

振德医疗用品股份有限公司

2019 年公开发行可转换公司  
债券信用评级报告



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：

报告编号：  
中鹏信评【2019】第 Z  
【201】号 01

分析师

姓名：  
秦风明 刘书芸

电话：  
021-51035670

邮箱：  
qinfm@cspengyuan.com

评级日期：  
2019年5月16日

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)

## 振德医疗用品股份有限公司 2019年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行规模：不超过4.40亿元

债券期限：6年

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：股票质押担保

### 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”）对振德医疗用品股份有限公司（以下简称“振德医疗”或“公司”，股票代码：603301.SH）本次拟公开发行不超过4.40亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA-，该级别反映了债务安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司专注医用敷料<sup>1</sup>行业，具备市场竞争优势，近年营业收入持续增长，传统伤口护理产品对营业收入贡献较大且发展较为成熟，首次公开发行股票后公司资本实力不断增强，以及股票质押担保为本期债券提供一定保障；但中证鹏元也关注到，公司资产规模不大，流动性一般，面临较大资金压力和一定的短期偿债压力，以及本期债券募投项目能否顺利完工并实现预期效益具有一定不确定性等风险因素。

### 正面：

- 公司专注医用敷料行业，具备市场竞争优势。公司目前是国内医用敷料生产企业中产品种类较为齐全、规模领先的企业之一，与多家国外医疗器械品牌商建立业务合作，客户较为稳定，具备市场竞争优势。
- 公司近年营业收入持续增长，传统伤口护理产品对营业收入贡献较大且发展较为成熟。受部分外销和内销客户订单增多的影响，2016-2018年公司营业收入103,489.93万元、130,644.25万元和142,885.67万元，年复合增长率17.50%；传统伤口护理产品较为成熟，是公司收入的主要来源，2018年占营业收入比例52.76%。

<sup>1</sup> 狭义的医用敷料是指作为伤口处的覆盖物，起到保护创口、创面，促进愈合的医用卫生材料，广义的医用敷料包括伤口护理、手术室感染防护、压力固定等产品。

- **首次公开发行股票，公司资本实力不断增强。**2018年4月，公司首次公开发行股票2,500.00万股并在上海证券交易所上市交易，募集资金净额43,428.34万元，2018年底公司净资产规模112,465.71万元，同比增长100.76%，资本实力不断增强，且成功上市也扩展了公司的融资渠道。
- **股票质押担保为本期债券提供一定保障。**浙江振德控股有限公司将其合法持有的市值为7.48亿元的限售股份作为质押资产进行质押担保，为本期债券的本息偿付提供了一定的保障。

### 关注：

- **公司资产规模不大，流动性一般。**截至2018年底，公司资产规模184,994.84万元，其中流动资产占比55.80%，非流动资产占比44.20%，而流动资产中应收账款、存货占比较高，分别占总资产比例14.44%、20.34%；此外，公司固定资产35.75%受限，无形资产45.87%受限，整体资产流动性一般。
- **公司在建项目投资规模较大，面临较大资金压力。**公司主要在建项目包括纺粘无纺布及其制品生产线、现代创面敷料及压力康复类产品生产线建设项目等，存在较大资金压力。
- **公司面临一定短期偿债压力。**截至2018年底有息负债规模41,617.50万元，主要为短期借款、应付票据，偿还期限集中在2019年，存在一定短期偿债压力。
- **本期债券募投项目能否顺利完工并实现预期效益具有一定不确定性。**公司本期募投项目功能性敷料及智能物流中心建设项目，计划总投资50,000.00万元，拟在绍兴市越城区皋埠镇建设生产车间、智能仓库及办公大楼等，但受经济环境和市场竞争等因素影响，建设工期以及完工后能否产生预期收益具有一定不确定性。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	199,197.78	184,994.84	129,388.77	112,792.95
归属于母公司所有者权益	115,433.61	112,372.13	55,923.44	43,745.50
有息债务	50,220.00	41,617.50	48,421.74	45,523.86
资产负债率	41.03%	39.21%	56.70%	61.15%
流动比率	1.39	1.52	0.87	0.81
速动比率	0.87	0.97	0.56	0.47
营业收入	33,396.52	142,885.67	130,644.25	103,489.93

营业利润	3,636.15	15,341.77	14,800.20	7,917.45
净利润	3,229.30	12,987.89	12,211.45	8,288.26
综合毛利率	29.41%	31.36%	29.59%	31.70%
总资产回报率	-	11.04%	14.01%	10.52%
EBITDA	-	23,530.59	22,825.38	17,423.55
EBITDA 利息保障倍数	-	10.73	10.25	6.51
经营活动现金流净额	-4,232.13	2,024.58	19,136.40	13,857.41

注：2017 年数据为 2018 年调整数

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告以及 2019 年一季度未经审计报表，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身系1994年8月18日成立的绍兴振德医用敷料有限公司，由绍兴县越夏联营医用保健品厂（以下简称“保健品厂”）和金孝德共同出资组建，初始注册资本20万美元，其中金孝德系韩国籍投资者。1995年3月，鲁建国通过购买集体资产的方式将保健品厂变更为个体私营企业，2004年保健品厂和浙江正德医疗用品有限公司（2016年更名为“浙江振德控股有限公司”，以下简称“浙江振德”）签署股权转让协议书，公司控股股东变更为浙江正德医疗用品有限公司。后历次股权转让及增资，2016年整体变更为股份有限公司，2017年底公司注册资本和实收资本均为7,500.00万元，控股股东浙江振德持股比例74.28%。2018年4月12日，公司首次公开发行股票2,500.00万股并在上海证券交易所上市交易，股票代码603301.SH，发行后总股份10,000.00万股，发行价为每股19.82元，扣除各项费用后募集资金净额43,428.34万元。

截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为10,000.00万元，控股股东为浙江振德，持股比例55.71%；公司实际控制人鲁建国、沈振芳（两人系夫妻关系），其中鲁建国持有浙江振德81.75%股权，沈振芳持有公司4.75%股权。股东鲁志英和股东何其坤为夫妻关系，浙江振德股东沈振东（持有浙江振德6%股权）系沈振芳之弟弟，浙江振德股东徐大生（持有浙江振德3%股权）系鲁建国之表弟，鲁建华（持有淮南巨英股权投资合伙企业（有限合伙）2.22%出资份额）系徐大生配偶之兄弟，唐立刚（持有淮南巨英股权投资合伙企业（有限合伙）2.22%出资份额）系沈振芳表妹之配偶。

**表1 截至2019年3月底公司主要股东持股及质押情况（单位：股）**

序号	股东	股东性质	持股数量	持股比例	质押数量
1	浙江振德控股有限公司	境内非国有法人	55,710,000	55.71%	无
2	沈振芳	境内自然人	4,750,000	4.75%	无
3	淮南巨英股权投资合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	2,250,000	2.25%	无
4	阮秀良	境内自然人	1,536,875	1.54%	无
5	鲁志英	境内自然人	1,500,000	1.50%	无
6	娄张钿	境内自然人	1,500,000	1.50%	无
7	绍兴皋埠热电有限公司	境内非国有法人	1,125,000	1.13%	无
8	何其坤	境内自然人	1,125,000	1.13%	无
9	滕冬林	境内自然人	750,000	0.75%	无
10	金兴荣	境内自然人	750,000	0.75%	无

资料来源：公司2019年一季度报告，中证鹏元整理

公司主要从事医用敷料的研发、生产和销售，主要产品涉及传统医用敷料、压力治疗与固定、现代伤口护理、手术感染管理等。截至2018年底，公司合并范围子公司共15家，详情见附录二。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**振德医疗用品股份有限公司公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过4.40亿元；

**债券期限和利率：**6年，公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定债券利率；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息；

**转股期限：**自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

**转股价格：**本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**转股价格向下修正条款：**在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票的交易均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

**债券赎回条款：**在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：1) 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；2) 当本次

发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时；

**债券回售条款：**

**(1) 有条件回售条款**

本次发行的可转换公司债券的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转换公司债券的最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

**(2) 附加回售条款**

在本次发行的可转换公司债券存续期内，若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

**转股年度有关股利的归属：**因本次发行的可转换公司债券转股而增加的公司股票享有与原股票同等的权益，在股利发放的股权登记日当日登记在册的所有普通股股东（含因可转换公司债券转股形成的股东）均参与当期股利分配，享有同等权益；

**向原股东配售的安排：**本次发行的可转换公司债券可向公司原股东优先配售，具体优先配售数量及比例提请股东大会授权董事会（或董事会授权的人士）在发行前根据市场情况确定，并在本次发行可转换公司债券的发行公告中予以披露；原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销；

具体发行方式由公司股东大会授权董事会（或董事会授权的人士）与保荐机构（主承



销商)在发行前协商确定;

**增信方式:**本期债券由浙江振德控股有限公司将其合法持有的7.48亿元的限售股份作为质押资产进行质押担保。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为4.40亿元,资金投向明细如下:

**表2 本期债券募集资金投向明细(单位:万元)**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
功能性敷料及智能物流中心建设项目	50,000.00	33,000.00	66.00%
补充流动资金		11,000.00	
<b>合计</b>	<b>50,000.00</b>	<b>44,000.00</b>	

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

#### (一) 项目概况

功能性敷料及智能物流中心建设项目计划总投资50,000.00万元,拟在绍兴市越城区皋埠镇建设生产车间、智能仓库及办公大楼等建筑及构筑物7.85万平方米,购置行业内先进的生产设备,并配套智能仓库系统、压缩空气系统及供配电系统等辅助生产系统,达到年产各类医用敷料等医疗器材8,000万件的生产能力;该项目建设期为36个月,由公司实施,实施地点为浙江省绍兴市越城区皋埠镇银洲路1号地块。

#### (二) 项目投资进度及经济效益

截至2019年4月,该项目已在绍兴市越城区发展和改革局完成备案,项目用地已取得浙(2018)绍兴市不动产权第0057806号《不动产权证书》,证载土地面积66,610.00平方米,折合约99.92亩,环境保护情况已经绍兴市环境保护局越城区(高新区)分局批准。投产至达产时间2年,根据可行性研究报告,正常年营业收入89,900.00万元,正常年利润总额14,467.46万元,增值税、销售税金及附加8,056.09万元,税后财务内部收益率19.75%,税后投资收益率6.24%。截至2019年3月底,该项目已投资6,239.29万元(含土地款)。

### 四、运营环境

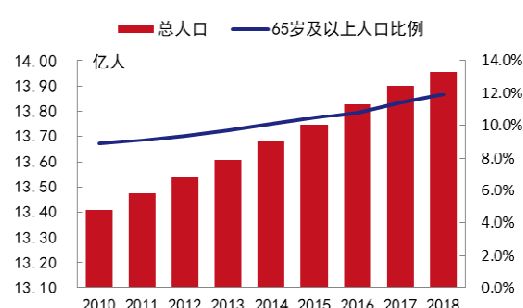
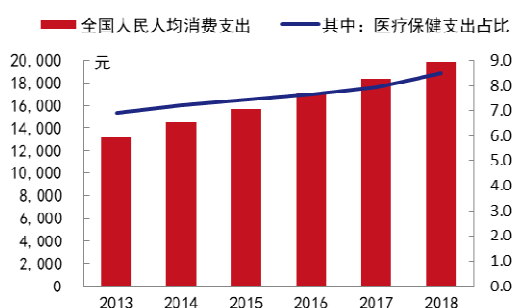
**在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识的增强等背景下,医疗需求仍有较大增长空间**

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关,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，国内医疗服务需求不断上升。根据国家统计局数据，截至2018年底，我国总人口数13.95亿人，其中65岁及以上人数1.67亿人，占总人数的比例11.9%，65岁以上的老年人人数占比正逐年上升。2013-2018年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由912.10元增长至1,685.00元，累计增长84.74%，其中医疗保健支出占消费支出的比重由6.90%升至8.49%，未来我国人均医疗保健消费支出仍将保持增长。

图1 2013-2018年医疗保健支出情况

图2 2010-2018年我国人口老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

近年来我国医疗器械行业增长迅速，远超全球医疗器械行业增速，但目前我国人均医疗器械费用支出远低于发达国家水平，发达国家人均医疗器械费用皆大于100美元，瑞士高达513美元，而我国人均医疗器械费用仅为6美元；医疗器械消费占医药市场整体比例约17%，仅为发达国家的40%，我国医疗器械市场有较大增长空间。我国医疗器械公司与国际器械巨头相比，发展还处于起步阶段，无论是医疗器械公司的规模还是行业集中度来说，我国本土企业与欧美竞争对手之间仍存在巨大的差距，国内医疗器械生产厂家1.6万家，其中90%以上为中小型企业。

根据《医疗器械分类规则》及《医疗器械分类目录》，公司生产销售的医用敷料属于医疗器械中的医用卫生材料及敷料。医用敷料作为伤口处的覆盖物，在伤口愈合过程中，可以替代受损的皮肤起到暂时性屏障作用，避免或控制伤口感染，提供有利于创面愈合的环境，医用敷料可分为传统敷料和新型敷料。近年来，国家不断出台医用敷料的相关政策。2013年9月，国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》，指出支持创新药物、医疗器械、新型生物医药材料研发和产业化。2016年8月，国务院发布《“十三五”国家科技创新规划》，重点部署先进生物医用材料的研发，提升生物医用材料产业竞争力。

表3 近年来医疗器械及医用敷料行业相关政策梳理

发文时间	发文机构	文件名称	主要内容
2013年9月	国务院	关于促进健康服务业发展的若干	支持自主知识产权药品、医疗器械和其他相关健康产品的研发制造和应用。继续通过相关科技、建设专项资金

	意见		和产业基金，支持创新药物、医疗器械、新型生物医药材料研发和产业化，支持到期专利药品仿制，支持老年人、残疾人专用保健用品、康复辅助器具研发生产。
2014年2月	医疗器械监督管理条例	国务院	对医疗器械按照风险程度实行分类管理，加大医疗器械生产经营企业在产品质量方面的控制责任，强化监管部门的日常监管职责。
2016年8月	“十三五”国家科技创新规划	国务院	重点部署先进生物医用材料的研发。以组织替代、功能修复、智能调控为方向，重点布局可组织诱导生物医用材料、组织工程产品、新一代植入医疗器械、人工器官等重大战略性产品，提升医用级基础原材料的标准，构建新一代生物医用材料产品创新链，提升生物医用材料产业竞争力。
2016年11月	医药工业发展规划指南	工业和信息化部等六部委	重点发展全降解冠脉支架，心脏瓣膜，可降解封堵器，可重复使用介入治疗用器械导管，人工关节和脊柱，3D打印骨科植入物，组织器官诱导再生和修复材料，心脏起搏器，植入式左心室辅助装置，脑起搏器，人工耳蜗，牙种植体，眼科人工晶体，功能性敷料，可降解快速止血材料和医用粘接剂等。
2017年10月	关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	中共中央办公厅 国务院	从改革临床管理、加快审评审批等六个方面提出指导意见，鼓励新药和创新医疗器械研发，以促进药品医疗器械产业结构调整和技术创新，提高产业竞争力。
2017年11月	增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）	国家发展改革委	高端医疗器械和药品关键技术产业化定为增强制造业核心竞争力的重点领域之一，提出加快高端医疗器械产业化及应用
2018年11月	《创新医疗器械特别审查程序》	国家药监局	申请人申请创新医疗器械特别审查，应当在第二类、第三类医疗器械首次注册申请前，填写《创新医疗器械特别审查申请表》，资料应当包括申请人企业资质证明文件、产品知识产权情况及证明文件、产品研发过程及结果综述、产品技术文件。

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

### 规模化生产的医用敷料行业企业具备一定优势，但同时机会和风险并存

医用敷料行业属于制造行业，在我国目前劳动力成本、运输成本上升等环境因素影响下，规模经济是医用敷料行业企业实现行业领先的关键；少数国内外行业优秀企业凭借在规模化生产、研发技术、营销渠道、资金实力等方面的优势，在行业发展过程中具备更强的市场主导能力。

我国医用敷料行业进入门槛相对较低，但受行业内渠道及客户黏性、设备与技术、产品质量等壁垒的影响，进入门槛正在逐年提高。医用敷料产品属于医疗用品并直接与人体患处相接触，监管方面也提出严格的要求，我国对医用敷料产品实行备案、注册管理，对医用敷料生产企业实行备案、审核管理。目前业内生产企业众多，出口企业数量不断增加，但大部分为规模较小的小型企业。随着劳动力成本、运输成本的上升，医用敷料行业的利润空间收窄，中小型企业产业链上的话语权将有所减弱，生产经营将受到一定影响。由于我国的医用敷料行业中棉花成本占有较大的比重，企业的规模经营有助于实现原材料的

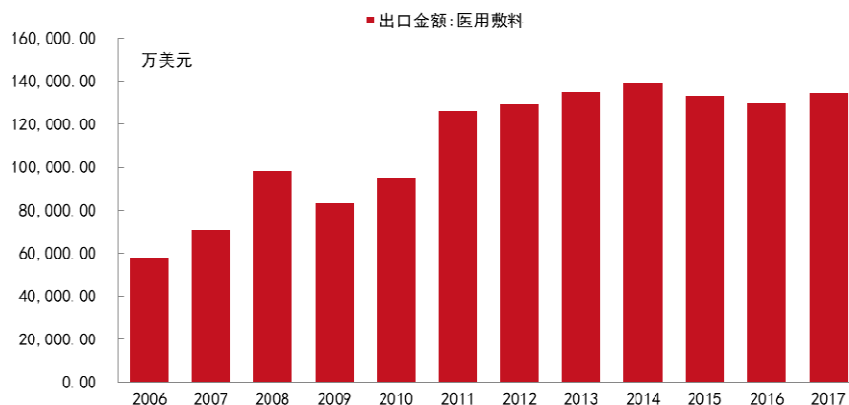
集中采购，提高对于原材料的议价能力，进而提高企业的盈利能力。同时，具有规模化生产经营的企业能更好满足客户对产品的质量、稳定性、批量供货及时性等需求，有助于提高生产的自动化程度，有效降低企业的人工成本，提升运营效率。

值得注意的是，随着医疗耗材“两票制”的实行，医用敷料生产企业现有的销售渠道将面临一定的挑战。截至2018年底，全国已有20多省份发布耗材两票制政策或工作要点，部分省份及直辖市在试点耗材两票制，就目前政策和执行情况来看执行层面基本落在高值耗材，作为低值耗材的医用敷料行业并未受太大影响，预计未来1-2年内，耗材两票制将在全国范围内推广，进一步规范行业的发展，将考验医用敷料生产企业现有的渠道整合能力和新渠道的开拓能力。受生产规模化、医改政策等因素的影响，行业集中度将有所上升。

#### 近年医用敷料出口额存在波动，但整体较为平稳，部分生产企业开始发力国内市场

我国出口的医用敷料可分为药棉、纱布和绷带、化纤制一次性或医用无纺织物服装，其他胶粘敷料及有胶粘涂层的其他物品，棉制手术用巾及其他毛巾和其他软填料及类似物品，以及急救药箱、药包等13大类。大部分医用敷料生产企业仍以出口传统医用敷料为主，然而随着国内医用敷料市场需求的日益扩大，具有较低劳动力成本的东南亚国家开始介入国际传统医用敷料市场。2017年我国医用敷料出口金额134,650.00万美元，近年来我国医用敷料的出口额存在波动但整体较为稳定。

**图3 近年我国医用敷料出口金额**



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

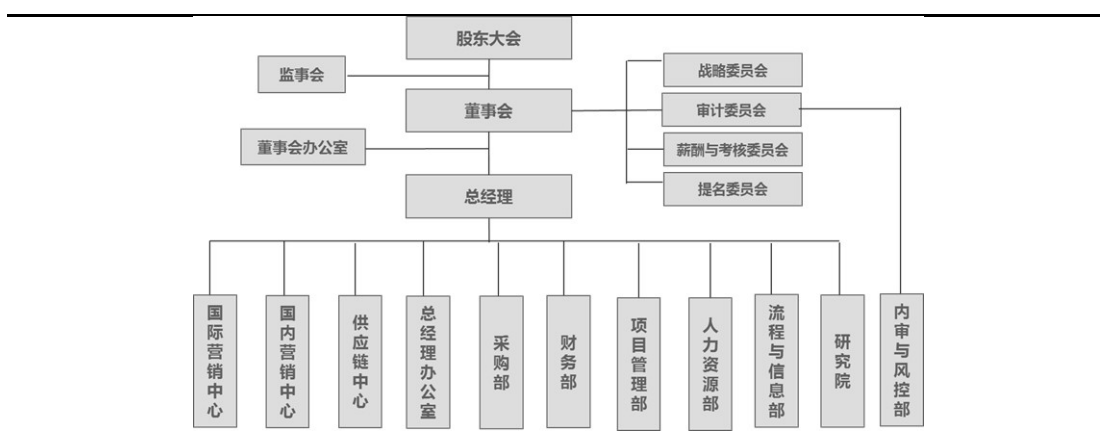
另一方面，国内大型医用敷料生产企业趋向于重新将视野转回本土市场，面对严峻的外贸形势，在全球经济下滑以及内需市场不断扩大等因素推动下，大型医用敷料出口型企业看好国内市场的潜力，纷纷加大对国内市场的开发力度，预计未来国产产品的市场份额会进一步提高。

## 五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律法规和《公司章程》的要求，建立健全了法人治理结构。公司设立股东大会、董事会、监事会。股东大会是公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、对公司增加或者减少注册资本作出决议、对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议等职权，2018年公司共召开5次股东大会，召开的股东大会经律师现场见证并出具了法律意见书。董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，董事按照《董事会议事规则》等规定行使职权，职权包括召集股东大会并向股东大会报告工作、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案等；董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核委员会，对董事会负责。公司监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生，职工代表监事由公司职工通过职工代表大会选举产生。

为规范日常经营活动，公司设立相应的组织结构，包括国际营销中心、国内营销中心、供应链中心、总经理办公室、采购部、财务部、项目管理部、人力资源部、研究院等11个部门。公司制定了股东大会议事规则、控股子公司制度、投资决策管理制度、信息披露管理制度等，规范公司日常经营与管理。

图 4 截至 2018 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

公司近年来在药品监管、环境保护、税收、消防、海关、质检等方面受到了行政处罚；环保方面，因擅自闲置水污染处理设施导致超标排放、未获许可建设环氧乙烷消毒生产线项目等受到当地环保局处罚。2018年9月，子公司苏州美迪斯（2019年1月完成股权收购工商变更）因生产销售批号180601退热贴不符合经备案的产品技术要求受到苏州市市场监督管理局行政处罚；2019年1月，公司因生产销售批号为20180118医用外科口罩不符合标准

规定受到绍兴市市场监督管理局行政处罚。虽然公司及时采取整改措施，提升规范运作水平，但整体效果尚待观察。

截至2018年底，公司共有员工4,049人，其中，73.72%员工为生产人员；从学历构成来看，大专及以上学历的员工占比15.66%。

**表4 截至2018年底公司员工构成情况（单位：人）**

专业结构	人数	占员工总数的比例
生产人员	2,985	73.72%
销售人员	198	4.89%
技术人员	362	8.94%
财务人员	54	1.33%
行政人员	450	11.11%
<b>合计</b>	<b>4,049</b>	<b>100.00%</b>
教育程度	人数	占员工总数的比例
硕士及以上	15	0.37%
本科	262	6.47%
大专	357	8.82%
大专以下	3,415	84.34%
<b>合计</b>	<b>4,049</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018年年度报告，中证鹏元整理

## 六、经营与竞争

公司是一家集研发、生产、销售为一体的医用敷料行业企业，主要产品包括传统伤口护理、手术感控、压力治疗与固定以及现代伤口敷料等。近年来，公司营业收入持续增长，2016-2018年公司分别实现营业收入103,489.93万元、130,644.25万元和142,885.67万元，年复合增长率17.50%。传统伤口护理产品是公司收入的主要来源，但近年占营业收入比重有所下降，2016-2018年占营业收入比重分别为56.02%、53.68%和52.76%，主要系手术感控产品增长较快导致。2016-2018年公司手术感控产品分别实现营业收入22,995.14万元、33,068.19万元和39,151.72万元，年复合增长率30.48%，占公司营业收入比例不断提升。此外，公司还包括压力治疗与固定产品、现代伤口敷料销售收入，2018年压力治疗与固定产品和现代伤口敷料分别实现营业收入16,489.95万元、6,539.45万元；公司其他收入主要系棉纱销售、机器设备销售等收入。

毛利率方面，公司2016-2018年综合毛利率分别为31.70%、29.59%和31.36%，存在一定波动，其中2017年毛利率有所下降主要系原材料价格上涨以及人民币升值影响所致。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
传统伤口护理产品	75,386.95	27.41%	70,131.52	23.98%	57,973.38	27.12%
手术感控产品	39,151.72	35.73%	33,068.19	35.54%	22,995.14	36.16%
压力治疗与固定产品	16,489.95	34.95%	16,966.95	38.28%	16,545.25	37.93%
现代伤口敷料	6,539.45	55.05%	5,021.45	55.06%	3,747.95	58.22%
其他	5,317.60	14.91%	5,456.13	15.03%	2,228.20	13.81%
<b>合计</b>	<b>142,885.67</b>	<b>31.36%</b>	<b>130,644.24</b>	<b>29.59%</b>	<b>103,489.92</b>	<b>31.70%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司专注医用敷料行业，公司营销网络较为发达，境外销售产品覆盖多个国家和地区；境内销售比例持续上升，多地设立办事机构，公司内销业务将具备一定发展潜力**

公司目前是国内医用敷料生产企业中产品种类较为齐全、规模领先的企业之一，与多家国外医疗器械品牌商建立业务合作。公司产品中传统伤口护理产品包括纱布片、腹部垫、纱布卷、无纺布片、口罩、医用护理垫、棉片、棉球、棉垫、棉签、换药包、急救包等，手术感控产品包括手术单及配件、手术衣、手术包等，压力治疗与固定产品包括绷带、治疗型静脉曲张袜、抗血栓梯度压力带等，现代伤口敷料包括敷贴、凡士林纱布及泡沫敷料等。传统伤口护理产品是较为基础且发展最成熟的产品，近年增长稳定，手术感控产品由于本身需求的增大以及公司的市场开拓，增长较为迅速。

在产品销售方面，公司建立了较为发达的营销网络，外销主要采取OEM模式与境外医疗器械品牌商合作，即公司根据境外品牌商提供的技术规范和质量标准进行贴牌生产，境外品牌商以其品牌在国际市场上进行销售，市场覆盖多个国家和地区，主要外销客户与公司开展业务时间较早；内销则通过经销与直销结合的模式销售公司自主品牌产品，产品销售终端主要为医院、药店和线上消费者，公司在上海、北京、广州等地设立办事机构和多个省级办事处，加大市场覆盖力度。截至2018年底，公司销售人员合计198人，占公司总人数的4.89%。针对国内未来耗材两票制的实施，公司正逐步转向主要通过大型平台经销商销售公司产品。

2016-2018年公司均以外销为主，但外销比例近年有所下降，内销比例持续上升，其中2018年公司产品外销和内销比例分别为68.32%和31.68%。公司外销的主要市场为欧洲和北美，2018年欧美区域销售收入占主营业务收入比例51.23%。考虑到公司对美国有部分出口业务，鉴于中美贸易战，未来相关贸易政策存在一定不确定性，需关注中美贸易战对公司业务带来的影响；此外，公司在产品质量方面受到了相关行政处罚，需关注对客户稳定性的影响。内销方面，公司以经销为主，主要分布在华东、华北等地区。内销比例持续上

升，在内需市场不断扩大、进口替代的趋势下，公司内销业务将具备一定发展潜力。

**表6 公司产品销售情况（单位：万元）**

类别	区域	2018年		2017年		2016年	
		金额	占比*	金额	占比	金额	占比
外销	欧洲	55,979.12	39.49%	56,377.15	43.55%	48,475.89	47.74%
	北美	16,645.50	11.74%	16,582.39	12.81%	10,300.46	10.15%
	亚洲	11,709.93	8.26%	8,395.98	6.49%	8,681.81	8.55%
	大洋洲	6,168.18	4.35%	4,753.51	3.67%	4,353.39	4.29%
	南美	4,434.99	3.13%	6,414.80	4.95%	3,801.40	3.74%
	非洲	1,913.06	1.35%	2,039.32	1.58%	2,184.05	2.15%
	小计	96,850.78	68.32%	94,563.15	73.04%	77,797.00	76.62%
内销		44,899.84	31.68%	34,901.27	26.96%	23,735.13	23.38%

注：\*表示占公司主营业务收入比例。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2018年公司前五大客户占主营业务收入比例分别为25.41%、27.32%和28.18%，公司前五大客户均为境外销售客户，较为稳定。其中，Lohmann & Rauscher（洛曼劳仕集团）近年一直为公司第一大销售客户，该公司为医疗器械和卫生产品的供应商，产品覆盖医用敷料和伤口护理系统。此外，公司内销客户主要包括中国医药集团有限公司、浙江威臣纺织股份有限公司、华润医药控股有限公司等。公司与客户采用先货后款的方式进行结算，其中外销客户信用周期一般45至55天左右，结算货币包括美元、人民币；内销客户中的直销客户信用周期120至300天，经销客户信用周期60至120天。

**表7 2016-2018年公司前五大客户情况（单位：万元）**

年份	序号	客户名称	区域	金额	占主营业务收入比例
2018年	1	Lohmann & Rauscher	欧洲	15,244.30	10.75%
	2	ONEMED	欧洲	7,387.36	5.21%
	3	LABORATOIRE SYLAMED	欧洲	6,230.45	4.40%
	4	Multigate Medical Products Pty Ltd.	大洋洲	6,008.20	4.24%
	5	MEDLINE	北美	5,081.32	3.58%
	合计				<b>39,951.63</b>
2017年	1	Lohmann & Rauscher	欧洲	12,206.48	9.43%
	2	ONEMED	欧洲	7,594.47	5.87%
	3	MEDLINE	北美	5,801.41	4.48%
	4	LABORATOIRE SYLAMED	欧洲	5,109.05	3.95%
	5	Multigate Medical Products Pty Ltd.	大洋洲	4,660.39	3.60%
	合计				<b>35,371.81</b>



2016年	1	Lohmann & Rauscher	欧洲	6,850.67	6.75%
	2	ONEMED	欧洲	6,105.75	6.01%
	3	LABORATOIRE SYLAMED	欧洲	4,820.56	4.75%
	4	MEDLINE	北美	4,264.29	4.20%
	5	Multigate Medical Products Pty Ltd.	大洋洲	3,755.68	3.70%
	合计				<b>25,796.95</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司专注医用敷料行业，生产基地分布于浙江、河南、安徽、新疆等地，产能不断增长，产能利用近年整体较为稳定

公司生产工厂分布于浙江绍兴和杭州、河南许昌、安徽淮南以及新疆阿拉山口等地，浙江绍兴为公司总部，河南许昌主要生产传统伤口护理及手术感控等产品，新疆阿拉山口主要为公司的棉纱纺织基地。公司生产管理体系由制造部、计划物控部、技术部、品管部共同组成。

对于海外市场，公司采用按订单生产的模式，根据订单需及生产安排确定生产计划。对于国内市场，公司采取备货式生产的模式，并根据往年销售情况，设置一定比例的安全库存，在安全库存低于要求时进行补货生产。

从生产情况来看，2016-2018年公司产品的产能稳定增长，产能利用情况整体较为稳定。从产销率方面看，公司部分产品产销率近年超过100%，整体保持在较高水平。

**表8 2016-2018年公司产品产能利用情况**

一级分类	二级分类	单位	2018年			2017年			2016年		
			产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
现代伤口敷料	-	万平方米	277	256.56	254.76	190	182.65	186.70	197	184.20	175.92
手术感控产品	手术单	万件	7,385	6,593.96	8,448.62	7,100	6,995.82	7,475.73	4,500	3,794.05	3,706.13
	手术衣	万件	1,103	1,062.16	845.49	700	688.00	673.27	550	521.91	476.38
	手术包	万件	350	339.83	328.90	250	247.76	250.70	300	273.11	224.57
传统伤口护理产品	纱布类	吨	10,925	10,426.03	10,300.71	9,700	9,310.90	9,965.51	10,400	8,894.75	7,782.50
	无纺布类	吨	6,510	6,326.27	6,301.05	5,600	5,549.33	6,184.92	5,400	5,115.70	4,986.19
	棉类	吨	417	379.84	1,061.16	560	546.84	543.88	427	423.49	409.95
	护理包	万包	1,730	1,666.42	1,577.46	1,110	1,086.38	1,018.68	742	543.60	540.25

压力治疗与固定产品	压力袜	万双	61.5	51.55	44.66	50	38.83	33.73	40	26.67	24.48
	绷带	万卷	18,786	14,679.51	15,280.09	16,400	14,553.68	15,504.38	18,700	16,712.20	15,934.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司建立了较为完善的供应及采购管理体系，原材料采购规模较大，面临一定原材料价格波动风险**

公司主营业务成本包括直接材料、直接人工、制造费用、委托加工和外购成品，其中直接材料成本占比64%-66%左右，包括棉花、棉纱等；直接人工成本占比13%-15%左右，近年占比有所下降主要系公司生产工艺自动化水平有所提高及对部分非核心生产工艺环节以委托加工的方式开展所致。制造费用呈现一定下降趋势，主要由于对生产线进行调整，将部分工艺环节进行外包导致。委托加工费用持续增长，主要系棉纱产量增加，对织布环节的委托加工相应需求增加所致。此外，公司向部分供应商外购成品，主要为棉类、纱布类、无纺布等初级产品，公司采购后进行包装、灭菌、检测后对外销售。

**表9 2016-2018年公司主营业务成本构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	62,796.08	64.66%	60,115.24	66.06%	44,810.61	64.99%
直接人工	12,652.54	13.02%	12,057.16	13.25%	10,038.87	14.56%
制造费用	11,189.91	11.52%	10,659.52	11.72%	9,310.38	13.50%
委托加工	4,850.70	5.00%	3,910.51	4.30%	2,395.91	3.48%
外购成品	5,634.20	5.80%	4,252.98	4.67%	2,390.69	3.47%
<b>合计</b>	<b>97,123.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>90,995.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>68,946.46</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的采购管理体系由采购管理部门和生产工厂的计划物控部共同组成，每年年初根据年度销售计划匹配年度生产计划，预测下一年的物料采购需求，从而制定年度采购计划，进而确定物料规格、数量、价格、质量、交期。

公司主要采购的原材料包括棉花、棉纱、医用坯布、无纺布等，公司2016-2018年棉花采购量存在一定波动，主要系2016年、2018年公司分别战略性采购棉花用于备货，其中2016年主要系新疆阿拉山口子公司逐步投产，公司加大棉花的战略性采购。棉纱采购近年逐步减少，主要由于公司阿拉山口子公司自产棉纱后，外购相应减少。医用坯布采购量逐年下降，主要系公司自产量增加所致。无纺布主要用于无纺布片及手术感控产品，近年随着手术感控产品销量增长较快，采购量有所增加。采购单价方面，棉纱、医用坯布单价近年持续上涨，棉花、无纺布单价存在一定波动。根据全国棉花交易市场数据，近年来，国内棉花价格存在一定波动，截至2019年5月10日，国内328、527、229棉花价格指数分别为

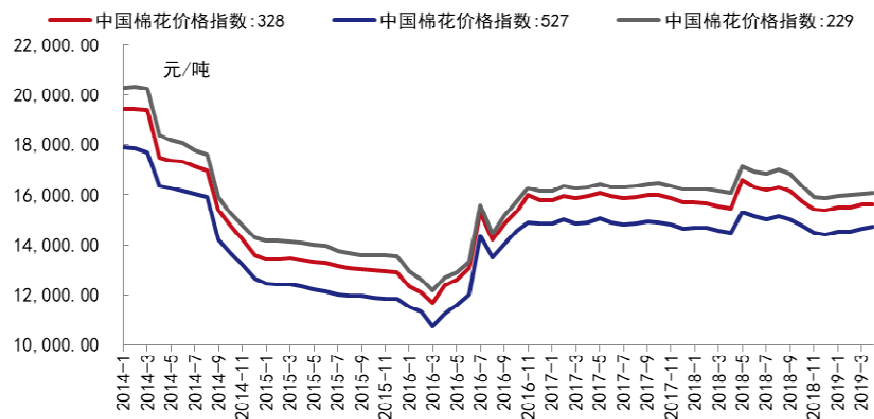
15,588.00元/吨、14,618.00元/吨、16,024.00元/吨，公司采购的棉花与价格指数所统计的棉花品类不完全一致，采购价格与市场价格存在差异，但趋势基本一致。整体来看，公司原材料采购规模较大，公司向上游产业的延伸虽有助于公司降低成本，但同时面临一定原材料价格波动风险，容易受到外部经济环境的影响。

表10 公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2018年	2017年	2016年
棉花	采购量（单位：万千克）	1,851.55	553.83	612.07
	采购单价（元/千克）	11.95	12.07	11.89
棉纱	采购量（单位：万千克）	326.16	436.47	523.43
	采购单价（元/千克）	19.13	18.66	17.29
医用坯布	采购量（单位：万米）	1,158.38	4,639.02	12,851.31
	采购单价（元/米）	1.37	0.95	0.81
无纺布	采购量（单位：万千克）	528.98	517.25	402.94
	采购单价（元/千克）	14.34	14.86	13.93

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

图4 近年来棉花价格指数走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司建立了相应的供应商开发与管理流程，对新供应商会进行调查、样品确认、评价等，并对供应商进行分级。此外，公司每年年初从产品质量、交货及时性、采购价格等三方面针对供方上一年的表现进行再次评价，根据对合格供方的再评价结果，对现有供方重新评定等级。2016-2018年公司前五大供应商如下表所示，2016-2018年前五供应商合计采购占比分别为21.54%、13.42%和26.50%，采购较为分散，但主要供应商相对稳定；其中，公司向奥兰国际有限公司（新加坡）、Louis Dreyfus Company Suisse Sa、阿拉山口华奕贸易有限公司、新疆国合棉业有限公司主要采购的是棉花。公司2016年和2018年前五大供应

商占比相对较高，主要系公司对棉花的大量采购，使得部分棉花供应商采购金额较大所致。公司与供应商结算的账期一般是50天左右，但根据采购品种、行业特点、市场供需关系等情况会有不同。在部分情况下，公司为提前锁定棉花等原材料的采购价格，会根据市场情况预付部分订货款。

**表11 2016-2018年公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年份	序号	客户名称	金额	占采购总额比例
2018年	1	奥兰国际有限公司（新加坡）	7,585.57	7.90%
	2	Louis Dreyfus Company Suisse Sa	7,017.61	7.30%
	3	阿拉山口华奕贸易有限公司	4,553.56	4.74%
	4	佛山市南海必得福无纺布有限公司	3,676.51	3.83%
	5	兰精（南京）纤维有限公司	2,626.59	2.73%
	合计			<b>25,459.85</b>
2017年	1	佛山市南海必得福无纺布有限公司	2,513.72	3.33%
	2	Louis Dreyfus Company Suisse S.A.	2,466.99	3.27%
	3	新疆国合棉业有限公司	1,989.62	2.64%
	4	郡陵县裕润纺织有限公司	1,639.55	2.17%
	5	兰精(南京)纤维有限公司	1,506.65	2.00%
	合计			<b>10,116.53</b>
2016年	1	新疆国合棉业有限公司	5,318.54	8.45%
	2	商丘市汇丰棉业有限公司	2,355.91	3.75%
	3	新疆利泰丝路投资有限公司	2,017.03	3.21%
	4	鄢陵县金禾棉业有限公司	1,954.82	3.11%
	5	佛山市南海必得福无纺布有限公司	1,906.22	3.03%
	合计			<b>13,552.52</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司在建项目较多，投产后将丰富公司产品结构，但尚需投资规模较大，具有较大资金压力，同时能否顺利达产并实现预期经济效益存在一定不确定性**

公司目前主要的在建项目包括纺粘无纺布及其制品生产线建设项目、水刺无纺布及其制品生产线建设项目、现代创面敷料及压力康复类产品生产线建设项目、研发中心改建升级项目等。其中现代创面敷料及压力康复类产品生产线建设项目主要为将对原有的三栋生产车间内进行装修改造，新增一批现代创面敷料、运动康复类护具、造口袋、压力产品等产品的生产设备等，项目总投资42,174.67万元；水刺无纺布及其制品生产线建设项目主要为新增综合生产车间、新增两条全自动水刺无纺布生产线、新增四条湿巾自动化生产线等，项目总投资16,483.67万元。截至2018年底，公司主要在建项目总投资80,111.98万元，已投

资18,761.37万元，尚需投资61,350.61万元，公司本期募投项目总投资50,000.00万元，截至2019年3月底已投资6,239.29万元，公司具有较大资金压力，且公司在建项目能否顺利达产以及未来投产后的经济效益存在一定不确定性。

**表12 截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目	项目状态	计划总投资	已投资	尚需投资	预计达到预定可使用状态时间
纺粘无纺布及其制品生产线建设项目	在建	13,155.37	1,647.37	11,508.00	2019年
水刺无纺布及其制品生产线建设项目	在建	16,483.67	7,050.52	9,433.15	2019年
现代创面敷料及压力康复类产品生产线建设项目	在建	42,174.67	8,547.33	33,627.34	2019年
研发中心改建升级项目	在建	5,026.21	576.75	4,449.46	2019年
信息化系统升级改造建设项目	在建	3,272.06	939.40	2,332.66	2019年
<b>合计</b>		<b>80,111.98</b>	<b>18,761.37</b>	<b>61,350.61</b>	

注：本期债券募投项目功能性敷料及智能物流中心建设项目总投资 50,000.00 万元，截至 2019 年 3 月底已投资 6,239.29 万元（含土地款）

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年三年连审审计报告以及2018年审计报告，其中2017年数据为2018年调整数，报告均采用新会计准则编制。截至2018年底，公司合并范围子公司共15家，2016-2018年合并范围新增子公司分别2家、1家、4家，详情见附录二。

### 资产结构与质量

**近年公司资产规模不断增长，流动资产占比不断提升，但存货、应收账款占比较高，整体资产流动性一般**

近年来，由于公司业务规模扩大以及公开发行股票，资产规模不断增长，2016-2018年总资产由112,792.95万元增至184,994.84万元，年复合增长率28.07%。流动资产占比不断提升，截至2018年公司流动资产占总资产比重55.80%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货构成。截至2018年底，货币资金规模30,237.27万元，占总资产16.34%，其中受限资金6,019.35万元，主要系银行承兑保证金等，

占货币资金规模19.91%。应收账款主要为应收下游客户款项，近年持续增长主要系公司业务规模增长以及内销客户占比提升所致，截至2018年底，应收账款账面价值26,713.46万元，坏账准备共计提1,535.96万元；前五大应收账款包括Lohmann& Rauscher、Cardinal Health、Onemed等医疗器械商，合计5,966.42万元，占应收账款期末余额21.12%。存货由原材料、在产品、库存商品、发出商品构成，截至2018年底公司存货规模37,632.76万元，其中原材料和库存商品分别占比69.11%和25.90%，其中原材料2018年大幅增长至26,008.90万元，主要系公司战略性储备棉花所致。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程及无形资产构成。固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和其他设备等，截至2018年底规模49,008.59万元，房屋及建筑物占比42.74%，机器设备占比53.59%，其中17,519.84万元用于抵押借款及融资租赁担保，占固定资产账面价值35.75%。近年公司在建工程规模持续增长，主要系现代创面敷料及压力康复类产品、纺粘无纺布及其制品等生产线的持续投入所致，截至2018年底在建工程规模13,993.23万元，占总资产比例7.56%。无形资产主要为公司土地所有权，截至2018年底，公司无形资产中土地共7宗，土地面积共39.98万平方米，其中6,072.76万元土地使用权被抵押，2018年无形资产增长主要系新增购置银洲路1号土地使用权所致，为本期募投项目用地。

整体来看，公司资产规模不断增长，但资产流动性一般。

**表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30,237.27	16.34%	11,439.18	8.84%	6,347.10	5.63%
应收账款	26,713.46	14.44%	18,926.93	14.63%	17,751.77	15.74%
存货	37,632.76	20.34%	20,760.65	16.05%	21,108.43	18.71%
<b>流动资产合计</b>	<b>103,233.85</b>	<b>55.80%</b>	<b>57,607.69</b>	<b>44.52%</b>	<b>49,460.13</b>	<b>43.85%</b>
固定资产	49,008.59	26.49%	53,834.38	41.61%	49,663.94	44.03%
在建工程	13,993.23	7.56%	5,575.31	4.31%	1,166.22	1.03%
无形资产	13,240.18	7.16%	9,483.92	7.33%	9,726.68	8.62%
<b>非流动资产合计</b>	<b>81,760.99</b>	<b>44.20%</b>	<b>71,781.08</b>	<b>55.48%</b>	<b>63,332.82</b>	<b>56.15%</b>
<b>资产总计</b>	<b>184,994.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>129,388.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>112,792.95</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告以及2018年审计报告，中证鹏元整理

## 资产运营效率

公司资产周转效率下降，运营压力有所加重

公司近年来应收账款周转情况存在一定波动，其中2017年应收账款周转天数较短主要系公司外销客户集中度上升，回款周期有所缩短所致，2018年周转天数上升主要系公司内销收入增幅较大而内销账期较外销更长，以及收购杭州浦健在期末并入应收账款的综合影响所致。公司存货周转天数2018年上升幅度较大，主要系2018年公司战略性采购棉花，导致存货大规模上升所致。固定资产周转情况方面，近年公司固定资产周转天数持续下降，主要系近年公司固定资产规模较为稳定而营业收入持续增长所致。总资产周转率方面，2016-2018年公司总资产周转天数分别为417.92天、333.67天、396.04天，整体来看，公司资产周转效率下降，运营压力有所加重。

**表14 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	57.50	50.54	60.94
存货周转天数	107.17	81.93	91.10
应付账款周转天数	59.35	49.01	53.52
净营业周期	105.32	83.45	98.53
流动资产周转天数	202.62	147.52	215.77
固定资产周转天数	129.56	142.60	153.62
总资产周转天数	396.04	333.67	417.92

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司营业收入持续增长，受原材料价格以及人民币汇率波动影响，公司毛利率水平存在一定波动**

公司营业收入主要来源于医用敷料，包括传统伤口护理、手术感控、压力治疗与固定、现代伤口敷料等产品，随着公司业务规模的扩大，近年来营业收入持续增长，2016-2018年营业收入分别为103,489.93万元、130,644.25万元和142,885.67万元，年复合增长率17.50%，其中2017年增长幅度较大主要系部分外销及内销客户订单增多所致；按产品分，传统伤口护理产品2016-2018年收入占比分别为56.02%、53.68%和52.76%，持续下降，手术感控产品占比分别为22.22%、25.31%和27.40%，持续上升。毛利率水平存在一定波动，2016-2018年毛利率分别为31.70%、29.59%和31.36%，其中2017年毛利率有所下降主要系原材料价格上涨以及人民币升值影响所致。2016-2018年公司期间费用率分别为22.34%、20.20%和21.66%，存在一定波动但整体较为稳定。

2016年公司营业外收入2,404.05万元，2017-2018年其他收益分别为3,885.17万元、3,463.19万元，主要系政府补助，其中公司2018年主要收到阿拉山口市物流费用补贴、中

小企业发展资金以及招录员工及岗前培训补助等。2016-2018年公司分别实现净利润8,288.26万元、12,211.45万元和12,987.89万元，持续增长，年复合增长率达25.18%。总资产回报率、净资产收益率近年存在一定波动，主要与公司公开发行股票后净资产、总资产大幅增长有关。

**表15 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	142,885.67	130,644.25	103,489.93
营业利润	15,341.77	14,800.20	7,917.45
利润总额	15,155.72	14,735.90	9,963.45
其他收益	3,463.19	3,885.17	0.00
营业外收入	69.48	58.09	2,404.05
净利润	12,987.89	12,211.45	8,288.26
综合毛利率	31.36%	29.59%	31.70%
期间费用率	21.66%	20.20%	22.34%
营业利润率	10.74%	11.33%	7.65%
总资产回报率	11.04%	14.01%	10.52%
净资产收益率	15.42%	24.46%	23.66%
营业收入增长率	9.37%	26.24%	1.36%
净利润增长率	6.36%	47.33%	4.58%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营回款能力有所减弱，投资活动现金持续净流出，考虑到公司目前在建项目较多，存在较大投资支出的资金压力**

公司2016-2018年收现比分别为1.01、1.02和0.98，存在一定波动但整体经营回款能力较好。经营活动方面，2016-2018年经营活动产生的现金净流入分别为13,857.41万元、19,136.40万元和2,024.58万元，其中2018年减少主要系子公司阿拉山口振德采购原材料进行备货所致，导致购买商品、接受劳务支付的现金增加。此外，公司收到的税费返还主要系出口退税，收到其他与经营活动有关的现金主要为政府补助和票据、信用及保函等保证金，支付的其他与经营活动有关的现金主要系票据及保函保证金、付现的销售类费用和管理费用等。投资活动方面，2016-2018年投资活动产生的现金流量净额分别为5,015.44万元、-14,542.01万元和-16,162.61万元，其中2016年呈现净流入主要系公司收回理财产品本金和收益较多，2018年公司收回投资收到的现金、投资支付的现金71,400.00万元，主要系部分闲置募集资金购买理财产品所致。筹资活动方面，公司2016-2017年筹资活动产生的现金



呈现持续净流出，2018年公司公开发行股票，吸收投资收到的现金45,360.00万元，使得筹资活动净流入较大。

整体来看，公司经营回款能力较好，但考虑到公司目前在建项目较多，存在较大投资支出的资金压力。

**表16 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	0.98	1.02	1.01
净利润	12,987.89	12,211.45	8,288.26
营运资本变化	-19,975.34	-2,631.53	-1,708.98
其中：存货减少（减：增加）	-17,392.54	-98.65	-6,926.03
经营性应收项目的减少（减：增加）	-8,194.36	-5,717.63	6,378.94
经营性应付项目的增加（减：减少）	5,611.56	3,184.75	-1,161.89
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>2,024.58</b>	<b>19,136.40</b>	<b>13,857.41</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-16,162.61</b>	<b>-14,542.01</b>	<b>5,015.44</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>34,927.71</b>	<b>-1,670.30</b>	<b>-26,581.03</b>
现金及现金等价物净增加额	19,452.88	2,233.77	-6,723.15

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公开发行股票使得公司资产负债率水平有所下降，但负债以有息债务为主，存在一定短期偿债压力

由于公司公开发行股票和盈利积累，所有者权益持续增长，2016-2018年所有者权益分别为43,818.03万元、56,019.48万元和112,465.71万元。负债方面，公司负债总额存在一定波动，2018年底公司负债规模72,529.13万元。截至2018年底，公司产权比例64.49%，所有者权益对负债的保障程度有所上升。

**表17 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年	2016年
负债总额	72,529.13	73,369.29	68,974.92
所有者权益	112,465.71	56,019.48	43,818.03
产权比率	64.49%	130.97%	157.41%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2016-2018年流动负债占比分别为88.28%、90.38%和93.71%。流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款构成。截至2018年底，公司短期借款规模36,000.00万元，占总负债49.64%，其中抵押借款22,500.00万元、保证借款13,500.00

万元。应付票据主要为支付原材料采购款、设备采购款等开具的票据，截至2018年底规模5,045.00万元。公司应付账款为应付材料、商品采购款以及长期资产购置款，2016-2018年规模分别为11,645.01万元、13,402.20万元和18,935.35万元，其中2018年公司原材料采购的增长使得应付账款规模明显增大。公司非流动负债主要为递延收益，2018年递延收益4,411.30万元，其中与资产相关的政府补助3,426.81万元、未确认融资租赁售后租回收益984.49万元。公司有息负债由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债构成，截至2018年底有息负债规模41,617.50万元，偿还期限分布在2019年，存在一定短期偿债压力。

**表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	36,000.00	49.64%	41,000.00	55.88%	39,000.00	56.54%
应付票据	5,045.00	6.96%	5,725.00	7.80%	3,266.00	4.74%
应付账款	18,935.35	26.11%	13,402.20	18.27%	11,645.01	16.88%
<b>流动负债合计</b>	<b>67,970.47</b>	<b>93.71%</b>	<b>66,311.38</b>	<b>90.38%</b>	<b>60,888.25</b>	<b>88.28%</b>
递延收益-非流动负债	4,411.30	6.08%	5,351.20	7.29%	5,011.45	7.27%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,558.65</b>	<b>6.29%</b>	<b>7,057.90</b>	<b>9.62%</b>	<b>8,086.67</b>	<b>11.72%</b>
<b>负债合计</b>	<b>72,529.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>73,369.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>68,974.92</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	41,617.50	57.38%	48,421.74	66.00%	45,523.86	66.00%

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告以及2018年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年来资产负债率持续下降，其中2018年下降幅度较大系公司公开发行股票所致，2018年底公司资产负债率39.21%。公司2016-2018年流动比率、速动比率不断上升，截至2018年底分别为1.52、0.97，主要由于近年流动资产增长较快所致，但考虑到流动资产中公司存货、应收账款占比较高，短期偿债能力一般。同时，由于近年来公司利润总额不断增长，2016-2018年公司EBITDA分别为17,423.55万元、22,825.38万元和23,530.59万元，EBITDA利息保障倍数持续上升，息税摊销前收益对利息的保障能力较好。

**表19 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年	2016年
资产负债率	39.21%	56.70%	61.15%
流动比率	1.52	0.87	0.81
速动比率	0.97	0.56	0.47
EBITDA（万元）	23,530.59	22,825.38	17,423.55
EBITDA 利息保障倍数	10.73	10.25	6.51
有息债务/EBITDA	1.77	2.12	2.61
债务总额/EBITDA	3.08	3.21	3.96
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.29	0.23

经营性净现金流/负债总额	0.03	0.26	0.20
--------------	------	------	------

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

#### 本期债券募投项目的收入是本期债券还本付息的来源之一

本期募投项目主要为功能性敷料及智能物流中心建设项目，建设期为3年，投产至达产时间2年，合计时间为5年。根据可行性研究报告，正常年营业收入89,900.00万元，正常年利润总额14,467.46万元，增值税、销售税金及附加8,056.09万元，税后财务内部收益率19.75%，税后投资收益率6.24%，募投项目的收入是本期债券还本付息的来源之一。但我们关注到受经济环境和市场竞争等因素影响，募投项目能否顺利完工以及建设完工后能否产生预期收益存在不确定性。

#### 公司日常经营形成的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障

公司收入主要来源于传统伤口护理、手术感控、压力治疗与固定以及现代伤口敷料等产品，营业收入持续增长，2016-2018年公司分别实现营业收入103,489.93万元、130,644.25万元和142,885.67万元，年复合增长率17.50%。2016-2018年公司分别实现净利润8,288.26万元、12,211.45万元和12,987.89万元，年复合增长率达25.18%，同时经营回款能力整体较好，2016-2018年收现比分别为1.01、1.02和0.98，公司日常经营形成的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障。

但同时，我们也关注到公司面临一定的原材料价格波动风险，公司主要原材料包括棉花、棉纱、医用坯布、无纺布等，新疆阿拉山口工厂投产后，公司棉花采购量大规模增加，公司近年多次战略性采购棉花，需关注公司原材料价格波动的风险。公司主要在建项目较多，存在较大资金压力；截至2018年底有息负债规模41,617.50万元，主要为短期借款、应付票据，偿还期限分布在2019年，存在一定短期偿债压力。

### （二）本期债券保障措施分析

#### 股票质押担保为本期债券的本息偿付提供了一定的保障

本期债券由控股股东浙江振德控股有限公司将其合法持有的市值为7.48亿元的限售股份作为质押资产进行质押担保；担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持

有人，以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。

根据出质人浙江振德控股有限公司与中信证券股份有限公司签订的《振德医疗用品股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》，具体情况如下：

#### 1、担保的主债权及担保范围

质押担保的主债权为债务人发行的不超过4.40亿元（含4.40亿元）的可转换公司债券。质押担保范围为债务人因发行本次可转换公司债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（可转换公司债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人（债券持有人）为实现债权而产生的一切合理费用。债权人（债券持有人）为实现债权而产生的一切合理费用是指债权人（债券持有人）为实现债权，依据本次可转债发行的《募集说明书》、本合同或其他担保合同行使任何权益、权利而发生的合理费用，包括但不限于诉讼费（或仲裁费）、律师费、评估费、拍卖费等。

#### 2、质押股份

出质股份为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的出质人持有的振德医疗市值为7.48亿元的股份，即：初始出质股份数=748,000,000.00元÷办理质押登记的前一交易日振德医疗收盘价。

#### 3、担保期限

出质人为主债权提供担保的期限为自本合同项下的质权登记之日起至以下两个时点中的较早者：（1）本次可转换债券持有人全部行使换股权（2）本次可转换债券本息全额付清；

#### 4、质押财产价值发生变化的后续安排

合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的130%，中信证券股份有限公司有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于170%；追加的资产限于振德医疗人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内振德医疗收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的振德医疗人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。

合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的210%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的170%。

## 5、出质登记

出质人应当于合同签订并生效后五个工作日内协助质权人前往中国证券登记结算有限公司办理质押股票登记手续及其他相关手续。

总体来看，中证鹏元认为，控股股东浙江振德控股有限公司将其合法持有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保，能为本期债券的本息偿付提供了一定的保障。

## 九、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月8日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录；截至2019年5月7日，子公司许昌正德医疗用品有限公司和许昌振德医用敷料有限公司不存在未结清不良类信贷记录。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	30,237.27	11,439.18	6,347.10
应收账款	26,713.46	18,926.93	17,751.77
存货	37,632.76	20,760.65	21,108.43
固定资产	49,008.59	53,834.38	49,663.94
总资产	184,994.84	129,388.77	112,792.95
短期借款	36,000.00	41,000.00	39,000.00
应付账款	18,935.35	13,402.20	11,645.01
总负债	72,529.13	73,369.29	68,974.92
有息债务	41,617.50	48,421.74	45,523.86
所有者权益合计	112,465.71	56,019.48	43,818.03
营业收入	142,885.67	130,644.25	103,489.93
营业利润	15,341.77	14,800.20	7,917.45
净利润	12,987.89	12,211.45	8,288.26
经营活动产生的现金流量净额	2,024.58	19,136.40	13,857.41
投资活动产生的现金流量净额	-16,162.61	-14,542.01	5,015.44
筹资活动产生的现金流量净额	34,927.71	-1,670.30	-26,581.03
财务指标	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	57.50	50.54	60.94
存货周转天数	107.17	81.93	91.10
应付账款周转天数	59.35	49.01	53.52
净营业周期	105.32	83.45	98.53
流动资产周转天数	202.62	147.52	215.77
固定资产周转天数	129.56	142.60	153.62
总资产周转天数	396.04	333.67	417.92
综合毛利率	31.36%	29.59%	31.70%
期间费用率	21.66%	20.20%	22.34%
营业利润率	10.74%	11.33%	7.65%
总资产回报率	11.04%	14.01%	10.52%
净资产收益率	15.42%	24.46%	23.66%
营业收入增长率	9.37%	26.24%	1.36%
净利润增长率	6.36%	47.33%	4.58%
资产负债率	39.21%	56.70%	61.15%
流动比率	1.52	0.87	0.81
速动比率	0.97	0.56	0.47

EBITDA (万元)	23,530.59	22,825.38	17,423.55
EBITDA 利息保障倍数	10.73	10.25	6.51
有息债务/EBITDA	1.77	2.12	2.61
债务总额/EBITDA	3.08	3.21	3.96
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.29	0.23
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.26	0.20

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2018 年底纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	业务性质	注册资本	持股比例		取得方式	取得时间
			直接	间接		
新疆振德纺织有限公司	制造业	5,000.00	100.00%		设立	2015
阿拉山口振德医用纺织有限公司	制造业	2,000.00		100.00%	设立	2015
阿拉山口嘉德贸易有限公司	商业	50.00		100.00%	设立	2016
河南振德医疗用品有限公司	制造业	3,000.00	100.00%		设立	2016
上海联德医用生物材料有限公司	商业	500.00	100.00%		设立	2017
杭州羚途科技有限公司	商业	500.00	90.00%		设立	2018
绍兴振德医疗用品有限公司	商业	1,000.00	100.00%		设立	2018
振德医疗用品（香港）有限公司	商业		100.00%		设立	2018
许昌正德医疗用品有限公司	制造业	16,000.00	100.00%		同一控制下企业合并	2015
许昌振德医用敷料有限公司	制造业	13,000.00	100.00%		同一控制下企业合并	2015
安徽振德医疗用品有限公司	制造业	2,000.00	100.00%		同一控制下企业合并	2015
绍兴联德机械设备有限公司	制造业	300.00	80.00%		同一控制下企业合并	2015
绍兴好士德医用用品有限公司	制造业	1,000.00	100.00%		同一控制下企业合并	2015
绍兴托美医疗用品有限公司	商业	2,730.00	100.00%		同一控制下企业合并	2014
杭州浦健医疗器械有限公司	制造业	248.80	100.00%		非同一控制下企业合并	2018

资料来源：公司 2018 年年报、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理



### 附录三 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 长期应付款 + 应付债券

## 附录四 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。