新增子公司2家，减少子公司1家。截至2021年3月底，公司合并报表范围子公司56家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 170.35 亿元，所有者权益 98.17 亿元（含少数股东权益 11.49 万元）。2020 年，公司实现营业收入 78.69 亿元，利润总额 20.18 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 177.38 亿元，所有者权益 126.83 亿元（含少数股东权益 1.22 万元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 31.67 亿元，利润总额 18.61 亿元。

2．资产质量

截至2020年底，公司资产总额有所增长，资产结构相对均衡；流动资产增幅较大；非流动资产中商誉占比较高，且对其计提较大规模减值准备。

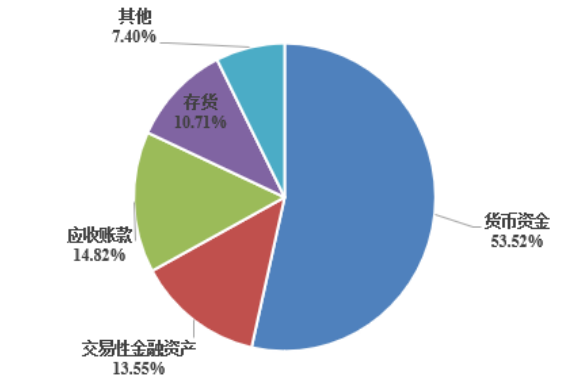
截至2020年底，公司合并资产总额170.35亿元，较上年底增长28.48%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占42.15%，非流动资产占57.85%。公司资产结构相对均衡，流动资产占比较上年底上升较快。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产71.80亿元，较上年底增长108.42%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占53.52%）、交易性金融资产（占13.55%）、应收账款（占

14.82%）和存货（占10.71%）构成。

图 2　截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司货币资金38.43亿元，较上年底增长71.31%，主要系健康防护产品销售规模增加所致。货币资金中有7.48亿元受限资金，受限比例为19.46%，主要为保证金（0.64亿元）和银行借款质押金（6.61亿元）。

截至2020年底，公司交易性金融资产9.73亿元，较上年底大幅增加9.70亿元，主要系公司投资的浮动收益的理财产品增加所致。

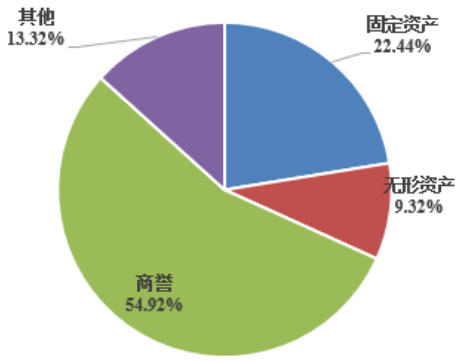
截至2020年底，公司应收账款账面价值为10.64亿元，较上年底增长55.29%，主要系业务规模扩大所致。按应收账款账面余额计算，应收账款账龄以1年以内（含1年）为主（占99.83%），计提坏账准备0.84亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为2.64亿元，占比为23.00%。

截至2020年底，公司存货7.69亿元，较上年底增长84.79%，主要系原材料和库存商品增加所致。存货主要由原材料（占27.97%）、在产品（占11.55%）、库存商品（占35.23%）和在途物资（占12.97%）构成，计提跌价准备0.21亿元，计提比例为2.72%。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产98.55亿元，较上年底增长0.42%，变化不大，公司非流动资产主要由固定资产（占22.44%）、无形资产（占9.32%）和商誉（占54.92%）构成。

图 3　截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司固定资产22.11亿元，较上年底增长39.45%，主要系60亿支/年健康防护（新型手套）项目（二期40亿）和40亿支/年健康防护PVC手套项目转入固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占45.30%）和机器设备（占52.51%）构成，累计计提折旧6.52亿元；固定资产成新率76.44%，成新率较高。

截至2020年底，公司无形资产9.18亿元，较上年底下降2.60%，变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（占17.22%）、专利权（占30.45%）和商标权（占49.20%）构成，累计摊销2.62亿元，未计提减值准备。

截至2020年底，公司商誉54.12亿元，较上年底下降16.53%，主要系对CB Cardio Holdings Ⅱ Limited和CB Cardio Holdings V Limited计提17.55亿元商誉减值准备所致。公司商誉规模较大，未来如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临进一步减值风险。

表 11　截至 2020 年底公司商誉情况（单位：亿元）

项目	期末余额	计提商誉减值准备	账面价值
Omni International Corp.	0.14	-	0.14
CB Cardio Holdings Ⅱ Limited、CB Cardio Holdings V Limited	60.50	17.55	42.95
Bluesail New Value Technology Limitied	10.54	-	10.54

武汉必凯尔救助用品有限公司	0.49	-	0.49
合计	**71.67**	**17.55**	**54.12**

资料来源：公司2020年审计报告，联合资信整理

受限资产方面，截至2020年底，公司受限资产主要包含货币资金和固定资产，账面价值合计10.75亿元，占总资产的6.31%，公司所有权或使用权受到限制的资产如下表所示：

表12　截至2020年底公司所有权或使用权受限的资产情况

受限资产名称	期末账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	6.61	银行借款质押
货币资金	0.16	股权回购款
货币资金	0.07	受限资金应计利息
货币资金	0.40	银行承兑汇票保证金
货币资金	0.19	信用证保证金
货币资金	0.05	远期结售汇保证金
固定资产	2.85	银行借款抵押
无形资产	0.42	银行借款抵押
合计	**10.75**	--

资料来源：公司年报

截至2021年3月底，公司合并资产总额177.38亿元，较上年底增长4.13%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占39.33%，非流动资产占60.67%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3．资本结构

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益有所增长，所有者权益结构稳定性尚可。

截至2020年底，公司所有者权益98.17亿元，较上年底增长16.00%，主要系未分配利润增加所致，其中少数股东权益11.49万元。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占9.99%、56.36%和28.14%。

截至2021年3月底，公司所有者权益126.83亿元，较上年底增长29.19%，主要系未分配利润增加所致，其中少数股东权益1.22万元。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占8.26%、52.59%、0.46%和35.33%。

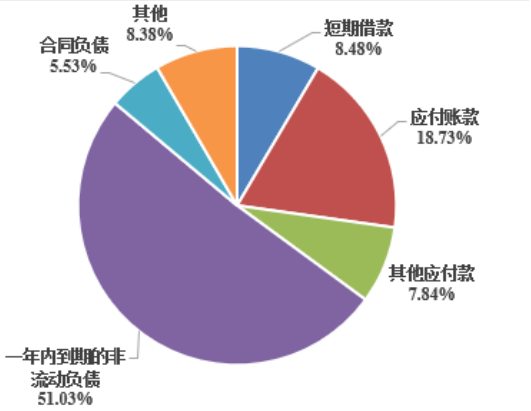
（2）负债

截至2020年底，受发行“蓝帆转债”影响，公司负债总额增幅较大；负债结构相对均衡；债务负担有所加重，但仍处于合理水平。截至2021年3月底，公司负债总额有所下降，以非流动负债为主。

截至2020年底，公司负债总额72.17亿元，较上年底增长50.50%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占50.63%，非流动负债占49.37%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动负债36.54亿元，较上年底增长37.51%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占8.48%）、应付账款（占18.73%）、其他应付款（占7.84%）、一年内到期的非流动负债（占51.03%）和合同负债（占5.53%）构成。

图4　截至2020年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司短期借款3.10亿元，较上年底下降61.09%，主要系偿还部分短期质押借款所致；主要由保证借款（占79.99%）和保证+抵押借款（占19.93%）构成。

截至2020年底，公司应付账款6.85亿元，较上年底增长58.50%，主要系业务规模扩大所致。应付账款账龄以1年以内（含1年）为主。

截至2020年底，公司其他应付款2.87亿元，较上年底下降11.92%，主要系往来款和应付股

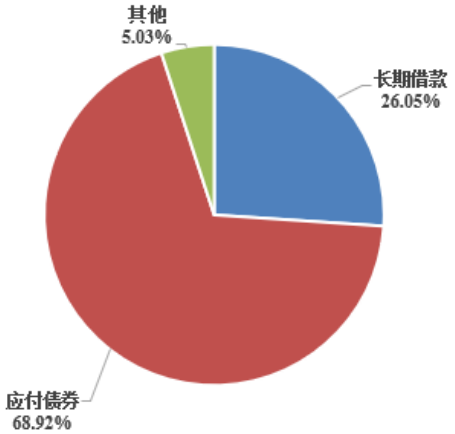
权收购款增加所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债18.65亿元，较上年底增长98.77%，主要系部分长期借款转入一年内到期非流动负债所致。

截至2020年底，公司合同负债2.02亿元，较年初增加1.95亿元，主要系业务规模扩大所致。

截至2020年底，公司非流动负债35.63亿元，较上年底增长66.65%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占26.05%）和应付债券（占68.92%）构成。

图 5　截至 2020 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司长期借款9.28亿元，较上年底下降52.26%，主要系部分长期借款转入一年内到期非流动负债所致；长期借款主要由保证借款（占48.94%）和抵押+质押借款（占51.06%）构成。从期限分布看，2021年到期的占85.36%，2022年到期的占2.29%，2023年及以后到期的占12.36%。

截至2020年底，公司应付债券24.56亿元，全部为新增，系公司2020年5月发行的“蓝帆转债”。

截至2020年底，公司全部债务56.59亿元，较上年底增长53.83%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占40.21%，长期债务占59.79%，结构相对均衡，其中，短期债务22.76亿元，较上年底增长31.16%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务33.84亿元，较上年底增长74.05%，主要系应付债券增加所致。从债务指标来看，截至2020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42.37%、36.57%和25.63%，较上年底分别提高6.20个百分点、6.27个百分点和6.95个百分点。公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

截至2021年3月底，公司负债总额50.55亿元，较上年底下降29.96%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。其中，流动负债占32.97%，非流动负债占67.03%。公司以非流动负债为主。

截至2021年3月底，公司全部债务35.77亿元，较上年底下降36.80%，主要系短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占10.91%，长期债务占89.09%，以长期债务为主，其中，短期债务3.90亿元，较上年底下降82.85%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。长期债务31.87亿元，较上年底下降5.83%，主要系应付债券减少所致。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为28.50%、22.00%和20.08%，较上年底分别下降13.87个百分点、14.57个百分点和5.55个百分点。

表 13　截至 2021 年 3 月底公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
蓝帆转债	2026/5/28	16.60
合计	--	**16.60**

资料来源：Wind

4．盈利能力

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司医用及防护手套需求大幅增加，公司营业收入和净利润规模大幅增长，但计提的商誉减值准备对利润规模影响较大；公司期间费用控制能力较强，盈利指标有所改善。

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司医用及防护手套需求大幅增加，公司实现营业收入78.69亿元，同比增长126.42%；实现利润总额20.18亿元，同比增长250.23%；实现净利润17.63亿元，同比增长239.40%。2020年，公司对商誉计提了17.55亿元的减值准备，减少利润总额17.55亿元，减少归母净利润17.55亿元。

2020年，公司期间费用总额为12.53亿元，同比增长19.89%，主要系财务费用和研发费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为34.84%、19.54%、23.26%和22.36%。其中，销售费用为4.36亿元，同比下降22.29%，主要系差旅费和运输费用减少所致；管理费用为2.45亿元，同比增长17.66%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为2.91亿元，同比增长47.56%，主要系和研发相关的原材料及动力增加所致；财务费用为2.80亿元，同比增长260.14%，主要系汇兑损失增加1.50亿元所致。2020年，公司期间费用率[3]为15.92%，同比下降14.14个百分点，公司费用控制能力较强。

2020年，公司实现投资收益0.36亿元，同比增加0.33亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益增加0.29亿元所致，投资收益占营业利润的比重为1.77%，对营业利润影响不大；其他收益0.31亿元，同比增长28.25%，主要系政府补助增加所致，其他收益占营业利润的比重为1.53%，对营业利润影响不大。2020年，公司资产减值损失为17.69亿元，主要为商誉减值损失17.55亿元，对利润规模影响较大。

从盈利指标来看，2020年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为63.96%、12.62%、17.96%，同比分别提高18.06个百分点、7.40个百分点和11.82个百分点。公司盈利指标有所改善。

2021 年 1－3 月，受医用及防护手套需求延续影响，公司实现营业收入 31.67 亿元，同比增长 253.01%，毛利率为 68.83%，较上年同期上升 27.53 个百分点；实现利润总额 18.61 亿元，同比增长 975.15%；实现净利润 17.18 亿元，同比增长 1055.65%。

5．现金流分析

2020年，公司经营活动现金流保持净流入状态，净流入规模大幅增加；受在建项目投入资金增加等因素影响，公司投资活动现金净流出规模大幅增加；随着“蓝帆转债”成功发行，公司筹资活动现金净流入大幅增加；公司经营活动现金净流入基本可以满足投资需求。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 84.03 亿元，同比增长 119.26%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；经营活动现金流出 47.31 亿元，同比增长 55.15%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。综上，2020 年，公司经营活动现金净流入 36.72 亿元，同比增长 369.03%。2020 年，公司现金收入比为 102.37%，同比下降 0.37 个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 7.11 亿元，同比增长 932.03%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出 43.55 亿元，同比增长 852.38%，主要系投资支付的现金和购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致。综上，2020 年，公司投资活动现金净流出 36.43 亿元，同比增长 838.24%。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 0.28 亿元，同比下降 92.84%，公司经营活动现金净流入基本可以满足投资需求。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 56.29 亿元，同比增长 113.49%，主要系收到蓝帆转债募集资金所致；筹资活动现金流出 35.66 亿元，同比增长 36.69%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。综上，2020 年，公司筹资活动现金净流入 20.63 亿元，同比增长 7221.16%。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金净流入 11.17 亿元；投资活动现金净流出 8.35 亿元；筹资活动现金净流出 9.02 亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产对短期债务的保障程度有所提升，长期偿债能力指标得到改

[3] 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入

善；公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的129.62%和113.97%提高至196.47%和175.43%，流动资产对流动负债的保障程度很高。2020 年，公司经营现金流动负债比率为 100.47%，同比提高 71.02 个百分点。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 1.30 倍提高至 2.12 倍，现金类资产对短期债务的保障程度很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 24.38 亿元，同比增长 174.39%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 6.26%）、计入财务费用的利息支出（占 7.79%）和利润总额（占 82.79%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 7.78 倍提高至 12.84 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 由上年的 4.14 倍下降至 2.32 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力仍很强。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2021年3月底，公司从各商业银行获得的银行授信总额为23.40亿元，其中未使用受限额度为10.17亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

7．母公司财务分析

截至2020年底，母公司资产总额大幅增加，以非流动资产为主；受发行蓝帆转债影响，母公司负债总额大幅增加，资产负债率有所上升；所有者权益稳定性较好。2020年，母公司收入和利润大幅增加；经营活动现金流保持净流入状态。

截至2020年底，母公司资产总额130.04亿元，较上年底增长58.82%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产34.33亿元(占26.40%)，非流动资产95.71亿元(占73.60%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占16.64%）、交易性金融资产（占22.43%）、其他应收款（占44.26%）和存货（占8.20%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占87.01%）和固定资产（合计）（占9.79%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为5.71亿元。

截至2020年底，母公司负债总额44.00亿元，较上年底增长293.48%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债14.00亿元（占31.82%），非流动负债30.00亿元（占68.18%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占12.01%）、应付票据（占7.20%）、应付账款（占24.88%）和其他应付款（合计）（占49.71%）构成，非流动负债主要由长期借款（占15.14%）和应付债券（占81.85%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为33.84%，较上年底提高20.18个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务37.32亿元。其中，短期债务占22.03%、长期债务占77.97%。截至2020年底，母公司短期债务为8.22亿元，母公司全部债务资本化比率30.26%。

截至2020年底，母公司所有者权益为86.03亿元，较上年底增长21.70%，主要系未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本为9.81亿元（占11.40%）、资本公积合计59.55亿元（占69.22%）、未分配利润合计10.66亿元（占12.39%）、盈余公积合计1.80亿元（占2.10%）。所有者权益稳定性较好。

2020年，母公司营业收入为27.73亿元，同比增长244.17%；利润总额为11.32亿元，由亏损转为盈利。同期，母公司投资收益为-0.03亿元。

2020年，母公司经营活动现金流净额为10.93亿元，投资活动现金流净额为-40.18亿元，筹资活动现金流净额为33.99亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券余额共16.60亿元，全部为“蓝帆转债”，到期日为2026年5月28日。截至2020年底，公司现金类资产为48.15亿元，为存续债券余额（16.60亿元）的2.90倍。2020年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为84.03亿元、

36.72亿元和24.38亿元，为存续债券余额（16.60亿元）的5.06倍、2.21倍和1.47倍。

公司对存续债券保障情况如下表：

表 14　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/存续债券余额	2.90
经营活动现金流入量/存续债券余额	5.06
经营活动现金流净额/存续债券余额	2.21
EBITDA/存续债券余额	1.47

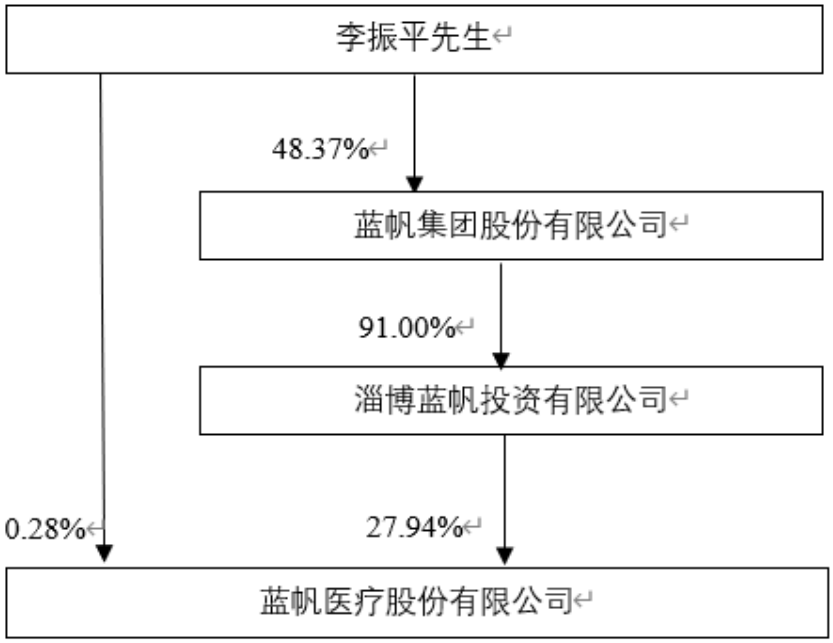
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产、公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA对存续债券覆盖程度高。

十二、结论

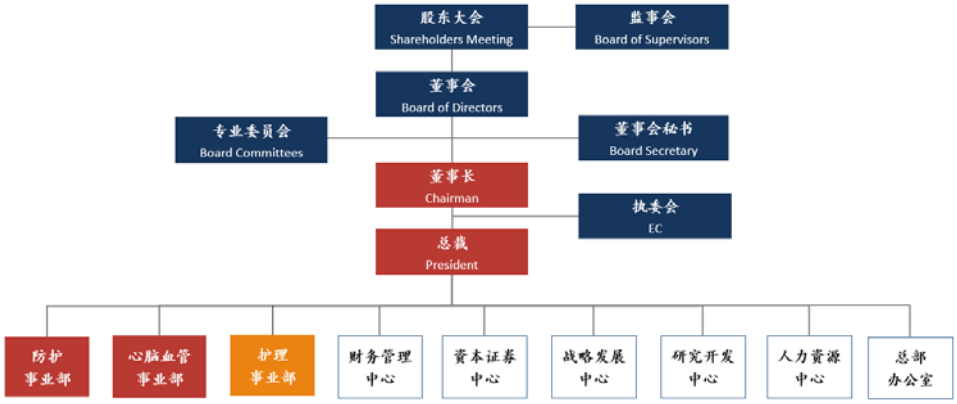
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“蓝帆转债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底蓝帆医疗股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底蓝帆医疗股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底蓝帆医疗股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	注册地
1	山东蓝帆新材料有限公司	PVC 手套等生产	8000.00	100.00	山东临朐
2	山东吉威医疗制品有限公司	开发、生产分销及销售医疗器械	40000.00	100.00	山东威海
3	Biosensors Interventional Technologies Pte. Ltd	开发、生产组装及销售医疗器械	SG$4000.00	100.00	新加坡

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.00	22.48	48.15	39.80
资产总额（亿元）	126.98	132.59	170.35	177.38
所有者权益（亿元）	78.00	84.63	98.17	126.83
短期债务（亿元）	13.22	17.35	22.76	3.90
长期债务（亿元）	24.36	19.44	33.84	31.87
全部债务（亿元）	37.57	36.79	56.59	35.77
营业收入（亿元）	26.53	34.76	78.69	31.67
利润总额（亿元）	3.58	5.76	20.18	18.61
EBITDA（亿元）	5.76	8.89	24.38	--
经营性净现金流（亿元）	6.49	7.83	36.72	11.17
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.11	5.14	9.00	--
存货周转次数（次）	4.71	4.42	4.73	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.27	0.52	--
现金收入比（%）	99.01	102.74	102.37	88.53
营业利润率（%）	39.48	45.90	63.96	68.35
总资本收益率（%）	3.73	5.22	12.62	--
净资产收益率（%）	4.56	6.14	17.96	--
长期债务资本化比率（%）	23.80	18.68	25.63	20.08
全部债务资本化比率（%）	32.51	30.30	36.57	22.00
资产负债率（%）	38.58	36.17	42.37	28.50
流动比率（%）	140.63	129.62	196.47	418.52
速动比率（%）	122.32	113.97	175.43	357.24
经营现金流动负债比（%）	28.15	29.46	100.47	--
现金短期债务比（倍）	1.44	1.30	2.12	10.20
EBITDA 利息倍数（倍）	7.60	7.78	12.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.53	4.14	2.32	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计
资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.80	0.77	13.41	11.04
资产总额（亿元）	77.23	81.88	130.04	132.60
所有者权益（亿元）	70.32	70.69	86.03	101.07
短期债务（亿元）	3.00	7.35	8.22	6.19
长期债务（亿元）	0.00	0.00	29.10	18.86
全部债务（亿元）	3.00	7.35	37.32	25.05
营业收入（亿元）	6.07	8.06	27.73	11.74
利润总额（亿元）	3.96	-0.28	11.32	5.59
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	0.98	1.02	10.93	1.77
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.37	15.50	23.31	--
存货周转次数（次）	5.36	5.66	5.83	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.10	0.26	--
现金收入比（%）	112.77	95.82	102.60	70.84
营业利润率（%）	13.24	9.64	55.50	57.51
总资本收益率（%）	5.44	0.09	7.75	--
净资产收益率（%）	5.67	0.09	11.11	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	25.28	15.73
全部债务资本化比率（%）	4.09	9.42	30.26	19.86
资产负债率（%）	8.95	13.66	33.84	23.78
流动比率（%）	63.24	62.88	245.17	300.86
速动比率（%）	45.98	50.11	225.08	273.75
经营现金流动负债比（%）	14.32	9.50	78.10	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.11	1.63	1.78
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 公司本部中已将其他应付款中的的有息债务部分计入债务中；3. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。