

广州阳普医疗科技股份有限公司  
2017 年面向合格投资者公开发  
行创新创业公司债券(第一期)  
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)



报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【15】号 01  
债券简称：17 阳普 S1

增信方式：保证担保  
担保主体：深圳市高新  
投集团有限公司  
债券剩余规模：3 亿元  
债券到期日期：  
2022 年 04 月 28 日  
债券偿还方式：每年付  
息一次，到期一次还本；  
债券存续期第 3 年末附  
公司调整票面利率选择  
权和投资者回售选择权

#### 分析师

姓名：  
张旻熹 刘书芸

电话：  
021-51035670

邮箱：  
zhangmy@cspengyuan.c  
om

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于公司  
官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 广州阳普医疗科技股份有限公司 2017 年 面向合格投资者公开发行创新创业公司债券（第一期） 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 03 月 27 日	2019 年 06 月 21 日

#### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广州阳普医疗科技股份有限公司（以下简称“阳普医疗”或“公司”，证券代码：300030.SZ）及其 2017 年 04 月 28 日面向合格投资者公开发行创新创业公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司真空采血系统具有一定的技术和规模优势、收入保持增长，深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”或“担保方”）为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保能够继续有效提升本期债券的信用水平；同时也关注到，公司实际控制人持有公司股份已全部被质押，应收融资租赁款有一定回收风险，商誉存在一定减值风险，以及面临一定的偿债压力等风险因素。

#### 正面：

- 公司真空采血系统有一定的技术优势和规模优势，收入保持增长。公司是国内真空采血系统唯一通过美国 FDA 注册的企业，产品有一定技术含量和竞争门槛；同时，公司真空采血系统生产规模较大、自动化程度较高，产品质量整体较为稳定。2019 年公司真空采血系统收入为 3.62 亿元，同比增长 7.72%。其中，国内真空采血系统销量继续自然增长，实现销售收入 2.26 亿元，同比增长 5.20%；国外真空采血系统销售新增沙特地区大额订单，实现收入 1.36 亿元，同比增长 12.19%。
- 深圳高新投提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。深圳高新投经营、

财务状况良好，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够继续有效地提升本期债券的信用水平。

## 关注：

- **公司实际控制人持有公司股份抵质押比例较高。**截至 2019 年底，邓冠华持有公司股份已全部被质押，抵质押比例较高，可能面临实际控制人变更的风险。
- **公司应收融资租赁款存在一定回收风险。**截至 2019 年底，公司应收融资租赁账面价值 1.68 亿元；融资租赁业务第一大客户占比和前十大客户占比分别为 15.24%、34.79%，客户集中度仍较高。公司融资租赁业务均采用保证担保、抵质押担保等增信措施，但客户集中度较高且以民营企业为主，仍存在一定回收风险。
- **公司商誉存在一定减值风险。**公司商誉主要系并购广州惠侨计算机科技有限公司（以下简称“广州惠侨”）股权价款溢价导致，广州惠侨商誉原值为 1.43 亿元。2019 年底广州惠侨商誉账面价值为 5,362.38 万元。若未来广州惠侨经营状况继续未达预期，公司商誉仍存在一定减值风险。
- **公司面临一定的偿债压力。**截至 2019 年底，公司有息债务规模为 4.71 亿元，占负债总额的 70.44%，公司面临一定的偿债压力。

## 发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	150,679.67	151,114.22	174,587.24
归属于母公司所有者权益	83,597.79	81,083.61	95,489.01
有息债务	47,090.04	49,821.47	59,981.91
资产负债率	44.37%	46.04%	44.80%
流动比率	1.22	2.29	2.56
速动比率	1.08	2.04	2.27
营业收入	57,506.13	54,996.33	54,965.28
营业利润	3,757.57	-14,431.82	1,693.33
净利润	2,613.81	-14,099.21	824.52
综合毛利率	43.40%	40.65%	44.67%
总资产回报率	4.41%	-7.28%	2.70%
EBITDA	10,452.93	-7,871.98	8,236.47
EBITDA 利息保障倍数	3.55	-3.03	3.11
经营活动现金流净额	4,916.24	5,603.62	14,219.30

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

深圳高新投主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	2,052,718.02	1,346,952.97	789,850.84
归属于母公司所有者权益合计	1,177,908.41	1,119,107.66	655,949.44
融资担保在保责任余额（亿元）*	456.66	621.32	781.62
准备金覆盖率*	0.97%	0.68%	0.48%
融资担保放大倍数*	3.96	5.55	11.92
融资担保业务累计担保代偿率*	1.07%	1.07%	1.24%

注：1、带\*标注指标为2018年6月末数据；2015年数据采用2016年年初数；

2、业务数据经过公司重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异。

资料来源：深圳高新投2016-2018年审计报告及深圳高新投提供、中证鹏元整理

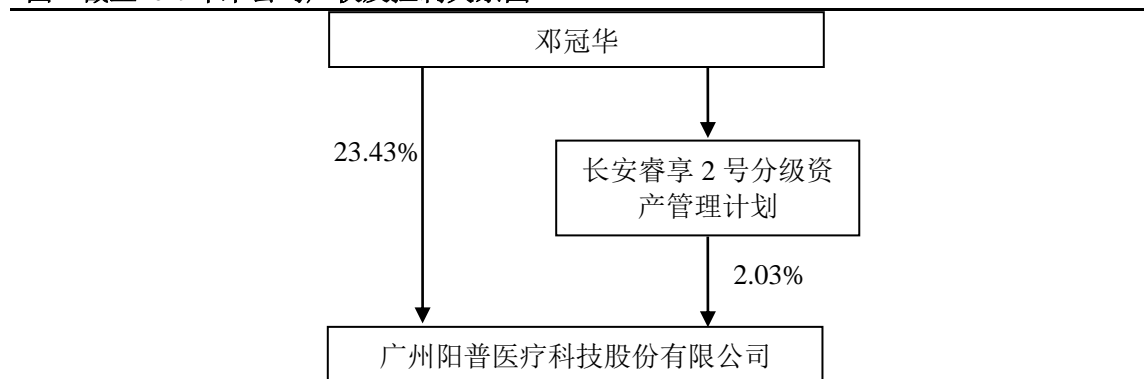
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年4月28日面向合格投资者公开发行5年期（3+2）3亿元创新创业公司债券（第一期），募集资金拟用于偿还公司债务及补充流动资金。根据公司2019年年度报告显示，截至2019年底，本期债券募集资金余额5.77万元。

## 二、发行主体概况

2019年公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年底，公司注册资本、实收资本仍为30,879.58万元；控股股东、实际控制人仍为邓冠华，直接持股比例为23.43%，通过长安睿享2号分级资产管理计划持股2.03%，持股比例较2018年底无变动；需关注，截至2019年底，邓冠华持有公司股份已全部被质押。

图1 截至2019年末公司产权及控制关系图



资料来源：公司2019年报，中证鹏元整理

公司主营业务亦无变化，仍主要为真空采血系统、诊疗仪器、检测试剂、融资租赁和软件等业务。2019年4月，公司以398万元将持有的江苏阳普医疗科技有限公司（以下简称“江苏阳普”）55%股权转让，减少一家合并子公司。

表1 2019年公司减少子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
江苏阳普医疗科技有限公司 <sup>1</sup>	55%	1,000	留置针、麻醉穿刺包及气管插管等产品的生产销售	股权出售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 三、运营环境

<sup>1</sup> “江苏阳普医疗科技有限公司”已于2019年5月更名为“江苏威茂医疗科技有限公司”。



**受益于政策支持、终端市场需求增长，2019年国内医疗器械行业继续快速发展，增速仍维持在高位；未来医改的进一步推进，将加剧国内医疗器械行业的竞争，同时也给国产医疗器械企业带来发展机遇**

医疗器械产品间差异极大，既包括止血海绵、一次性注射器等较简单产品，也包括医用磁共振成像设备(MRI)等复杂大型设备，是多学科交叉、知识密集、资金密集型高技术产业。其发展受相应国家基础工业发展水平影响很大，美国、欧洲、日本等地由于发达的工业基础和多年的技术积累，长期处于世界的领先地位。我国医疗器械制造企业研发投入不足，产品与发达国家的相比还有一定的差距，特别对于大型设备及高端医疗设备，国内医疗机构仍倾向于使用进口设备。目前，国内医疗器械行业高端市场占比仅25%左右且被外资垄断，中低端市场规模占比高达75%左右、同质化竞争严重。

为改变、调控国内医疗器械市场，我国政府连续出台政策措施，鼓励医疗器械国产化创新及进口替代。2014年5月国家卫生计生委启动第一批优秀国产医疗设备产品遴选工作；截至2018年底，已经开展了四批。2015年，国务院印发《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》，明确提出要降低医疗成本，逐步提高国产医用设备配置水平。2018年4月，国家发改委印发《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》，入选产品在后续公立医院招标采购中将得到配套政策支持，从而加快上市销售步伐。2018年11月，新版《创新医疗器械特别审批程序》完善了适用情形、细化了申请流程、提升了创新审查的实效性、完善了审查方式和通知形式，并明确对创新医疗器械的许可事项变更优先办理，使得程序设置更为科学有效，有利于提升创新医疗器械审查效率，为鼓励医疗器械产业创新发展发挥积极作用。

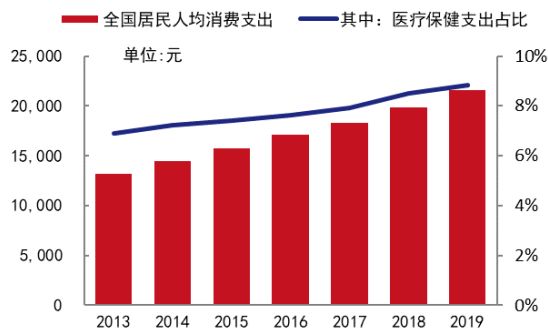
**表2 鼓励医疗器械国产化相关政策及内容**

时间	政策	相关内容
2014.05	【卫计委】第一批优秀国产医疗设备产品遴选工作启动	2014年上半年启动数字化X线机、彩色多普勒超声波诊断仪和全自动生化分析仪三个品目的遴选工作。
2015.03	【国务院】《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》	明确提出要降低医疗成本，逐步提高国产医用设备配置水平。
2015.10	【工信部】中国制造2025重点领域技术路线图	2020年县级医院国产中高端医疗器械占有率达到50%；2025年达到70%；2030年达到90%。
2016.02	【卫计委】开展第二批优秀国产医疗设备产品遴选	第二批遴选品目（7个）：医用磁共振成像设备（MRI）、X射线计算机断层摄像设备（CT）、全自动细胞分析仪、血液透析机、呼吸机、麻醉剂和自动分药机（门诊）。提高国产设备使用

		比例。
2016.10	【食品药品监管总局】《关于医疗器械优先审批程序的公告》	对临床急需医疗器械、医疗器械储备品种、儿童或残障人士特有及多发疾病使用的医疗器械提供快速审批通道，缩短研发上市周期。
2017.03	【卫计委】开展第三批国产医疗设备产品遴选	第三批遴选品目（10个）：医用直线加速器、高强度聚焦超声肿瘤治疗系统、伽玛刀（γ-射线立体定向治疗系统，头部）、数字减影血管造影机、化学发光免疫分析仪、酶标仪、心脏血管支架、骨科内固定耗材、心电图机、清洗消毒设备。
2017.11	【卫计委】开展第四批优秀国产设备产品遴选	第四批遴选品目（13个）：多参数监护仪、便携式彩色多普勒超声波诊断仪、3.0T磁共振、移动数字化X线机、微生物培养鉴定和药敏系统、血凝仪、体外冲击波治疗仪、腔镜切割吻合器、激光治疗仪、光子治疗仪、人工关节、骨科脊柱类材料、基层检验整体解决方案。
2018.4	【发改委】关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见	共有32类医疗器械被列入工信部的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》，在后续公立医院招标采购中能够得到配套政策支持，从而加快上市销售步伐。
2018.11	【国家药监局】发布创新医疗器械特别审查程序	鼓励医疗器械研发创新，促进医疗器械新技术的推广和应用，推动医疗器械产业高质量发展

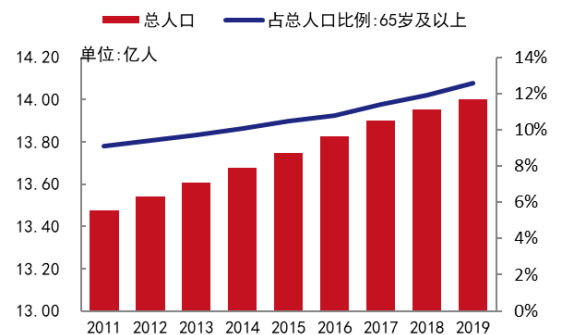
资料来源：卫计委、政府官网、公开资料，中证鹏元整理

图2 全国医疗保健支出情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图3 我国人口老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

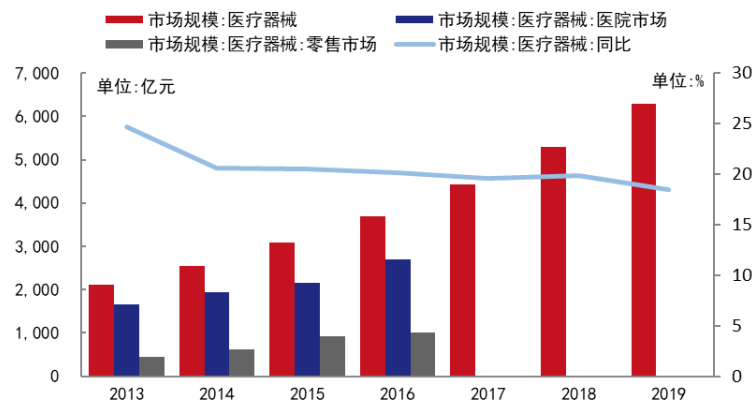
终端需求方面，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识的增强等背景下，医疗需求作为刚性需求逐步上升，为医疗器械的市场发展提供了广阔的空间。根据国家统计局数据，截至2019年底，我国总人口数14亿人，其中65岁及以上人数占总人数的比例12.57%，同比增长0.64个百分点，65岁以上的老年人人数占比正逐年上升。2019年人均医疗保健消费支出1,902.00元，同比增长12.86%，医疗保健支出占比不断上升，由2013年的6.90%上升至2019年的8.82%，未来我国人均医疗保健消费支出仍将保持增长。

受益于政策支持、终端市场需求增长，2019年国内医疗器械行业继续快速发展，增速



仍维持在高位。根据公开资料显示<sup>2</sup>，2019年我国医疗器械市场规模达6,285亿元，同比增长18.50%，增速同比下降1.36个百分点，但仍维持在高位。未来随着医药卫生体制改革的不断推进，招标降价、国家医保控费、两票制等一系列政策出台，将带来医疗器械的降价趋势；此外，在“医改”的背景下，跨国公司为巩固和扩张其在中国医疗器械市场的份额，正积极通过与中国企业合作、本地化研发等手段向中低端市场渗透，这些因素都会导致医疗器械市场竞争加剧。但同时，随着分级诊疗改革继续深入、医疗资源配置向基层下沉，将意味着为国产设备带来更多的机会。

图4 近年来医疗器械市场规模增速保持在高位



注：2013-2018年数据来自wind，2019年数据来自公开资料

资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

**受新冠疫情爆发影响，短期内疫情防控相关产品的生产企业业绩得到提振；长期来看，国内分级诊疗制度建设将加速落地**

2019年12月8日，官方通报的首例不明原因肺炎患者发病，之后疫情从武汉传播蔓延到全国和世界各地；2020年1月9日，世界卫生组织（WHO）已将此次检出之病毒命名为2019-nCoV（2019新型冠状病毒）。根据国家及各省市地区卫健委统计显示，截至2020年3月23日，全国累计确诊新型冠状病毒81,603例，累计死亡3,276例，现有确诊5,485例；截至2020年3月23日，国外累计确诊254,899例，现有确诊217,385例，累计死亡11,367例。2003年SARS病毒感染病例8,069例，死亡774例（WHO于2003年7月11日公布统计数据），目前新型冠状病毒肺炎确诊病例规模已远远超过2003年SARS病毒感染病例规模，此次疫情传播速度和规模远超SARS病毒感染。

短期内疫情防控相关产品需求暴增，包括口罩、消毒液、防护服、红外测温仪等防护类医疗器械；核酸检测和免疫检测及其配套分析仪器等检测类医疗器械；生命支持设备、影像设备等治疗康复类医疗器械。长期来看，将加速完善分级诊疗制度建设。早期新冠病

<sup>2</sup> <https://www.iimedia.cn/c1061/69833.html>

毒肺炎病例认定权限和疫情缓报瞒报问题反映当前分级诊疗体系和医疗诊断资源缺失，公立医院对疑似病例和密切接触人员检测排查资源有限，疫情后国家有望加大基础医疗卫生资源投入，提高国内医疗水平；有望提高各级医院临床体外诊断能力，比如增配诊断设备、扩大检验人员队伍等，同时有望推动区域检测中心和第三方医学实验室建设。

**国内真空采血管需求量仍存在较大的增长空间，并且海外竞争机会较多；但国内生产企业以中小型为主，集中度偏低，竞争激烈，核心技术有待进一步提高**

真空采血系统是运用真空负压原理，通过特定的连接装置将人体静脉血液转移至标本盛装容器并进行标本分析前处理的器械组合。其核心组件是真空采血管、采血针和专用压脉带。随着我国居民生活水平的不断提高，特别是我国全民医保政策的推行，国内市场真空采血系统消费需求呈高速增长态势。2015年国内真空采血管的生产量接近50亿支（约10亿支出口），人均使用量约为3支/人/年，而发达国家人均使用量超过6支/人/年，我国人均使用量远低于发达国家水平，未来国内真空采血管市场仍存在较大的增长空间。国际方面，近年全球真空采血管需求量持续增长，2015年需求量约为250亿支，其中发达国家需求量占全球总需求量比重约为50%，产品价格约为国内同类产品价格的1.5倍以上。发达国家对真空采血管需求量较大，并且价格较高，为国内主要生产企业提供了较多的海外竞争机会。

目前国内真空采血管行业具有以下特征：（1）企业数量多、地域集中度高。根据国家食品药品监督管理局公布的数据，2016年初全国共有真空采血管生产企业115家，以中小规模企业为主，分布在18个省（市），其中最多的省份是山东和江西，近年处于上升期。但随着国家监管越来越严格，2015年真空采血管产品已经列入国家食品药品监督管理总局发布的重点监管医疗器械名单，小型企业的生存空间被逐步压缩，未来几年将会生产企业数量可能减少；（2）企业规模小、产值低。2016年初，进入国内资本市场的真空采血管生产企业共有4家，其中创业板1家（阳普医疗），三家新三板挂牌企业（成都瑞琦科技实业股份有限公司、河北鑫乐科技股份有限公司、山东耀华医疗器械科技股份有限公司）。全部115家企业的真空采血管产品总产值不超过20亿元人民币，而同类生产企业美国BD、奥地利GREINER年销售额均超过30亿美元；（3）技术落后、低价竞争。由于国内行业起步晚，初期产品以模仿为主，低端产品充斥市场，高附加值产品缺乏，如国内新一代基因测序技术大规模应用于临床以后，市场对该等专用真空采血管需求量日益增大，但却只能依赖进口，价格是普通采血管的100倍左右。目前国内低端采血管的产能处于相对过剩，竞争激烈。部分企业以低价外销换取出口退税补贴内销，但随着国家供给侧改革的深入，出口退税补贴的政策逐步涉及医疗器械制造领域，价格竞争将不利于国内真空采血管行业的进一步发展。未来真空采血管行业应加大研发投入，以“液体活检”基因测序行业发展为

契机，开发更多优质产品，推动行业进入良性发展状态。

**受宏观经济增速放缓、金融监管环境趋严等因素影响，2019年我国融资租赁行业增速继续放缓；医疗投资需求增长、传统医疗融资局限性为医疗融资租赁市场创造了一定空间**

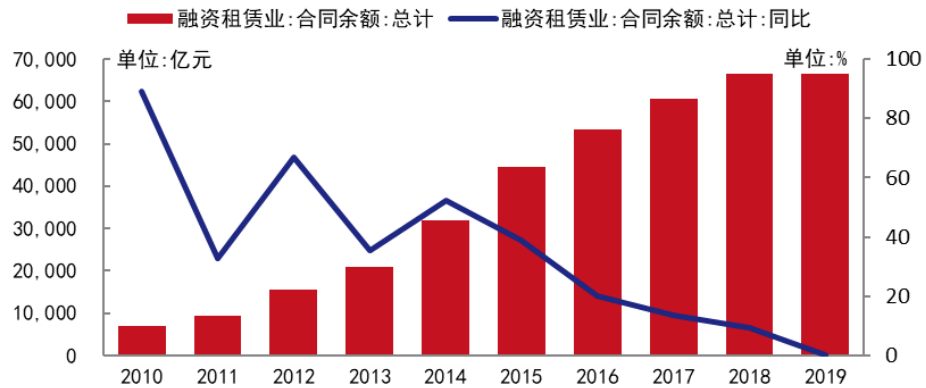
融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大融资方式之一，目前国内融资租赁公司业务模式以售后回租为主，资金来源以股东资本金、银行融资为主，总体融资渠道较单一。融资租赁行业发展与宏观经济、货币政策以及行业政策密切相关。

**表3 近年来我国融租赁行业金融监管环境趋严**

时间	政策	相关内容
2018年5月	《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》	正式将制定融资租赁公司、商业保理公司经营和监管规则职责划给银保监会。
2020年1月	【银保监会】《融资租赁公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》	向社会公开征求意见，对融资租赁公司的监管指标，划出了多条红线，一大批非正常经营类企业将面临出清

资料来源：政府官网、公开资料，中证鹏元整理

**图5 近年来我国融资租赁业合同余额增速放缓**



注：2007-2017年数据来自Wind，2018-2019年数据来自中国租赁联盟、联合租赁研发中心、天津滨海融资租赁研究院编写的《2018年中国融资租赁业发展报告》、《2019年中国融资租赁业发展报告》  
资料来源：Wind及公开数据，中证鹏元整理

受宏观经济增速放缓、金融监管环境趋严等因素影响，近年来我国融资租赁行业增速持续放缓。一方面，近年来我国经济面临一定下行压力，GDP增速、固定资产投资增速持续放缓；货币政策则保持稳健中性，M2增速整体缓慢下行。另一方面，我国融租赁行业金融监管环境趋严；2018年5月，商务部发布正式将制定融资租赁公司、商业保理公司经营和监管规则职责划给银保监会；而在2020年1月，中国银保监会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》向社会公开征求意见，对融资租赁公司的监管指标，划出了多条红线，一大批非正常经营类企业将面临出清。因此我国融资租赁业合同余额增速

近年来整体呈下降趋势。根据中国租赁联盟、联合租赁研发中心、天津滨海融资租赁研究院编写的《2019年中国融资租赁业发展报告》，2019年底我国融资租赁企业合同余额为66,540亿元，同比增长0.06%，增速同比下降9.32个百分点。

医疗融资租赁是医疗与融资租赁行业的交叉子行业。目前国内医疗融资租赁业务以地县级医院为承租人的设备融资租赁为主，融资租赁设备主要集中于MRI、CT、PET、伽玛刀等高科技成像设备和放射治疗设备，以及一些大型的制药设备上。按照股东背景，可以将医疗融资租赁企业划分为厂商系、独立系和银行系三类；厂商系主要与母公司设备销售联动，更多依靠设备、耗材的销售利润覆盖成本；银行及独立第三方涉及的租赁行业相对广泛，医疗只是其中一个产业板块。

随着居民就医意识增强、医保覆盖程度逐步提高，医疗终端需求快速增长，医院的设备升级、新建、改扩建等投资需求不断增长；但卫计委明文禁止公立医院举债新建医院或购买大型医用设备，银行贷款额度受限且监管趋严，而依靠内部积累和政府划拨获得资金来源缓慢且有限。医疗投资需求增长、传统医疗融资局限性为医疗融资租赁市场创造了一定的空间。

#### 四、经营与竞争

公司主营业务为真空采血系统、试剂销售等；其中，真空采血系统包括采血管、采血针，以采血管为主；试剂销售包括代理试剂销售、自产试剂销售，以代理试剂销售为主。2019年公司实现营业收入57,506.13万元，同比增长4.56%。其中，真空采血系统、软件产品及服务收入、代理产品及其他分别同比增长7.72%、34.03%、17.89%，分别实现收入36,212.70万元、4,018.55万元、2,403.89万元；试剂销售、仪器销售、融资租赁业务分别同比下降3.66%、6.36%、28.86%，分别实现收入9,061.05万元、3,640.97万元、2,168.97万元。

毛利率方面，公司综合毛利率整体较为稳定，2019年为43.40%，同比提高2.75个百分点，主要系软件产品及服务毛利率回升所致。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
真空采血系统	36,212.70	39.57%	33,616.75	39.22%
试剂销售	9,061.05	40.87%	9,405.19	38.38%
软件产品及服务收入	4,018.55	54.44%	2,998.19	27.82%
仪器销售	3,640.97	44.85%	3,888.31	43.03%



融资租赁收入	2,168.97	97.76%	3,048.77	78.78%
代理产品及其他	2,403.89	40.88%	2,039.13	32.11%
<b>合计</b>	<b>57,506.13</b>	<b>43.40%</b>	<b>54,996.33</b>	<b>40.65%</b>

注：1、仪器销售以医院智能采血管理系统销售为主；  
2、代理产品及其他，指除了试剂及仪器之外的代理  
资料来源：公司 2018-2019 年年报，中证鹏元整理

**表5 公司主要产品情况**

类别		主要产品	
医学实验室 诊断	真空采血系统	采血管 <sup>3</sup> 、采血针	
	试剂销 售	代理试剂	糖化试剂、透景试剂、生化试剂
		自产试剂	普罗雌烯（甲丙雌二醚）、POCT 系列等
医疗信息化 建设	医疗信息化系统	惠侨医学检验信息系统（LIS）、惠侨医院信息系统（HIS）、 电子病历系统（EMR）等	
	医院智能采血管理系统 <sup>4</sup>	GNT医院智能采血管理系统、HENs医院智能采血管理系统	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司产能利用率仍保持在较高水平，真空采血系统收入继续稳步增长，仪器销售收入  
同比下降；公司逐步退出部分不可持续的代理业务，试剂销售收入继续小幅下降**

公司为国内真空采血系统行业的重要企业，国内临床检验实验室“标本分析前变异控制技术”具备技术领先优势，是国内真空采血系统唯一通过美国FDA注册的企业，公司产品有一定技术含量和竞争门槛。同时，公司真空采血系统生产规模较大、自动化程度较高，产品质量较为稳定。此外，为满足客户需求，利用现有直销渠道，公司还开展试剂、仪器销售业务，试剂、仪器销售业务均涵盖自产产品、代理产品。

原材料采购方面，真空采血系统的原材料主要包括PET管、玻璃管、橡胶塞、安全帽、试剂及添加剂和包装材料等，PET管、分离胶部分为自产，其余均为外购；2019年PET管自产占比54.23%，同比增加5.5个百分点；分离胶自产占比61.27%，同比增加6.34个百分点。仪器外购的原材料主要有电子元器件等；自产试剂及添加剂，外购的原材料主要有各种化工原料、防护用品和条形码等。公司一般与主要供应商签订合同期为1年的框架性协议，协议约定采购原材料的品种、价格、结算方式和采购数量；除少量试剂采购需预付外，供应商给公司信用账期一般3个月。2019年公司主要原材料PET颗粒、PET管价格有所回落，分别同比下降1.44%、3.14%。

生产方面，公司生产仍主要采用以销定产的方式，适用性较广的产品采取先生产后销售和按订单生产结合的方式，小批量和特定规格的产品主要采取按订单生产的方式。2019

<sup>3</sup> 公司真空采血管主要划分为三种类型：血清管、血浆管和全血管，而每种类型又因采血管内附加剂、仿生内膜类型与电荷分布、抽吸量、所需材料的不同而细分出更多的品规。

<sup>4</sup> 医院智能采血管理系统由“病人自助登记排队系统”、“中央调度系统”、“贴标分管模块”、“试管运送模块”及若干采血工作台组合构成，是集标签打印、粘贴与分装为一体的自动化血液标本收集系统。

年公司产能无重大变动，主要产品真空采血系统产能仍为72,000.0万支/年，产能利用率随着销量的增长进一步提高至110.40%。截至2019年底，公司产能扩建项目仍主要为广州总部二期厂房、郴州阳普厂房工程、真空采血系统生产线项目，预计总投资1.44亿元，已投资2,062.55万元，后续仍需投资1.23亿元。公司扩建产能为公司业务可持续发展拓展空间，但需关注公司未来产能利用情况。

**表6 截至2019年底公司主要生产基地情况**

生产基地	负责子公司	主要生产产品
广州	母公司	原材料 PET 管、真空采血系统 <sup>5</sup> 、POCT 系列
	广州瑞达医疗器械有限公司	直乙肠镜
湖南	阳普医疗（湖南）有限公司	留置针、采血管的原材料 PET 管
南雄	南雄阳普医疗科技有限公司	采血管的添加剂促凝剂、分离胶，普罗雌烯等原料药

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表7 公司真空采血系统产能利用率情况**

项目	2019 年	2018 年
产能（万支）	72,000.00	72,000.00
产量（万支）	79,486.61	75,611.05
产能利用率	110.40%	105.02%

注：真空采血系统产能、产量均为各品规采血管、采血针加总

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表8 截至2019年底公司主要在建项目厂房情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资额	已投资	建设内容
广州总部二期厂房	10,000.00	260.04	液体活检管等新注册产品生产
郴州阳普厂房工程	2,200.00	619.97	排卵检测仪等部分新注册产品生产
真空采血系统生产线含装修（新）	2,200.00	1,182.54	真空采血系统产品生产
<b>合计</b>	<b>14,400.00</b>	<b>2,062.55</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售方面，公司销售模式包括直销、经销，广东省内直销为主，广东省外以经销为主；销售终端涵盖医院、体检机构以及第三方检验机构，以公立医院为主。真空采血系统销售区域包括国内及海外，国内广东省占比较大，2019年真空采血系统收入中广东省收入11,809.94万元，占比为32.62%，同比提高1.82个百分点；国外涵盖俄罗斯、印度、沙特、哥伦比亚等。试剂销售、仪器销售主要依托真空采血系统的直销营销渠道，销售区域以广东省为主。2019年公司与直销客户的结算周期仍主要在90天内，部分医院客户结算周期仍较长；分销客户中，大客户结算周期仍不超过90天，新客户仍采用先款后货的结算方式。

<sup>5</sup> 截至2019年底，公司拥有4条真空采血管全自动生产线、7条真空采血管半自动生产线和2条采血针自动生产线。

公司销往海外的产品以美元结算，公司收到美元后按月结汇；此外，为规避结算信用风险，公司出口业务全部购买了中国出口信用保险公司的出口信用保险服务。

真空采血系统销售方面，2019年公司真空采血系统销量继续增长，达79,809.44万支，同比增长4.95%。受益于销量增长，2019年公司实现真空采血系统收入36,212.70万元，同比增长7.72%。其中，国内真空采血系统销量继续自然增长，实现收入为22,618.66万元，同比增长5.20%；国外真空采血系统销售，受沙特地区新增大额订单影响，实现收入为13,594.04万元，同比增长12.19%。毛利率方面，2019年公司真空采血系统毛利率同比变动不大。其中，国内真空采血系统毛利率同比提高2.13个百分点，主要系当年国内真空采血系统成本降低所致；国外真空采血系统毛利率同比下降2.04个百分点，主要系当年新增沙特订单价格相对较低所致。

**表9 公司真空采血系统销售情况**

项目	2019年	2018年
产量（万支）	79,486.61	75,611.05
销量（万支）	79,809.44	76,047.13
产销率	100.41%	100.58%

注：真空采血系统产量、销量均为各品规采血管、采血针加总  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表10 公司真空采血系统国内外销售情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
国内	22,618.66	46.39%	21,500.22	44.26%
国外	13,594.04	28.23%	12,116.53	30.27%
<b>合计</b>	<b>36,212.70</b>	<b>39.57%</b>	<b>33,616.75</b>	<b>39.22%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

试剂销售业务方面，公司试剂销售可分为代理试剂销售、自产试剂销售，2019年公司试剂销售收入仍以代理试剂销售收入为主。代理产品包括糖化试剂、生化试剂等，代理试剂供应商包括爱科来国际贸易（上海）有限公司、上海透景生命科技有限公司等公司。自产试剂主要为普罗雌烯（甲丙雌二醚）原料药、POCT系列产品等。受公司逐步退出部分不可持续的代理业务影响，近年来公司试剂销售收入持续下降，2019年公司实现试剂销售收入9,061.05万元，同比下降3.66%；毛利率为40.87%，同比提高2.49个百分点。

**表11 公司主要试剂产品销售情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
糖化试剂	1,194.95	1,060.52

普罗雌烯（甲丙雌二醚）	1,733.33	1,602.70
透景试剂	1,122.66	929.22
生化试剂	307.16	434.67
POCT	577.57	629.52
<b>合计</b>	<b>4,935.67</b>	<b>4,656.63</b>

注：透景试剂销售金额为上海透景生命科技有限公司所有试剂品种加总金额  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

仪器销售方面，2019年公司仪器销售仍以自产仪器销售收入为主<sup>6</sup>，自产仪器包含智能采血管理系统、脱盖机等。2019年自产仪器销量增长，但收入同比略有下滑，主要系大型设备销量下滑所致；2019年公司实现仪器销售收入3,640.97万元，同比下降6.36%；毛利率为44.85%，同比提高1.82个百分点。

**表12 公司仪器销售情况**

产品类别	项目	2019年	2018年
自产仪器	产量（台）	235	182
	销量（台）	241	231
	产销率	102.55%	126.92%
	销售金额（万元）	2,727.95	2,905.18
代理仪器	采购量（台）	379	369
	销量（台）	368	396
	购销率	97.10%	107.32%
	销售金额（万元）	913.02	983.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2019年公司软件产品及服务收入、毛利率有所回升，需关注若未来广州惠侨业绩下滑，公司仍面临一定商誉减值风险**

公司软件产品及服务收入系子公司广州惠侨贡献。公司于2015年以19,000万元购买广州惠侨100%的权益，形成商誉14,316.49万元。广州惠侨为专业从事医疗信息化软件开发、集成的公司，为各级医院、医疗机构提供整体解决方案。

受益于渠道建设、新产品推出，2019年公司软件产品及服务收入有所回升，实现收入4,018.55万元，同比增长34.03%。毛利率方面，由于收入大幅提高、人力成本摊销减少，2019年公司软件产品及服务毛利率为54.44%，同比提高26.62个百分点。截至2019年底，广州惠侨商誉账面价值为5,362.38万元。需关注，若广州惠侨未来业绩下滑，公司仍面临一定的商誉减值风险。

<sup>6</sup> 仪器销售收入之前以代理仪器销售为主，2015年公司与飞利浦代理合约到期、不再续约。代理仪器除飞利浦仪器外，还有多功能粪便分析工作站，动脉球囊反搏泵、龙鑫尿机 8000R 等。



受融资租赁业务收缩影响，2019年公司融资租赁收入继续下降，应收融资租赁款仍存在一定回收风险

公司融资租赁业务由全资子公司深圳希润融资租赁有限公司（以下简称“深圳希润”）负责，资金主要来源于实收资本金、银行借款等；业务模式涵盖直租、售后回租，以售后回租为主；客户主要是集中在广州、深圳等地的医疗相关企业。

近年来为控制融资租赁业务风险，公司主动收缩融资租赁业务，公司融资租赁业务收入持续下降。2019年公司实现融资租赁收入2,168.97万元，同比下降28.86%；毛利率为97.76%，同比提高18.98个百分点。2019年公司新增融资租赁项目金额同比略有回升，2019年底公司存量融资租赁项目金额同比继续下降；截至2019年底，公司应收融资租赁账面价值16,787.04万元，同比下降25.18%。

**表13 公司融资租赁业务开展情况（单位：万元）**

产品名称	2019年		2018年	
	个数	金额	个数	金额
年底存量融资租赁项目	44	16,787.04	47	22,436.00
其中：直接租赁	10	3,070.88	14	4,799.00
售后回租	34	13,716.16	33	17,637.00
当年新增融资租赁项目	16	8,820.00	8	4,861.00
其中：直接租赁	1	600.00	5	3,685.00
售后回租	15	8,220.00	3	1,176.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户集中度来看，2019年公司融资租赁业务客户集中度有所下降但仍较高，公司第一大客户占比和前十大客户占比分别为15.24%、34.79%，分别同比下降7.26个百分点、32.95个百分点。从回收风险来看，公司融资租赁业务均采用保证担保、抵质押担保等增信措施，但需关注公司融资租赁业务客户以民营企业为主，仍存在一定的回收风险。

**表14 公司融资租赁客户集中度情况**

项目	2019年	2018年
最大单一客户融资集中度	15.24%	22.50%
最大十家客户融资集中度	34.79%	67.74%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司整体业务区域集中度仍较高，仍以华南地区、海外地区、华东地区为主**

供应商集中度方面，2019年公司前五大供应商采购额占年度采购额比重为38.32%，同比提高7.74个百分点，公司供应商集中度尚可。客户集中度方面，2019年前五大客户销售额占营业收入比重为15.85%，同比下降0.81个百分点，公司客户集中度不高，对单一客户依赖程度不大。公司销售额前五的客户仍以海外分销商为主，整体较为稳定。

**表15 公司前五大客户情况<sup>7</sup>（单位：万元）**

年度	客户名称	销售 额	销售 占比	主要销 售产品
2019 年	佛山市希科赛斯医疗器械有限公司	2,129.92	3.70%	耗材、试剂、设备
	TAAML Corporation	1,901.92	3.31%	真空采血系统
	Corway Ltd.	1,756.96	3.06%	真空采血系统
	南京斯拜科生化实业有限公司	1,663.76	2.89%	试剂
	ANNAR DIAGNOSTICA IMPORT S.A.S	1,663.27	2.89%	真空采血系统
	合计	<b>9,115.84</b>	<b>15.85%</b>	
2018 年	Corway Ltd.	2,479.47	4.51%	真空采血系统
	TAAML Corporation	1,887.31	3.43%	真空采血系统
	ANNAR DIAGNOSTICA IMPORT S.A.S	1,654.32	3.01%	真空采血系统
	南京斯拜科生化实业有限公司	1,574.22	2.86%	试剂
	佛山市希科赛斯医疗器械有限公司	1,568.53	2.85%	耗材、试剂、设备
	合计	<b>9,163.86</b>	<b>16.66%</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从区域集中度来看，公司业务仍主要集中在华南、华东及海外，区域集中度仍较高，2019年上述三个地区收入合计占比84.68%，同比变动不大。海外市场均为经销模式，销售产品以真空采血系统为主，客户分布在90多个国家和地区。需关注海外市场目前仍主要集中在俄罗斯、沙特等发展中国家和地区，这些国家的政治和经济方面的不确定性较大，若其经济景气度不佳、政治不稳定或者货币和贸易政策出现明显变化，可能对公司的海外销售造成一定的不利影响。

**表16 近年公司分地区销售收入和毛利率情况（单位：万元）**

销售区域	2019年			2018年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
华南	24,766.16	43.07%	52.18%	24,766.74	45.03%	46.82%
华东	9,105.10	15.83%	39.36%	8,404.74	15.28%	37.51%
华北	3,288.37	5.72%	51.90%	4,064.40	7.39%	47.63%
华中	2,434.92	4.23%	47.07%	2,133.32	3.88%	38.59%
其他（地区）	3,089.53	5.37%	46.75%	2,444.17	4.44%	35.60%
中国大陆小计	<b>42,684.07</b>	<b>74.23%</b>	<b>48.74%</b>	<b>41,813.37</b>	<b>76.03%</b>	<b>43.95%</b>
海外	14,822.06	25.77%	28.02%	13,182.95	23.97%	30.19%
合计	<b>57,506.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>43.40%</b>	<b>54,996.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.65%</b>

资料来源：公司2019年年度报告，中证鹏元整理

<sup>7</sup> Corway Ltd.系俄罗斯经销商；CAMBINDIA 系印度经销商；TAAML Corporation 系沙特经销商；ANNAR DIAGNOSTICA IMPORT S.A.S 系哥伦比亚经销商；佛山市希科赛斯医疗器械有限公司系由公司之前佛山的销售团队独立出去成立的经销商公司。

### 公司新产品的成功注册将进一步拓展公司产品线，但需关注新产品能否顺利推广

2019年公司研发总投入占销售收入的比重为6.60%，研发投入同比下降14.47%，主要系公司缩减广州惠侨研发人员数量以及出售江苏阳普股权所致。2019年公司新增3项医疗器械注册证，包括血栓弹力图质控水平I、全自动荧光免疫分析仪、肌酸激酶同工酶测定试剂(干式免疫荧光定量法)等。新产品未来有可能成为公司业绩新的增长点，但需关注产品能否顺利推广。

**表17 公司研发人员及研发支出情况**

项目	2019年	2018年
研发人员数量(人)	191	234
研发支出(万元)	3,793.98	4,435.71
研发支出/营业收入	6.60%	8.07%

资料来源：公司2019年年报

公司在坚持巩固和发展真空采血系统等传统产品和相关技术的基础上，拓展业务范围，向医疗产业链其他环节延伸。2016年公司开始涉足医院管理业务，以PPP模式和宜章县人民政府共建宜章县中医院，双方合作经营期限为30年，合作期满后，公司将医院整体无偿移交给宜章县政府。2017年1月公司与宜章县人民政府授权的开元（宜章）投资有限公司（以下简称“开元投资”）共同投资设立项目公司宜章县珞珈医院管理有限公司，负责宜章县中医医院整体搬迁PPP项目建设、运营、维护和用户服务等业务。宜章县中医医院整体搬迁项目预计总投资2.40亿元（其中公司投资2亿元，政府投资0.40亿元），2019年该项目新增投资额46.92万元；截至2019年底公司已投资2,746.91万元，尚需投资1.73亿元。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，公司财务报表按新会计准则进行编制。

### 资产结构与质量

公司资产中应收账款、应收融资租赁款占比仍较大，对营运资金形成一定占用

2019年公司总资产及资产结构变动较小。截至2019年底，公司资产总额为150,679.67万元，同比下降0.29%；资产中流动资产、非流动资产分别占比46.60%、53.40%。

**表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19,714.23	13.08%	23,408.64	15.49%
交易性金融资产	5,300.00	3.52%	-	0.00%
应收账款	22,420.12	14.88%	21,184.72	14.02%
存货	8,130.60	5.40%	7,827.03	5.18%
一年内到期的非流动资产	11,569.64	7.68%	15,636.80	10.35%
<b>流动资产合计</b>	<b>70,218.58</b>	<b>46.60%</b>	<b>71,587.93</b>	<b>47.37%</b>
长期应收款	5,431.51	3.60%	6,799.28	4.50%
长期股权投资	14,597.89	9.69%	14,192.26	9.39%
固定资产	26,419.53	17.53%	27,318.35	18.08%
在建工程	4,109.46	2.73%	3,571.36	2.36%
无形资产	13,942.55	9.25%	13,301.34	8.80%
商誉	5,362.38	3.56%	5,424.90	3.59%
<b>非流动资产合计</b>	<b>80,461.09</b>	<b>53.40%</b>	<b>79,526.29</b>	<b>52.63%</b>
<b>资产总计</b>	<b>150,679.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>151,114.22</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金以银行存款为主，受限比例较低，2019年末公司受限货币资金为342.97万元。交易性金融资产全部系公司购买的结构性存款，2019年底公司交易性金融资产已全部被用于贷款质押。公司应收账款主要系应收公立医院、海外经销商的货款；随着公司业务规模的增长，应收账款规模有所增长，2019年底公司应收账款为22,420.12万元，同比增长5.83%。对于海外销售公司均购买了出口信用保险公司的出口信用保险服务，出口保险按照不同的情形，赔付比例在80%-90%左右；公司部分应收账款账期延长，但整体账龄仍较短；公司应收账款较为分散，前五大占比21.22%。整体来看，公司应收账款回收风险较为可控，但占比较大，对公司资金形成一定占用。公司存货规模不大，以库存商品、原材料为主。一年内到期的非流动资产主要系一年内到期的应收融资租赁款。

公司长期应收款主要为应收融资租赁款；受公司缩减融资租赁业务影响，2019年底公司长期应收款继续下降，同比下降20.12%；长期应收款主要采用保证担保、抵质押等方式增信，但应收对象集中度较高且以民营企业为主，仍存在一定的回收风险。公司长期股权投资主要系对深圳市阳和生物医药产业投资有限公司、深圳市益康泰来科技有限公司等公司的投资，全部按权益法核算；截至2019年底，公司长期股权投资规模为14,597.89万元，同比增长2.86%，主要系新增1,300万元对杭州康代思锐生物科技有限公司的投资所致。2019年公司通过购置新增固定资产1,732.36万，购置的固定资产以机器设备为主；截至2019年底，公司账面价值7,481.22万元的固定资产已被用于贷款抵押。公司在建工程系宜章县



中医医院整体搬迁项目、郴州阳普厂房工程、车间装修及二期厂房等；2019年底公司在建工程同比增长15.07%，主要系是新增采血管生产线所致。公司无形资产主要系土地使用权以及内部研发形成的专利权，2019年底通过公司内部研发形成的无形资产占无形资产余额的55.86%，同时需关注账面价值1,613.41万元的无形资产已被用于贷款抵押。2019年公司出让江苏阳普股权，2019年底公司商誉全部系合并广州惠侨形成，公司商誉账面价值同比下降1.15%。

总体来看，公司资产中应收账款、应收融资租赁款占比仍较大，对营运资金形成一定占用。

## 资产运营效率

### 公司净营业周期继续小幅下降，整体资产运营效率仍一般

公司经销模式账期小于直销模式账期，2019年采血管等业务直销模式收入继续增长，公司应收账款周转天数继续提高。公司以销定产，产销率保持在较高水平，存货规模不大，存货周转率尚可，2019年公司存货周转天数同比继续下降。应付账款主要为应付原料款以及工程款尾款；2019年公司应付账款周转天数同比提高3.50天。整体来看，2019年公司净营业周期继续小幅下降，同比下降4.63天。2019年公司资产周转效率略有好转，流动资产周转天数、总资产周转天数分别同比下降35.70天、121.36天。

**表19 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	136.49	135.67
存货周转天数	88.25	90.20
应付账款周转天数	80.06	76.57
净营业周期	144.67	149.30
流动资产周转天数	443.87	479.57
固定资产周转天数	168.20	184.54
总资产周转天数	944.65	1,066.00

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2019年公司真空采血系统收入持续增长、软件产品及服务收入大幅回升，盈利状况有所改善**

2019年公司真空采血系统收入持续增长，软件产品及服务收入大幅回升，融资租赁业务规模继续收缩，整体营业收入规模同比略有增长。2019年公司实现营业收入57,506.13

万元，同比增长4.56%，综合毛利率为43.40%，同比提高2.75个百分点，主要系软件产品及服务毛利率回升所致。2019年公司期间费用为23,096.90万元，同比下降4.14%，期间费用率为40.16%，同比下降3.65个百分点。2019年公司未计提商誉减值损失、长期股权投资减值损失等，资产减值损失同比大幅下降。2019年公司利润总额扭亏为盈，实现利润总额3,700.13万元。

**表20 公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
营业收入	57,506.13	54,996.33
资产减值损失	651.61	12,778.03
其他收益	940.80	1,485.54
营业利润	3,757.57	-14,431.82
利润总额	3,700.13	-14,449.03
净利润	2,613.81	-14,099.21
综合毛利率	43.40%	40.65%
期间费用率	40.16%	43.81%
营业利润率	6.53%	-26.24%
总资产回报率	4.41%	-7.28%
净资产收益率	3.16%	-15.85%
营业收入增长率	4.56%	0.06%
净利润增长率	-	-1809.99%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司在建项目投资规模较大，面临一定资金压力

2019年公司经营所得现金FFO有所增加，经营活动现金净流入4,916.24万元，同比有所下降。公司投资活动主要为购买结构性存款、对外股权投资、购建厂房、生产设备、资本化研发投入等进行的投资。2019年公司投资活动净流出9,990.69万元，同比有所增加，主要系公司购入结构性存款所致。筹资活动方面，受公司本部对外净融资增加影响，2019年公司筹资活动净流入1,137.07万元。

截至2019年底，公司主要产能扩建项目后续尚需投资1.23亿元，医院PPP项目尚需投资1.73亿元，且公司已终止非公开发行股票筹集资金，公司面临一定的资金压力。

**表21 公司主要现金流量指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	1.32	1.30
净利润	2,613.81	-14,099.21
非付现费用	4,096.89	16,759.47
非经营损益	1,113.14	2,428.70
FFO	7,823.84	5,088.96
营运资本变化	-2,907.60	514.66
其中：存货减少（减：增加）	372.13	-199.44
经营性应收项目的减少（减：增加）	-37.03	6,065.15
经营性应付项目的增加（减：减少）	-3,242.70	-5,351.05
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,916.24</b>	<b>5,603.62</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-9,990.69</b>	<b>-3,700.85</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,137.07</b>	<b>-5,279.93</b>
现金及现金等价物净增加额	-3,957.07	-3,488.06

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 2019年公司有息负债规模下降，但仍面临一定的偿债压力

受益于未分配利润增长，2019年底公司所有者权益同比增长；受融资租赁业务收缩、负债减少影响，公司负债总额同比下降。截至2019年底，公司负债总额、所有者权益分别为66,853.80万元、83,825.88万元，产权比率为79.75%，同比下降5.56个百分点，公司所有者权益对负债保障程度有所提高。

**表22 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年	2018年
负债总额	66,853.80	69,566.76
所有者权益	83,825.88	81,547.46
产权比率	79.75%	85.31%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，受应付本期债券转入一年内到期的非流动负债影响，2019年底公司流动负债占比同比大幅增加，为85.86%。公司短期借款主要系信用借款，2019年底规模同比增长38.09%。应付账款主要系应付购货款、工程款尾款，2019年底同比下降7.19%。其他应付款主要系应付利息、保证金、往来款等，2019年底同比继续下降，主要是系子公司深圳希润收到融资租赁保证金减少所致。一年内到期的非流动负债系一年内到期的应付本期债券、长期借款。长期借款全部系抵押借款，2019年底同比减少3.93%。递延收益系政

府补助，2019年底同比增长16.47%，主要系收到“双创示范基地重点支持项目”、“广东省重大科技成果产业化扶持专项资金”、“2018年省级工业企业技术改造事后奖补（普惠性）专题资金补助”等项目的政府补助。

**表23 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	13,598.25	20.34%	9,847.51	14.16%
应付账款	6,968.97	10.42%	7,508.91	10.79%
应付职工薪酬	1,146.78	1.72%	1,528.52	2.20%
其他应付款	2,472.88	3.70%	2,820.99	4.06%
一年内到期的非流动负债	30,941.78	46.28%	7,745.19	11.13%
<b>流动负债合计</b>	<b>57,397.50</b>	<b>85.86%</b>	<b>31,222.45</b>	<b>44.88%</b>
长期借款	2,550.00	3.81%	2,654.27	3.82%
应付债券	-	0.00%	29,733.07	42.74%
递延收益-非流动负债	6,580.89	9.84%	5,650.10	8.12%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,456.29</b>	<b>14.14%</b>	<b>38,344.31</b>	<b>55.12%</b>
<b>负债合计</b>	<b>66,853.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>69,566.76</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	47,090.04	70.44%	49,821.47	71.62%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

受子公司深圳希润业务规模收缩影响，2019年底公司有息债务规模为47,090.04万元，同比下降5.48%，占负债总额的70.44%。公司有息债务中本期债券占比较大，本期债券2020年4月末附投资者回售选择权，根据公司2020年3月24日发布的公告，本期债券回售登记金额为9,000万元。

**表24 公司有息债务构成情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
<b>短期有息债务</b>	<b>44,540.04</b>	<b>17,434.13</b>
其中：短期借款	13,598.25	9,847.51
一年内到期的非流动负债	30,941.78	7,586.63
<b>长期有息债务</b>	<b>2,550.00</b>	<b>32,387.33</b>
其中：长期借款	2,550.00	2,654.27
应付债券	0.00	29,733.07
<b>合计</b>	<b>47,090.04</b>	<b>49,821.47</b>

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标能力来看，2019年公司资产负债率同比略有下降，为44.37%，同比下降1.67个百分点。2019年受应付本期债券转入一年内到期的非流动负债影响，公司流动比率、速

动比率同比下降；需关注公司流动资产中应收账款、一年内到期的应收融资租赁款占比较大，若不能及时收回，可能会对公司短期偿债能力造成一定不利影响。2019年公司净利润扭亏为盈，公司EBITDA对利息、有息债务的保障程度同比大幅提升，但公司经营性净现金流对负债保障程度继续下滑，仍处于较差水平。

**表25 公司主要偿债能力指标**

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	44.37%	46.04%
流动比率	1.22	2.29
速动比率	1.08	2.04
EBITDA（万元）	10,452.93	-7,871.98
EBITDA 利息保障倍数	3.55	-3.03
有息债务/EBITDA	4.50	-6.33
债务总额/EBITDA	6.40	-8.84
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.18
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.08

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、本期债券偿还保障分析

**深圳高新投业务发展良好，其为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提高本期债券的信用水平**

本期债券由深圳高新投提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金、利息、罚息、违约金和实现债权的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期日之日起两年，债券持有人在此期间未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

深圳高新投原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于1994年12月投资成立，初始注册资本1亿元。高新投集团于2004年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年12月更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，截至2018年末，深圳高新投注册资本和实收资本均为88.52亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持有深圳高新投41.80%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如下表所示。



**表26 截至2018年末深圳高新投股东情况（单位：万元）**

公司名称	出资额	出资比例	企业类别
深圳市投资控股有限公司	370,027.25	41.80%	国资有限责任公司
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	177,043.79	20.00%	民营有限责任公司
深圳市财政金融服务中心	132,236.81	14.94%	事业单位法人
深圳市远致投资有限公司	97,728.026	11.04%	国资有限责任公司
恒大集团有限公司	84,189.37	9.51%	民营有限责任公司
深圳市海能达投资有限公司	21,047.34	2.38%	民营有限责任公司
深圳市中小企业服务署	2,937.91	0.33%	事业单位法人
<b>合计</b>	<b>885,210.50</b>	<b>100.00%</b>	-

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

深圳高新投形成了以融资担保和保证担保业务（非融资担保业务）为主、创业投资业务为辅、资金管理及咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元业务结构，并通过设立专业子公司实现融资担保、保证担保和创业投资等业务的专业化经营。作为深圳市委、市政府为解决中小科技企业融资难问题而设立的金融担保机构，深圳高新投主要为深圳市内科技企业提供服务，包括融资担保、短期资金支持等。截至2018年末深圳高新投合并范围子公司7家，2018年深圳高新投纳入合并报表范围内子公司增加深圳市高新投正轩股权投资基金管理有限公司。

深圳市经济稳进向好，金融产业保持良好发展，近年出台了一系列扶持小微融资举措，区域融资需求和政策环境为担保行业营造了较好发展环境。深圳高新投控股股东为深圳市投资控股有限公司，最终控制人为深圳市人民政府，股东实力较强。受益于股东持续注资，深圳高新投资本实力进一步增强，融资担保放大倍数下降。2017年末深圳高新投债券在保业务规模大幅增长，同时因深圳高新投承接较多短期间接融资担保项目，全年间接融资担保发生额大幅增加，二者效应叠加使得当期担保业务收入同比增加。同时中证鹏元也关注到2018年银行不良率整体提升、债券违约集中爆发，在国内经济增速放缓的大背景下，担保机构面临较大代偿压力。随着深圳高新投委托贷款业务规模增长，发生逾期也相应增长较快，存在一定资产损失风险。深圳高新投在保债券数量大幅增加，所担保债券发行主体中有个别主体信用级别被调低，存在一定代偿风险。截至2018年6月末，深圳高新投间接融资担保在保责任余额前五大行业占比较上年同期相比进一步上升，集中于高新技术企业，不利于经营风险的分散。

**表27 2016-2018年深圳高新投主要财务指标情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	2,052,718.02	1,346,952.97	789,850.84
归属于母公司所有者权益合计	1,177,908.41	1,119,107.66	655,949.44

现金类资产	245,812.02	315,598.91	117,361.44
营业收入	208,520.14	150,517.45	110,064.01
投资收益	5,793.09	8,676.67	17,187.44
利润总额	152,101.10	110,942.95	95,238.51
净资产收益率	9.86%	12.24%	10.94%
在保责任余额（亿元）*	835.99	974.22	1,167.06
其中：融资担保在保责任余额（亿元）*	456.66	621.32	781.62
拨备覆盖率*	214.52%	197.66%	154.12%
准备金覆盖率*	0.97%	0.68%	0.48%
融资担保放大倍数*	3.96	5.55	11.92
当期担保代偿率*	0.12%	0.01%	0.26%
累计代偿回收率*	-	40.24%	28.44%

注：1、2017年净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项；

2、业务数据经过深圳高新投重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异；

3、带\*标注指标为2018年6月末数据。

资料来源：深圳高新投2016-2018年审计报告、深圳高新投提供，中证鹏元整理

综合来看，深圳高新投实力较雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年6月21日至报告查询日（2020年01月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。根据公司提供的子公司深圳希润信用报告，从2019年6月21日至报告查询日（2020年01月06日），公司子公司深圳希润不存在未结清不良类信贷记录，深圳希润各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、评级结论

公司真空采血系统有一定的技术优势和规模优势，收入保持增长。深圳高新投经营、财务状况良好，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够继续有效地提升本期债券的信用水平。

同时，中证鹏元也关注到，截至2019年底，公司实际控制人邓冠华持有公司股份已全

部被质押。2019年底公司融资租赁业务客户集中度仍较高且以民营企业为主，可能存在一定回收风险。2019年底广州惠侨商誉账面价值为5,362.38万元，若未来广州惠侨经营状况继续未达预期，公司商誉仍存在一定减值风险。截至2019年底，公司有息债务规模为4.71亿元，公司仍面临一定的偿债压力。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	19,714.23	23,408.64	27,140.16
交易性金融资产	5,300.00	0.00	0.00
应收账款	22,420.12	21,184.72	20,266.65
预付款项	1,317.83	1,280.69	2,012.93
其他应收款	1,591.70	1,375.70	1,118.08
存货	8,130.60	7,827.03	8,528.25
一年内到期的非流动资产	11,569.64	15,636.80	14,828.74
<b>流动资产合计</b>	<b>70,218.58</b>	<b>71,587.93</b>	<b>74,937.12</b>
长期应收款	5,431.51	6,799.28	17,271.63
长期股权投资	14,597.89	14,192.26	14,205.24
固定资产	26,419.53	27,318.35	29,066.52
在建工程	4,109.46	3,571.36	3,084.25
无形资产	13,942.55	13,301.34	13,232.15
商誉	5,362.38	5,424.90	14,715.70
<b>非流动资产合计</b>	<b>80,461.09</b>	<b>79,526.29</b>	<b>99,650.12</b>
<b>资产总计</b>	<b>150,679.67</b>	<b>151,114.22</b>	<b>174,587.24</b>
短期借款	13,598.25	9,847.51	10,745.69
应付账款	6,968.97	7,508.91	6,374.76
其他应付款	2,472.88	2,820.99	3,432.60
一年内到期的非流动负债	30,941.78	7,745.19	5,413.71
<b>流动负债合计</b>	<b>57,397.50</b>	<b>31,222.45</b>	<b>29,283.07</b>
长期借款	2,550.00	2,654.27	14,186.83
应付债券	0.00	29,733.07	29,635.69
递延收益-非流动负债	6,580.89	5,650.10	4,766.61
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,456.29</b>	<b>38,344.31</b>	<b>48,932.26</b>
<b>负债合计</b>	<b>66,853.80</b>	<b>69,566.76</b>	<b>78,215.33</b>
有息债务	47,090.04	49,821.47	59,981.91
所有者权益合计	83,825.88	81,547.46	96,371.91
营业收入	57,506.13	54,996.33	54,965.28
营业利润	3,757.57	-14,431.82	1,693.33
净利润	2,613.81	-14,099.21	824.52
经营活动产生的现金流量净额	4,916.24	5,603.62	14,219.30
投资活动产生的现金流量净额	-9,990.69	-3,700.85	-10,488.77
筹资活动产生的现金流量净额	1,137.07	-5,279.93	10,891.02

财务指标	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	136.49	135.67	126.35
存货周转天数	88.25	90.20	113.52
应付账款周转天数	80.06	76.57	83.05
净营业周期	144.67	149.30	156.82
流动资产周转天数	443.87	479.57	440.60
固定资产周转天数	168.20	184.54	196.95
总资产周转天数	944.65	1,066.00	1,053.09
综合毛利率	43.40%	40.65%	44.67%
期间费用率	40.16%	43.81%	40.03%
营业利润率	6.53%	-26.24%	3.08%
总资产回报率	4.41%	-7.28%	2.70%
净资产收益率	3.16%	-15.85%	0.86%
营业收入增长率	4.56%	0.06%	6.29%
净利润增长率	-	-1,809.99%	-72.96%
资产负债率	44.37%	46.04%	44.80%
流动比率	1.22	2.29	2.56
速动比率	1.08	2.04	2.27
EBITDA（万元）	10,452.93	-7,871.98	8,236.47
EBITDA 利息保障倍数	3.55	-3.03	3.11
有息债务/EBITDA	4.50	-6.33	7.28
债务总额/EBITDA	6.40	-8.84	9.50
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.18	0.49
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.08	0.18

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理



## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ( (本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2 ) * 100%
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / ( 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出 )
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 一年内到期的非流动负债中的有息债务 + 长期借款 + 应付债券

## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。