

英科医疗科技股份有限公司

英科转债

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100575】

**评级对象:** 英科医疗科技股份有限公司英科转债

英科转债

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2020年6月24日

**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2019年10月14日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2018年12月13日

### 主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	0.42	2.98	1.05	0.60
刚性债务	0.84	3.09	6.48	3.86
所有者权益	8.09	8.40	10.38	13.46
经营性现金净流入量	0.13	0.20	-0.82	0.48
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	16.58	24.25	29.92	33.83
总负债	5.71	11.52	14.90	14.43
刚性债务	3.05	8.79	10.88	9.40
所有者权益	10.88	12.73	15.02	19.40
营业收入	17.50	18.93	20.83	7.73
净利润	1.45	1.79	1.78	1.29
经营性现金净流入量	2.47	1.86	3.30	2.76
EBITDA	2.42	3.01	3.24	—
资产负债率[%]	34.42	47.49	49.81	42.66
权益资本与刚性债务 比率[%]	356.30	144.80	138.06	206.32
流动比率[%]	162.33	134.28	177.96	170.17
现金比率[%]	54.59	80.00	100.51	107.57
利息保障倍数[倍]	12.88	15.45	8.52	—
净资产收益率[%]	18.25	15.19	12.85	—
经营性现金净流入量与流 动负债比率[%]	42.66	21.57	24.96	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-22.94	0.68	-34.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.67	21.03	8.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.70	0.51	0.33	—

注:根据英科医疗经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com

熊桦 xh@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对英科医疗科技股份有限公司(简称英科医疗、发行人、该公司或公司)创业板公开发行可转换公司债券的跟踪评级反映了2019年以来英科医疗在营业收入增长、外部环境及细分行业竞争力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在原材料价格、海外市场环境、汇率波动、资本性支出、产能释放及可转债转股等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **营业收入逐年增长。**英科医疗主要从事PVC、丁腈手套的生产、销售业务,近年来公司通过扩建生产线,业务规模不断扩大,跟踪期内公司收入及盈利规模进一步增长。
- **外部环境较好。**在国内经济持续增长,同时人口老龄化趋势加剧的大环境下,现阶段国家对医疗领域的投入和政策支持力度加大。2020年以来受外部需求环境变化影响,英科医疗业务订单量大幅增加,公司发展环境较好。
- **在细分行业内有一定竞争优势。**近几年英科医疗陆续开拓了资本市场和债券市场,融资渠道得到拓宽,跟踪期内公司生产规模进一步扩大,公司目前生产规模及生产线在国内一次性健康护理手套行业内处于领先地位,具有一定竞争优势。

#### 主要风险:

- **原材料及产品价格波动风险。**目前原材料成本在英科医疗生产成本中占比高,跟踪期内受原材料价格波动及供需关系影响,公司部分产品价格下跌,公司整体收入增幅较以前年度有所放缓,公司持续面临原材料及产品价格波动风险。
- **海外市场环境波动风险。**英科医疗绝大部分营

业收入来源于海外市场，跟踪期内公司对美国销售占比有所下降，但仍有 50%左右，当前中美贸易摩擦给公司业务运营带来了一定负面影响，公司面临海外市场环境波动风险。

- 汇率波动风险。英科医疗产品主要外销，且多使用美元结算，近年来汇兑损益的波动一定程度上影响了公司盈利的稳定性。
- 资本性支出及产能释放压力。2020 年以来受疫情影响，英科医疗业务订单充足，公司近期公告了多个扩产计划，公司面临的资本性支出压力大。当前市场需求的可持续性仍存在较大不确定性，若未来生产线投产后销售不达预期，公司将面临较大的投资回收风险。
- 可转债未能转股风险。本次可转债本次债券设有到期赎回条款及有条件赎回条款，2020 年以来英科医疗股价及可转债价格大幅上涨，涨幅与行业均值偏离较大。若未来市场环境变化，公司股价大幅下跌触发有条件回售条款，公司需对可转债还本付息，从而增加公司资金压力。

#### ➤ 未来展望

通过对英科医疗及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并维持本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 英科医疗科技股份有限公司

### 英科转债

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照山东英科医疗用品股份有限公司<sup>1</sup>创业板公开发行可转换公司债券（简称“英科转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据英科医疗提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对英科医疗的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司发行的英科转债发行金额 4.7 亿元，2020 年一季度部分英科转债因转股减少 2.82 亿元（281.84 万张），截至 2020 年 3 月 31 日，英科转债剩余金额为 1.88 亿元（188.16 万张）目前存续期内债券如图表 1 所示。

图表 1. 公司存续期债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	当前余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息时间	上市时间	本息兑付情况
英科转债	4.70	1.88	6 年	0.50	2019.8.16	2019.9.10	尚未到付息期， 部分已转股

资料来源：wind

本次债券募集资金扣除发行费用后全部用于年产 110.8 亿只（1108 万箱）高端医用手套项目（简称“该项目”或“项目”），项目投资总额 7.43 亿元。项目拟使用募集资金投入 4.62 亿元，截至 2020 年 3 月末已投入 3.64 亿元。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均

<sup>1</sup>公司于 2019 年 11 月 15 日和 2019 年 12 月 20 日分别召开了第二届董事会第十六次会议和 2019 年第四次临时股东大会，审议通过了《关于拟变更公司名称的议案》和《关于修订〈公司章程〉的议案》，同意将公司名称由“山东英科医疗用品股份有限公司”变更为“英科医疗科技股份有限公司”，英文名称相应变更。证券简称和证券代码保持不变。该更名事项已完成工商变更登记。

已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中

外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

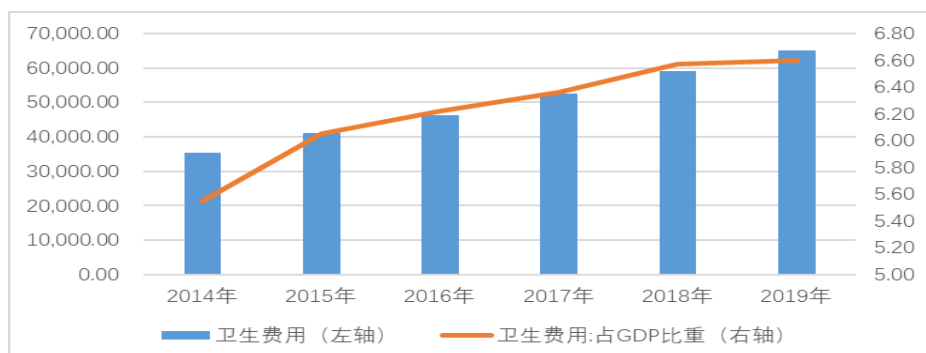
该公司收入主要来源于一次性健康防护手套的销售收入，其他产品包括轮椅、冷热敷、电极片等多种类型的护理产品，其业务运营受医疗器械行业整体环境、细分行业的市场需求（细分行业指公司收入主要来源的一次性健康防护手套市场，下同）、行业监管政策及细分行业竞争的影响较大。

### 1) 国内医疗器械行业环境

近年来，政府不断加大对医疗卫生领域的资金投入，医疗器械市场面临了较好的外部发展机遇。

医疗保健消费作为人们的基本需求，具有明显的刚性需求特征，且往往随着居民收入的增长优先得到满足，政府也高度重视卫生事业的发展，逐年加大对卫生事业的财政投入，医疗服务行业发展迅速。2007年，我国卫生总费用首次突破万亿元，达到11,573.97亿元。根据中华人民共和国国家统计局最终核算，2019年我国卫生总费用达65,195.9亿元，人均卫生总费用为4,656.7元，占GDP百分比为6.6%。

图表 2. 中国卫生总费用情况（单位：亿元）



资料来源：中华人民共和国国家统计局

受人口老龄化、消费升级等因素影响，我国医疗卫生需求持续增长。国



国家统计局数据显示，截至 2019 年底，我国 60 岁及以上老年人口有 2.54 亿人，占总人口 18.13%，同比增长 3.67%，老年人口占比逐年增大，老龄化加深带来医疗就诊需求的增加。根据卫计委公布数据，2019 年全国医疗卫生机构总诊疗人次达 87.2 亿人次，比上年增加 4.1 亿人次（增长 4.9%）。2019 年居民到医疗卫生机构平均就诊 6.2 次，医疗服务需求进一步加速第三方检验市场空间的释放。同时，随着居民消费收入的增长、人口结构的改变，人民对健康管理、疫病预防的需求愈发旺盛，“防未病”的观念深入人心。相较旺盛的需求而言，我国公共医疗资源分配不均、供给严重不足，医疗服务的供给端与需求端矛盾依旧，第三方医学检验行业的发展，为基层医疗机构及民营医院的发展提供了有力保障，是解决医疗资源供需矛盾的有效途径，有利于各级政策加快推进分级诊疗、落实基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的诊疗模式落地，行业发展前景极为广阔。

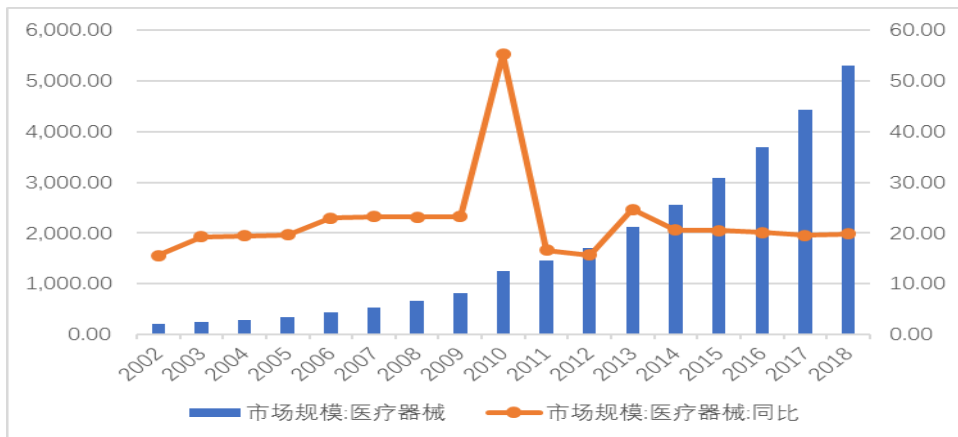
**图表 3. 我国医疗领域重要影响因素变化情况**

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
我国人口数（亿人）	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00
60 岁以上人口占比（%）	15.55	16.10	16.70	17.30	17.90	18.13
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	5.97	6.66	7.44	11.77	13.45	—
城镇基本医疗保险支出（千亿元）	8.13	9.31	10.77	14.42	—	—
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.88	3.12	3.36	3.64	3.93	4.24
我国医疗卫生机构总诊疗人次数（亿人次）	76.02	76.93	79.30	81.80	84.20	87.20
卫生费用（万亿元）	3.53	4.10	4.63	5.26	5.91	6.52

数据来源：Wind、新世纪评级整理

国内宏观经济的持续增长以及居民生活水平的不断提高带动了国内医疗器械市场整体规模的持续上升。近 15 年来，中国医疗器械市场销售规模由 2002 年的 207 亿元增长到 2018 年的 5304 亿元，年均增长率达 20% 以上。我国医疗器械市场未来仍有巨大的增长空间，民众健康意识的日益提升、医药卫生体制改革的稳步推进、人口老龄化的逐步加剧、我国医疗器械研发和生产技术的不断升级、进口替代的持续深入都为我国医疗器械行业的发展注入了源源不断的动力。

图表 4. 我国医疗器械市场发展情况（单位：亿元、%）<sup>2</sup>



数据来源：WIND 资讯

## 2) 海外市场及相关法规

美日欧等发达国家和地区一次性健康防护手套普及度较高，全球一次性健康防护手套市场规模逐年快速增长，整体市场需求充足，同时随着国内经济的进一步发展和人民消费习惯的改变，国内一次性健康防护手套的市场需求有望得到释放。

美国、欧盟、日本等发达国家是一次性健康防护手套的主要消费市场，这些国家的医疗护理、食品、清洁等行业的从业人员，基于使用习惯和法律规范要求，广泛使用一次性健康防护手套，将一次性健康防护手套作为一种低值、一次性的卫生用品使用。但随着对安全防护问题的日益关注，亚太地区成为增长速度最快的一次性健康防护手套消耗区域。

图表 5. 海外市场针对一次性健康防护手套行业的主要法规

国家或地区	法规	相关内容
美国	FDA 质量检验标准和操作指南	对所有进口到美国的医疗级产品进行注册和检验
	21CFR820 (质量体系法规)	产品销往美国之前，生产商必须注册，产品由 FDA 进行抽样检验
欧洲	欧盟指令 89/686 (个人防护用品)、93/42 (医疗器械指令)	产品只有通过 CE 认证才能在欧盟销售。对企业经营管理上要求 ISO9001, ISO13485 医疗体系认证和相关的社会责任认证
日本	《JIS T9116-2000: 单用途聚氯乙烯检查手套》标准方案	出口到日本的 PVC 手套必须满足该标准的要求。并且特别注重对产品及相关包装的外观检查。对企业经营管理上要求 ISO9001, ISO13485 认证

资料来源：根据公开资料整理

从国际市场来看，长久以来，由于使用习惯、消费水平和消费能力等因素的制约，作为检查用的手套主要集中在欧美等发达国家使用。同时为了解决乳胶手套的过敏问题，欧美也是率先实现乳胶检查手套向 PVC 及丁腈等新材料转移的地区。如今，PVC 和丁腈医用检查手套的主要消费人口仍主要集中在欧、美、日等医疗发达国家，但正以较快的速度逐步向以中东、南美等地区的新兴

<sup>2</sup> Wind 暂未更新 2019 年医疗器械市场规模数据。



市场扩张。同时随着 PVC 及丁腈手套取代乳胶手套，PVC 手套和丁腈手套的市场份额会进一步增大。

此外，随着中国大陆地区的消费水平的日益提高，越来越多的医疗行业和餐饮行业开始更加注意穿戴手套的重要作用，从而开始使用手套。然而由于包括中国医疗体系在内的多个行业，对于 PVC 手套及丁腈手套的优势与作用尚不了解，政策与法规环境也没有具体的规定与强制措施，采购体系的思维惯性等因素影响，这些行业仍以进口乳胶手套或者廉价低质量 PVC 甚至 PE 手套作为主要使用的手套类型。因此虽然目前中国大陆在国际 PVC 手套的供应上已经稳稳占据主导地位，但是手套产品几乎全部出口，内销市场占全部 PVC 手套生产总销量比例较低。目前，国内的一些领域，特别是电子加工领域，已经开始倾向于使用 PVC 手套或丁腈手套代替乳胶手套，市场正在逐步壮大，未来国内一次性健康防护手套市场可以看好。

**该公司所处的细分行业有一定行业壁垒，在国内同行业企业中，公司已具有一定竞争优势，2017 年公司上市后，融资渠道得以拓宽，行业竞争力得到增强。**

一次性健康防护手套的消费主要集中在美欧日等发达国家和地区，PVC 手套和 PE 手套生产企业主要集中在中国，丁腈手套和乳胶手套生产企业主要集中在马来西亚、泰国等原材料较为丰富的东南亚国家和地区。

从行业壁垒看，国际大型销售商对供应商的资质审定比较严格，审定周期一般在一年以上。在审定过程中，要对生产商的工艺流程、质量管理体系、工作环境及经营状况等方面进行全面的严格审查，拥有稳定的客户群是行业内企业的核心竞争力。

同时，各进口国对护理产品均有一定的准入标准，特别是医疗级护理产品的标准会更高。产品必须具有良好的品质、满足相关国家的准入标准、通过指定的质量管理体系认证或产品认证，如 FDA 认证、CE 认证等，才能被准入目标国市场。因此，生产企业的产品质量、产品档次和信誉，已经成为决定企业在行业内竞争地位的重要因素。良好的产品质量和市场信誉需要企业具有丰富的生产管理经验和良好的品质保证体系，而新进入的企业在资金投入和经验积累方面，短时间内无法与现有的企业进行竞争。

我国一次性健康手套行业基本上采用境外销售为主，境内销售为辅的经营策略，其中境外采用 ODM 模式。目前国外主要生产企业包括 Top Glove Corporation Berhad（顶级手套有限公司，7113.KL，2019 年收入 12.09 亿美元）、Hartalega Holdings Berhad（贺特佳控股有限公司，5168.KL，2019 年收入 7.97 亿美元）、Kossan Rubber Industries Bhd.（科山橡胶工业有限公司，7153.KL，2019 年收入 5.78 亿美元），国内同行业生产企业除了该公司外还有上市公司蓝帆医疗股份有限公司（002382.SZ）、中红普林医疗用品股份有限公司（A17227.SZ，拟上市）。

与国外同行业巨头相比，该公司销售规模尚具有较大差距，但在国内同行业企业中，公司已具有一定竞争优势，2017 年公司进入资本市场后，融资渠道得以拓宽，行业竞争力预计将进一步增强。

**图表 6. 一次性健康防护手套行业核心样本企业数据概览（单位：亿元，%）**

核心样本企业名称	核心财务指标（2019 年度）			
	资产总额	营业收入	净利润	毛利率
蓝帆医疗（002382.SZ）	132.59	34.76	5.19	46.63
中红医疗（A17227.SZ）	10.76	11.71	0.91	18.85
英科医疗（300677.SZ）	29.92	20.83	1.78	25.10

资料来源：Wind

## 2. 业务运营

该公司是民营综合型医疗护理产品生产企业，主营产品为 PVC 及丁腈手套，在国内细分行业内具有较强的竞争力。跟踪期内公司产能进一步扩大，带动了销售收入的增长，2020 年以来受疫情影响，公司下游需求大幅增加，公司在手订单量充足。公司近期发布了多个扩建产能公告，项目投资规模大，公司未来面临的资本性支出压力和产能释放压力较大。

该公司为民营综合型医疗护理产品生产企业，主营业务涵盖医疗防护、康复护理、保健理疗、检查耗材四大板块，主要产品包括一次性健康防护手套、轮椅、冷热敷、电极片等多种类型的护理产品，产品广泛应用于医疗机构、养老护理机构、家庭日用及其他相关行业。2017 年 7 月公司在深交所创业板上市，融资渠道得以拓宽，一定程度上增强了行业竞争力。

**图表 7. 公司主业基本情况**

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
医疗防护、康复护理、保健理疗、检查耗材	医疗器械	主要出口美国，欧洲，日韩加拿大等发达国家	ODM 销售模式	成本，渠道

资料来源：英科医疗

### (1) 主业运营状况/竞争地位

2019 年该公司新增产能较多，当年实现营业收入 20.83 亿元，较上年度增长 10.06%。其中医疗防护类产品收入占比近年来都在 85%左右，为公司最主要的收入来源，2017-2019 年公司主营业务毛利率分别为 24.94%、24.95%和 25.10%，基本保持稳定，但具体产品毛利率随原材料价格及产品销售价格变动而有所波动。2020 年以来受疫情影响，国内外一次性防护手套需求大幅增长，带动产品售价上升，2020 年一季度公司实现营业收入 7.73 亿元，较上年同期增长 56.46%。

图表 8. 2017 年以来公司主营业务收入与盈利情况（单位：亿元）

	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>主营业务收入</b>	<b>17.49</b>	<b>100%</b>	<b>18.92</b>	<b>100%</b>	<b>20.82</b>	<b>100%</b>
医疗防护类	14.90	85%	16.04	85%	17.68	85%
康复护理类	1.57	9%	1.88	10%	2.04	10%
保健理疗类	0.84	5%	0.81	4%	0.88	4%
检查耗材类	0.18	1%	0.19	1%	0.21	1%
<b>主营业务毛利</b>	<b>4.36</b>	<b>100%</b>	<b>4.72</b>	<b>100%</b>	<b>5.23</b>	<b>100%</b>
医疗防护类	3.79	87%	4.05	86%	4.38	84%
康复护理类	0.29	7%	0.37	8%	0.47	9%
保健理疗类	0.24	6%	0.25	5%	0.31	6%
检查耗材类	0.04	1%	0.05	1%	0.06	1%
<b>主营业务毛利率</b>	<b>24.94%</b>		<b>24.95%</b>		<b>25.10%</b>	
医疗防护类	25.42%		25.27%		24.80%	
康复护理类	18.68%		19.57%		23.11%	
保健理疗类	28.92%		30.83%		35.34%	
检查耗材类	21.16%		25.38%		26.94%	

注：根据英科医疗提供的资料整理、计算

### 1) 生产

跟踪期内医疗防护类产品仍为该公司核心产品，包括一次性 PVC 手套与丁腈手套、防护服等，其中 PVC 手套与丁腈手套为公司自主生产，其销售收入占医疗防护类产品收入的 95%以上，防护服、PE 手套、乳胶手套等其他医疗防护类产品收入占比很小，主要为对外采购。

该公司采取以销定产的生产模式，根据销售订单统筹安排各生产基地的生产。公司的手套生产基地位于淄博市和青州市，依托充足的海外订单保障，公司生产线一直处于接近饱和生产的状态。2019 年公司在建的安徽英科年产 280 亿只（2800 万箱）高端医用手套项目一期 16 条 PVC 手套生产线建成投产。截至 2019 年末，公司共拥有 75 条 PVC 手套生产线、17 条丁腈手套生产线，整体产能利用率均能达到满产水平。

图表 9. 公司医疗防护类产品产销情况

产品名称	项目	单位	2017 年度	2018 年度	2019 年度
PVC 手套	生产线数量	条	51	59	75
	产能	亿只	72.76	90.39	109.45
	产量	亿只	73.06	89.95	110.19
	产能利用率	%	100.41	99.51	100.67
	自产销量	亿只	74.32	85.91	108.50
	产销率	%	101.71	95.51	98.47
丁腈手套	生产线数量	条	15	17	17
	产能	亿只	35.07	37.37	42.67

产品名称	项目	单位	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	产量	亿只	37.55	40.84	47.08
	产能利用率	%	107.07	109.29	110.33
	自产销量	亿只	37.30	40.26	46.59
	产销率	%	99.33	98.58	98.96

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理（由于部分生产线为年中投产，产能由生产线当年实际投产天数加权计算得出）

跟踪期内该公司其他产品仍主要包括轮椅产品、冷热敷产品和电极片产品，整体收入规模较小，对公司业务运营影响有限。

**图表 10. 公司其他类产品产销情况**

行业分类	项目	单位	2018 年	2019 年	同比增减
轮椅产品	销售量	万台	34.33	36.33	5.83%
	生产量	万台	34.76	37.54	8.00%
	库存量	万台	1.55	2.76	78.06%
冷热敷产品	销售量	万片	786.52	844.38	7.36%
	生产量	万片	795.69	838.14	5.33%
	库存量	万片	33.83	27.59	-18.45%
电极片产品	销售量	万片	4531.86	3990.15	13.58%
	生产量	万片	4520.35	3983.37	13.48%
	库存量	万片	178.50	190.01	-6.06%

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理

## 2) 研发

跟踪期内该公司研发项目包括 PVC 糊料机械降粘的研发、PVC 手套用水回收系统、PVC 手套余热利用装置等。2019 年公司研发支出 0.68 亿元，较上年度有所增长，当年研发投入占营业收入比重为 3.25%。

**图表 11. 公司研发支出情况**

	2017 年度	2018 年	2019 年
研发人员数量（人）	363	381	360
研发人员数量占比	10.08%	10.81%	9.81%
研发投入金额（万元）	5,691.38	6,255.85	6,759.54
研发投入占营业收入比例	3.25%	3.31%	3.25%

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理

## 3) 采购

从成本构成看，该公司近几年原材料成本占比约 65%，公司生产 PVC 手套所需原材料主要为 PVC 粉、DINP/DOTP 增塑剂、降粘剂，生产丁腈手套所需原材料主要为丁腈胶乳及 30 多种相关辅料，2019 年公司对于前五大供应商

的采购占比为 33.43%，较上年度保持稳定。

**图表 12. 2017 年以来公司成本构成情况（单位：万元、%）**

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料成本	87,104.18	66.35%	91,608.82	64.52%	103,821.97	67.62%	28,031.12	67.90%
人工费用	12,422.98	9.46%	12,986.88	9.15%	13,023.81	8.48%	3,387.14	8.20%
能耗	14,247.18	10.85%	17,465.93	12.30%	19,374.77	12.62%	5,420.5	13.13%
制造费用	12,763.88	9.72%	15,416.88	10.86%	16,747.32	10.91%	4,446.02	10.77%
不予退税成本	4,747.75	3.62%	4,514.65	3.18%	573.89	0.37%	0.00	0.00%
<b>合计</b>	<b>131,285.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>141,993.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>153,541.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>41,284.78</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：英科医疗

该公司主要原材料 PVC 粉、丁腈胶乳和 DINP/DOTP 增塑剂均为石油相关衍生品，其价格受石油价格和供需关系等多方面因素影响近年来有所波动。公司通常会通过调整产品售价等措施来规避风险，若原材料价格出现较大甚至剧烈波动、公司不能及时向下游转嫁成本，公司仍面临了较大的原材料价格波动风险。

**图表 13. 公司主要原材料、能源采购单价情况（单位：万元/吨）**

原材料名称/价格单位	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
PVC 粉	0.67	0.61	0.70	0.81
增塑剂	0.73	0.80	0.72	0.65
降粘剂	0.53	0.58	0.53	0.54
丁腈胶乳	0.66	0.71	0.63	0.59
生产用煤（元/吨）	552.80	543.81	589.15	595.34

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理。

#### 4) 产品销售

该公司 95% 销售收入来源于海外市场，主要销售方式为 ODM 模式，公司的国际销售客户主要为境外大型医疗用品或防护清洁用品品牌运营商。2019 年公司前五大客户占比 20.20%，较上年度的 21.81% 进一步降低。

该公司主要产品销售价格近年来波动较大，其中 2018 年下半年开始 PVC 手套销售价格下降，2016-2018 年丁腈手套价格稳步增长，2019 年出现下降，价格变动主要受上游原材价格的波动、行业供需环境变化等因素影响。需关注产品价格变动对公司收入规模、盈利空间的影响。

从销售区域看，该公司在美国地区的销售占比最大，2017-2019 年美国<sup>3</sup>地

<sup>3</sup>根据公司 2020 年 3 月 9 日发布的《英科医疗科技股份有限公司关于部分出口美国产品关税豁免的公告》，根据 2019 年 12 月中美第一阶段经贸协商结果，公司向美国出口的 PVC 手套医疗级和工业级均不会被加征关税。

根据公司 2020 年 4 月 25 日发布的《英科医疗科技股份有限公司关于深圳证券交易所关注函的

区销售占比分别为 60.53%、55.13%和 49.41%，公司近年来通过拓展欧洲市场及国内市场以降低美国单一市场波动对公司业务运营的影响，目前公司在美国地区的销售占比已降至一半以下。

**图表 14. 公司销售区域情况（单位：万元）**

销售区域	2017 年	2018 年	2019 年
美国	105,863.75	104,306.65	102,925.10
德国	8,757.38	9,143.52	11,057.27
日本	5,034.83	5,603.51	7,896.58
国内	6,561.87	6,822.22	14,661.82
加拿大	6,526.06	5,588.77	4,505.98
英国	6,752.91	5,951.00	8,523.07
法国	1,794.27	5,460.41	5,791.18
俄罗斯	2,702.74	3,428.22	4,284.49
葡萄牙	2,334.74	3,775.42	4,661.20
西班牙	2,284.21	2,777.06	3,793.46
沙特阿拉伯	1,050.15	2,671.59	2,739.37
其他地区	25,239.45	33,658.63	37,454.02
<b>合计</b>	<b>174,902.35</b>	<b>189,187.00</b>	<b>208,293.54</b>

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理。

信用账期方面，该公司对于新开拓的客户一般不给予信用账期，对于老客户则采用预收 30%货款，尾款货到后支付的方式，信用账期一般一个月至六个月不等。公司在中国出口信用保险公司对大部分出口产品均进行投保，以降低出口业务风险。公司出口结算货币多为美元，2017-2019 年公司汇兑损益分别为 1,617.46 万元、-2247.35 万元和 200.27 万元，面临了较大的汇率波动风险。

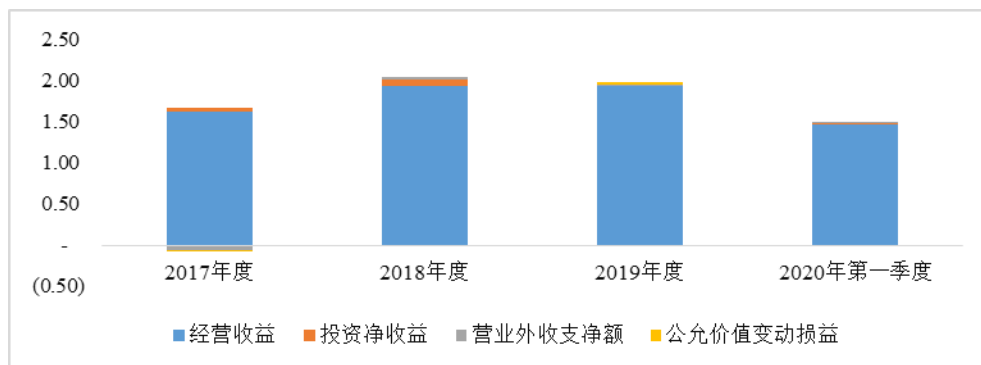
该公司销售对美国市场依赖程度较高，且仍在扩大产能，需持续关注未来美国关税政策对公司产品出口带来的影响。

回复公告》，公司产品丁腈手套工业级在 2,000 亿美元豁免清单中，对该产品将豁免加征关税，关税税率由 28%下降至 3%；丁腈手套医疗级在第四批第一期 3,000 亿美元的征税清单中，但加征的关税已得到豁免；公司冷热敷产品虽然在征税名单中，但其在公司对美国销售收入中占比很小，不会对公司生产经营造成较大的影响。



## (2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据英科医疗所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利几乎全部来源于经营收益，2017~2019年及2020年第一季度，公司经营收益分别为1.63亿元、1.94亿元、1.94亿元和1.47亿元，同期净利润分别为1.45亿元、1.79亿元、1.78亿元和1.29亿元。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年第一季度	2019年第一季度
营业收入合计（亿元）	17.50	18.93	20.83	7.73	4.94
毛利（亿元）	4.36	4.72	5.23	2.64	1.15
期间费用率（%）	14.57%	13.36%	14.88%	14.26%	15.04%
其中：财务费用率（%）	1.74%	-0.44%	1.13%	-0.16%	2.82%
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>0.14</b>	<b>0.14</b>	<b>0.37</b>		
<b>其中：资本化利息数额（万元）</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.09</b>		

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理。

近三年来随着新建生产线的陆续投产并实现销售，该公司收入及毛利规模持续扩大，整体盈利水平较稳定，2017~2019年毛利率分别为24.92%、24.94%和25.10%。2020年第一季度受下游需求大幅增长影响，公司产品价格上升，公司综合毛利率增长至34.07%。

该公司期间费用主要由管理费用、财务费用和销售费用构成，公司管理费用支出较为稳定，2017年公司上市后，业务规模扩大，刚性债务规模增加，财务费用支出也相应有所增长，而公司在销售端的客户资源较稳定，公司销售费用主要为出口费用和职工薪酬，逐年小幅增长。整体期间费用支出规模相对收入增幅维持相对稳定，2017~2019年及2020年第一季度期间费用率分别为14.57%、13.36%、14.88%和14.26%。

## (3) 经营战略

该公司目前在建项目包括“年产280亿只（2800万箱）高端医用手套项目”、“江苏英科医疗产业基地项目”、“英科医疗智能医疗器械研发营销科

科技园项目”，同时计划在越南设立生产型子公司。其中“年产 280 亿只（2800 万箱）高端医用手套项目”、“江苏英科医疗产业基地项目”已开始开工建设，相关工程均处于建设初期，项目建设资金计划来源于自有资金、首发上市募集资金、银行贷款、可转债募集资金及拟定向增发募集资金等。

2020 年 6 月 4 日，该公司发布《非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，公司拟向实际控制人刘方毅定向发行 0.11 亿股，募集资金 5 亿元，投入年产 61.84 亿只（618.4 万箱）高端医用手套项目及补充流动资金（该项目为在建项目年产 169.2 亿只高端医用手套项目的一部分）。根据公司 6 月 3 日发布的《英科医疗科技股份有限公司关于深圳证券交易所关注函的回复公告》<sup>4</sup>，截至 2020 年 5 月 29 日，公司接到的尚未开始出货的订单合计金额 3.38 亿美元。

**图表 17. 该公司在手订单情况（单位：万美元）**

产品类别	订单数量（个）	订单金额
一次性手套	2054	20,881.12
防护服	164	10,702.46
其他	828	2,175.874
<b>合计</b>	<b>3046</b>	<b>33,759.45</b>

资料来源：根据英科医疗相关公告整理（截至 2020 年 5 月末）

2020 年以来受全球新冠肺炎疫情影响，该公司订单量大幅增加，为满足未来战略发展需要，公司近期发布多个新建生产线相关公告。根据公司年报及公告披露的在建、拟建项目信息，公司未来项目建设规模很大，公司将持续面临资本性支出压力和产能释放风险。

**图表 18. 该公司在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	投资类型	预计总投资	工程累计投入占预算比例	完工进度	投资资金来源
年产 110.8 亿只（1108 万箱）高端医用手套项目	医疗防护	63,041.34	62.61%	65%	募集资金和自有资金
年产 169.2 亿只（1692 万箱）高端医用手套项目	医疗防护	45,355.43	2.26%	2%	募集资金和自有资金
年产 40 万台手动轮椅及 5 万台智能电动轮椅及 1000 万箱冷热敷理疗产品项目（一期）	康复护理	15,391.30	25.81%	30%	自有资金
山东英科公司锅炉改造工程	医疗防护	2,180.00	3.83%	--	自有资金
英科医疗智能医疗器械研发营销科技园项目	医疗防护、康复护理	106,500.00	0.84%	1%	自有资金
<b>合计</b>		<b>232,468.07</b>			

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理（截至 2019 年末）

<sup>4</sup> 2020 年以来，该公司因股价、可转债价格过快上涨、项目建设投资规模大且在短时间内变更募集资金用途等事项收到深圳证券交易所（简称“深交所”）的关注函。详见公司分别于 2020 年 4 月 7 日、4 月 24 日、6 月 3 日公告的《英科医疗科技股份有限公司关于深圳证券交易所关注函的回复公告》。

图表 19. 该公司中长期拟建项目情况

项目名称	投资类型	预计总投资	公告名称	公告日期	投资资金来源
年产 88.2 亿只（882 万箱）高端医用手套及其他医疗耗材项目	医疗防护	1.4 亿美元 <sup>5</sup>	山东英科医疗用品股份有限公司关于在越南投资建设年产 88.2 亿只（882 万箱）高端医用手套及其他医疗耗材项目的公告	2019.10.19	自有资金
年产 271.68 亿只（2744 万箱）高端医用手套项目	医疗防护	30 亿元	英科医疗科技股份有限公司关于在彭泽县设立全资子公司实施年产 271.68 亿只（2744 万箱）高端医用手套项目的公告	2020.3.14	自有资金
英科医疗防护用品产业园项目	医疗防护	22.76 亿元	英科医疗科技股份有限公司关于对外投资事项变更的公告	2020.4.16	自有资金
年产 160 亿只（1600 万箱）高端医用手套项目和怀宁经开区热电联产项目	医疗防护	15 亿元	英科医疗科技股份有限公司关于与怀宁县人民政府签订投资年产 160 亿只（1600 万箱）高端医用手套项目和怀宁经开区热电联产项目协议书的公告	2020.6.4	自有资金
合计		77.56 亿元			

资料来源：根据英科医疗相关公告整理（截至评级报告日）

## 管理

该公司系自然人控制的民营上市企业，跟踪期内公司法人治理结构保持稳定。

该公司为民营上市公司，2019 年公司因实行股权激励计划，实收资本略有增加，截至 2020 年 3 月末公司实收资本 2.18 亿元，其中自然人刘方毅<sup>6</sup>直接及间接持股比例合计 38.86%，为公司控股股东及实际控制人，公司自成立以来实际控制人未发生变化。

根据该公司 2020 年 6 月 10 日公告，公司实际控制人刘方毅持有公司股份 0.82 亿股，占公司总股本的 41.16%，已累计质押股份数占其持有公司股份的比例为 1.06%，占公司总股本的比例为 0.44%。公司具体产权状况详见附录二。此外，跟踪期内公司董事、监事及高级管理人员未发生重大变动，公司组织结构较为稳定。

截至 2020 年 4 月 7 日，该公司实际控制人刘方毅持有英科转债合计 54.45 万张，持有比例 11.59%。2020 年 5 月，刘方毅因短线交易英科转债，收到深交所监管函。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2020 年 5 月 11 日）及相关资料，

<sup>5</sup>按照汇率 7:1 简单估算，折合约 9.8 亿元人民币

<sup>6</sup>除公司外，刘方毅主要投资企业为山东英科环保再生资源股份有限公司（简称“英科环保”），英科环保主要从事可再生 PS 塑料回收、再生深加工业务，加工的产品为再生 PS 塑料粒子，销售给塑料制品企业或加工成仿木 PS 框条、相框等产品。

公司及核心子公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。

**图表 20. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020/5/11	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/6/14	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼	公开查询	2020/6/14	无	无	无	无
工商	公开查询	2020/6/14	无	无	无	无
质量	公开查询	2020/6/14	无	无	无	无
安全	公开查询	2020/6/14	无	无	无	无

资料来源：根据英科医疗所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

## 财务

跟踪期内随着经营规模的扩大，该公司刚性债务规模进一步增加，本次债券的发行在一定程度上优化了公司的负债期限结构。公司在建、拟建项目较多、投资规模大，需关注公司未来融资结构及负债规模情况。近年来公司经营性现金流呈稳定净流入状态，一定程度上可对公司即期债务的偿付提供保障。

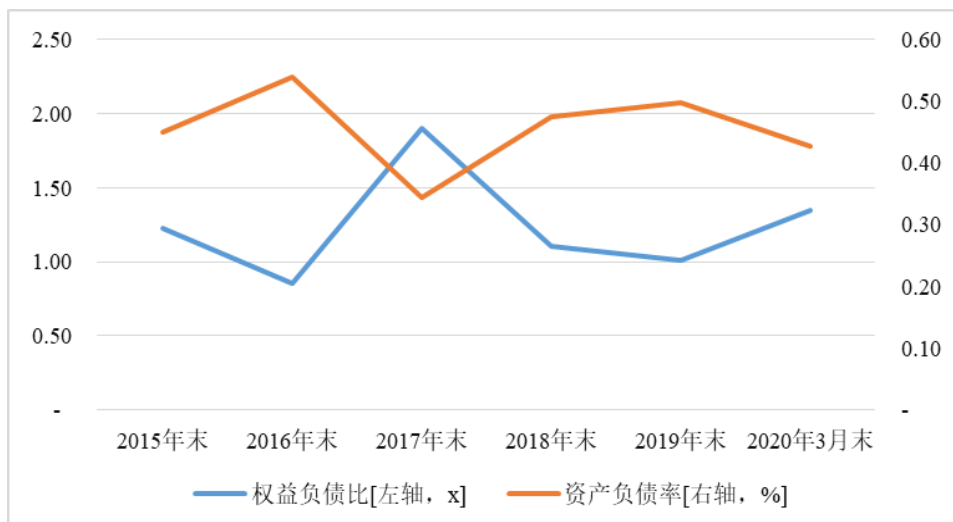
### 1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。公司 2020 年一季度报表未经审计。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



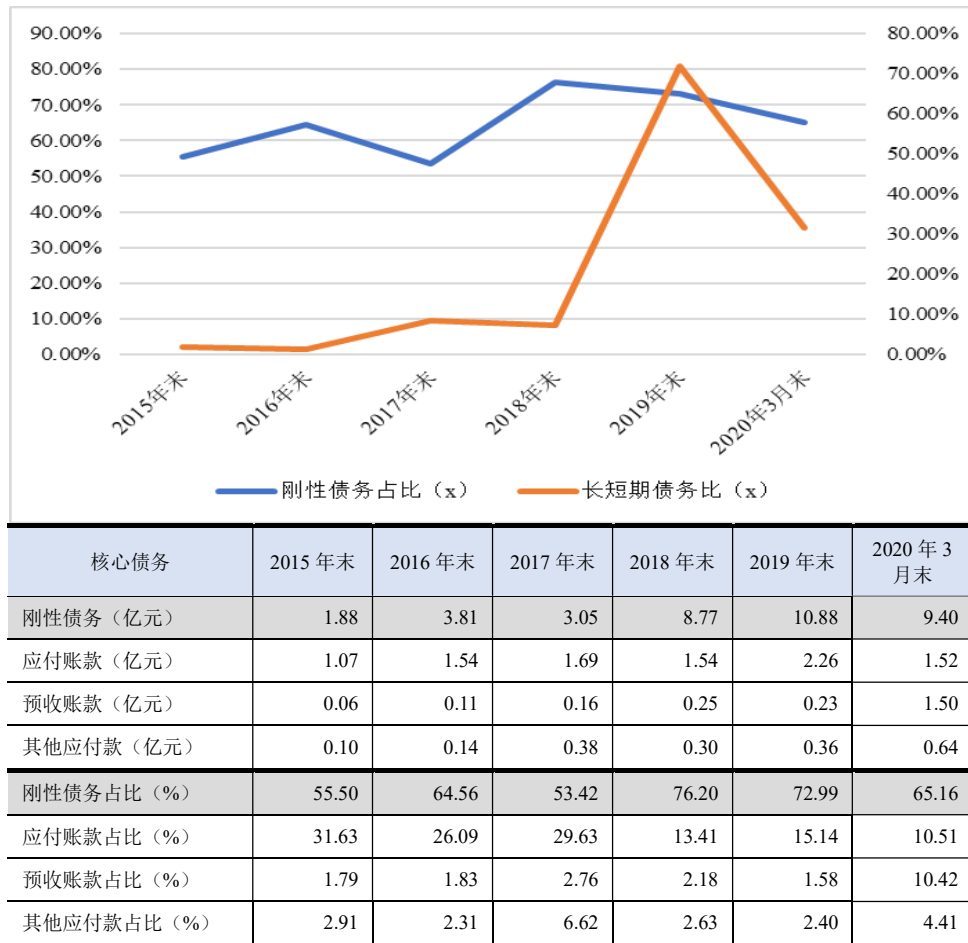
资料来源：根据英科医疗所提供数据绘制。

近年来，该公司主业经营规模不断扩大，营运资金需求增加，加之新增产能、技改项目的推进，公司资金需求扩大。负债方面，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债总额分别为 5.71 亿元、11.52 亿元、14.90 亿元和 14.43 亿元，债务规模总体有所扩大。权益资本方面，公司同期末所有者权益分别为 10.88 亿元、12.73 亿元、15.02 亿元和 19.40 亿元。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司资产负债率分别为 34.42%、47.49%、49.81%和 42.66%，近两年公司持续扩大生产规模，通过增加银行借款、发行债券等渠道筹集资金，资产负债率呈上升趋势，2020 年因部分英科转债完成转股，公司净资产规模上升，3 月末资产负债率较上年末下降约 7 个百分点。考虑到公司目前仍有扩产计划，加之业务规模扩大带来运营资金需求增加，公司后续负债水平仍存在上升压力，需关注财务杠杆控制情况。

该公司权益资本主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2019 年末权益中实收资本及资本公积合计占比为 55.36%，较上年末的 63.94%进一步下降，权益稳定性降低。从近年来股利分配情况看，公司上市后对 2017 年度实施现金分红金额（含税）为 0.15 亿元，2018 年及 2019 年现金分红金额（含税）均为 0.30 亿元。

## (2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据英科医疗所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，该公司债务原主要集中于流动负债，2019 年公司发行 4.7 亿元可转债，公司负债结构得到优化，应付债券年末余额 4.33 亿元，2019 年末长短期债务比由上年末的 7.33% 上升至 71.74%。2020 年一季度公司共有 2.81 亿元可转债完成转股，应付债券期末余额下降至 1.40 亿元，长短期债务比下降至 31.71%。

从债务构成来看，该公司近年来负债主要由刚性债务和应付账款构成，2019 年末占负债总额的比重分别为 72.99% 和 15.14%，公司原融资渠道主要来源于银行借款，2019 年公司发行的可转债募集资金到位后，融资压力有所减轻，当年公司偿还了部分短期借款，当年末刚性债务金额由上年末的 8.77 亿元小幅增长至 10.88 亿元。公司应付账款主要为材料采购款、工程设备款等，2019 年末为 2.26 亿元，随着业务规模的扩大，应收账款年末余额较上年度有所增长。此外，公司预收款项主要为预收货款，主要系对于部分新客户或者小型客户，公司采取先款后货的结算模式；其他应付款包括预提的出口费用、押金保证金、限制性股票回购义务等，相关科目余额均不大。2020 年 3 月末公司发行的 2.81 亿元可转债转股，短期借款规模较年末上升 34.86%，



公司当前在建项目较多，面临了较大的融资压力，需关注公司未来融资情况。

### (3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>1.88</b>	<b>3.81</b>	<b>2.71</b>	<b>8.34</b>	<b>5.52</b>	<b>6.92</b>
其中：短期借款	1.54	3.23	2.18	7.71	4.63	6.24
一年内到期非流动负债	-	-	-	-	0.17	0.17
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	0.34	0.57	0.54	0.63	0.72	0.51
其他短期刚性债务	-	-	-	-	-	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0.33</b>	<b>0.44</b>	<b>5.35</b>	<b>2.48</b>
其中：长期借款	-	-	0.33	0.44	1.02	1.08
应付债券	-	-	-	-	4.33	1.52
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-
<b>综合融资成本（年化）</b>	<b>3%-6%</b>	<b>3%-6%</b>	<b>3%-6%</b>	<b>3%-6%</b>	<b>3%-6%</b>	<b>3%-6%</b>

资料来源：根据英科医疗所提供数据绘制。

跟踪期内随着该公司可转债的发行成功和部分转股，公司刚性债务结构变动较大，2019 年末和 2020 年 3 月末短期刚性债务占全部刚性债务的比重分别为 50.78%和 73.62%。2020 年 3 月末公司刚性债务主要集中于银行借款，其中短期借款 6.92 亿元，长期借款 1.08 亿元，此外应付债券 1.40 亿元。

融资成本方面，近年来该公司借款综合融资成本处于 3%-6%，主要集中于 4-5%区间。公司上市前融资方式相对单一，随着 2017 年成功上市，以及可转债的发行有助于融资渠道的拓宽。

图表 24. 公司刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间/到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内					
3%~4%（不含 4%）	0.81				0.33
4%~5%（不含 5%）	5.03			0.39	
5%~6%（不含 6%）	0.40			0.54	
6%~7%（不含 7%）					
7%及以上					
<b>合计</b>	<b>6.24</b>			<b>0.93</b>	<b>0.33</b>

资料来源：英科医疗（截至 2020 年 3 月末）

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 Q1
营业周期（天）	88.42	100.53	108.09	-
营业收入现金率（%）	98.98	96.63	99.65	121.66
业务现金收支净额（亿元）	3.75	2.98	4.50	3.19
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.27	-1.12	-1.20	-0.43
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.47	1.86	3.30	2.76
EBITDA（亿元）	2.42	3.01	3.24	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.79	0.34	8.71	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	17.67	21.03	0.33	-

资料来源：英科医疗（截至 2020 年 3 月末）

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司为外向型制造业企业，产品主要外销出口美国、欧洲、日本等地，同时针对信誉较好的客户，公司会给予 1-6 月不等的信用期，相关运营模式导致公司营业周期总体偏长。2017-2019 年和 2020 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 98.98%、96.63%、99.65%和 121.66%，2020 年以来公司产品销量大幅增长，在销售环节预收款增加，一季度现金回笼情况良好，当期营业收入现金率较以前年度增幅较大。

该公司 2017-2019 年和 2020 年第一季度业务现金收支净额分别为 3.75 亿元、2.98 亿元、4.50 亿元和 3.19 亿元。得益于业务规模的不断扩大，公司业务回笼资金规模保持增长；同时，由于产品主要以外销为主，公司收到的出口退税等税费返还也呈现逐年增长态势。支出方面，公司面临着人工成本增长以及其他经营性开支增长的压力；此外，票据及信用证保证金收支也会对“其他经营环节现金流”产生一定影响。同期，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 2.47 亿元、1.86 亿元、3.30 亿元和 2.76 亿元，持续保持净流入状态。

该公司 2017-2019 年 EBITDA 分别为 2.42 亿元、3.01 亿元和 3.23 亿元，主要由利润总额及固定资产折旧构成。近年来，在盈利规模不断增加的带动下，公司 EBITDA 逐年有所增长，但公司近年刚性债务规模扩张较快，EBITDA 对债务的保障能力仍有不足。

## (2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.72	1.46	-2.64	-1.72
其中：理财产品投资回收与支付净额	-1.43	1.43	-2.66	-1.73
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.09	-3.08	-5.36	-1.53
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	-0.18	0.09	0.21
投资环节产生的现金流量净额	-3.81	-1.80	-7.91	-3.04

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理。

近年来，随着生产、技改等项目的推进，该公司存在持续的固定资产投资支出。同时 2017 年以来，随着 IPO 上市募集资金到位，在满足项目投入进度的情况下，公司将部分闲置资金用于理财，从而亦存在较大规模理财收支变动。2017-2019 年和 2020 年第一季度，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-3.81 亿元、-1.80 亿元、-7.91 亿元和-3.04 亿元。根据公司在建项目规划，公司未来仍有较大规模的资本性支出。

## (3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况 (单位：亿元)

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一 季度
权益类净融资额	4.80	-	0.42	0.16
其中：永续债及优先股	-	-	-	-
债务类净融资额	-1.47	2.60	1.69	1.32
其中：现金利息支出	0.15	0.13	0.25	0.08
筹资环节产生的现金流量净额	3.33	2.60	4.74	1.57

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理。

该公司近年来主要通过引入战略投资者、银行借款和 IPO 上市方式筹集发展所需资金。2017-2019 年和 2020 年第一季度，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 3.33 亿元、2.60 亿元、4.74 亿元和 1.57 亿元。由于投资环节资本性支出增加，经营环节净现金流无法全部覆盖，公司近年来筹资环节现金流均呈现净流入状态，其中 2017 年公司首发上市，当年权益类融资净额较多。

该公司后续在产能扩建及营运资金方面仍存在较大资金投入需求，筹资环节资金需求预计将相应增加，公司融资压力将受项目实际推进进度影响较大。2020 年可转债部分转股后公司资产负债率有所下降，当前财务杠杆水平不高，后续仍存在一定债务融资空间。

#### 4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	8.55	14.41	15.44	18.64
	51.55%	59.42%	51.61%	55.11%
其中：货币资金（亿元）	2.87	8.58	6.14	7.40
应收账款（亿元）	2.36	3.14	3.32	3.23
存货（亿元）	1.62	2.07	2.33	1.82
其他流动资产（亿元）	1.54	0.25	0.72	0.59
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	8.03	9.84	14.48	15.19
	48.45%	40.58%	48.39%	44.89%
其中：固定资产（亿元）	6.39	7.21	9.12	8.95
在建工程（亿元）	1.06	0.90	1.96	2.95
无形资产（亿元）	0.32	0.92	1.95	1.94
其他非流动资产（亿元）	0.21	0.73	1.02	0.91
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>2.37</b>	<b>8.92</b>	<b>4.81</b>	<b>4.56</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>1.60</b>	<b>5.74</b>	<b>2.93</b>	<b>3.16</b>

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理。

近年来，随着经营规模的扩张，该公司资产规模不断扩大，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 16.58 亿元、24.25 亿元、29.92 亿元和 33.83 亿元。

该公司近年来流动资产主要由货币资金、应收账款、存货及其他流动资产构成。2019 年末货币资金余额为 6.14 亿元（其中受限货币资金 0.49 亿元），占同期末流动资产的 39.77%。2019 年末公司应收账款及存货规模均较上年末有所增长。2019 年末公司应收账款为 3.32 亿元；年末前五名应收账款合计占应收账款余额的比例为 30.20%。公司 2019 年末存货为 2.33 亿元，其中原材料、库存商品和发出商品分别为 0.66 亿元、1.13 亿元和 0.40 亿元，其中发出商品为尚未报关离港的产品以及发往美国英科公司的海运途中产品；公司采取“以销定产”的生产模式，2017 年存货未出现低于可变现净值的情况，未对存货计提跌价准备，2018 年公司计提存货跌价准备 0.01 亿元，2019 年公司计提的存货跌价准备略少于 2018 年。2020 年 3 月末公司流动资产余额增长至 18.64 亿元，主要因公司购买券商理财、结构性存款增加，期末交易性金融资产余额由上年末的 2.58 亿元增长至 4.39 亿元。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。公司固定资产和无形资产主要为生产用土地及厂房、设备等，2019 年末分别为 9.12 亿元和 1.95 亿元，2019 年末无形资产较上年末增幅较大主要系土地使用权增加所致。2017-2019 年末公司在建工程分别为 1.06 亿元、0.90 亿元和 1.96 亿元，主要为年产 110.8 亿只（1108 万箱）高端医用手套项目投入，2019 年末该项目余额为 1.63 亿元。此外，公司 2019 年末其他非流动资产年末余额 1.02

亿元，主要由土地预付款、预付工程设备款、预付购房款构成。2020年3月末，公司非流动资产15.19亿元，较上年末增长4.88%，流动资产构成较上年末变化不大。

所有权或使用权受到限制的资产方面，2019年末该公司受限资产为4.82亿元，占同期末资产总额的16.11%，受限资产占比较上年末下降约20个百分点，包括0.49亿元货币资金、3.49亿元固定资产以及无形资产0.84亿元。

## 5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
流动比率（%）	162.33	134.28	177.96	170.17
速动比率（%）	129.27	113.65	148.62	143.56
现金比率（%）	54.59	80.00	100.51	107.57

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理。

2019年随着可转债发行，该公司债务结构得到优化，流动负债规模有所缩小，年末流动比率和速动比率分别为177.96%和148.62%。公司上市后整体现金资产较充裕，对即期债务的偿付形成了较好的保障，2017-2019年末及2020年3月末现金比率分别为54.59%、80.00%、100.51%和107.57%。但同时，由于上市募集资金存在指定用途，可支配性受到一定限制，随着募集资金逐步投入指定产能项目，或导致流动性出现弱化。此外，公司实际流动性亦受应收账款及存货等资产周转效率的较大影响。

## 6. 表外事项

截至2020年3月末，该公司无重大未决诉讼、对外担保等或有负债事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部承担管理职能及部分业务职能。业务方面，公司本部主要生产销售部分PVC手套，其它业务由下属各子公司具体负责运营。2017-2019年和2020年第一季度，公司本部营业收入分别为2.93亿元、2.66亿元、2.61亿元和1.25亿元，净利润分别为0.13亿元、0.26亿元、1.74亿元和0.03亿元，其中2019年净利润较高系当期获得子公司现金分红2亿元所致；同期经营性现金流净额分别为0.13亿元、0.20亿元、-0.82亿元和0.48亿元。

截至2019年末，该公司本部资产总额为19.46亿元，其中流动资产5.27亿元，主要为货币资金1.05亿元、交易性金融资产2.52亿元和应收账款1.22亿元。公司非流动资产主要是对子公司的投资，同期末长期股权投资为13.36亿元；此外，固定资产为0.51亿元。同期末公司本部负债总额为9.07亿元，基本集中于流动负债，其中短期刚性债务为2.15亿元。公司本部同期末资产负债率为46.61%，较上年末有所上升，但仍处于较低水平。2020年3月末，

公司本部资产总额及负债总额分别为 21.19 亿元和 7.73 亿元，期末资产负债率下降至 36.48%。

总体来看，该公司本部业务经营能形成一定利润及现金净流入，具备基本偿债能力，且本部对下属子公司管控力度强，对下属子公司偿债资源的调配能力强。

## 外部支持因素

截至 2020 年 3 月末，该公司共取得金融机构授信 18.14 亿元，未使用的授信额度 11.21 亿元，未使用授信对同期末短期刚性债务的覆盖比率为 161.99%；公司现有授信中来自于五大行的授信占比为 27.89%。

**图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	尚未使用授信额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	18.14	11.21	3%-6%	抵押+法人、关联公司担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	--	--	--	--
工农中建交五大商业银行（亿元）	5.06	2.94	3%-6%	抵押+法人、关联公司担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	27.89%	26.23%	3%-6%	

资料来源：根据英科医疗所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

本次债券的种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券，期限为发行之日起六年，即自 2019 年 8 月 16 日至 2025 年 8 月 15 日。本次债券转股期自可转债发行结束之日（2019 年 8 月 22 日）起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即 2020 年 2 月 24 日至 2025 年 8 月 15 日。

本次债券设有到期赎回条款及有条件赎回条款。在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将向可转债持有人赎回全部未转股的可转债。在转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司有权决定按照以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债：1) 在转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少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) 当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

本次债券最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债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



本次发行的可转债转股而增加的股本)、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。本次发行的可转债最后两个计息年度，可转债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债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，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本次发行的可转债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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。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。

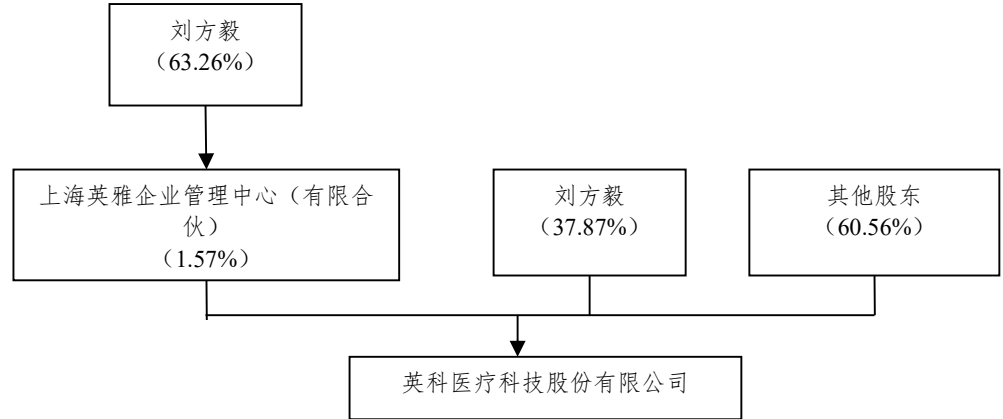
## 跟踪评级结论

该公司是民营综合型医疗护理产品生产企业，主营产品为PVC及丁腈手套，在国内细分行业内具有较强的竞争力。跟踪期内公司产能进一步扩大，带动了销售收入的增长，2020年以来受全球新冠肺炎疫情影响，公司下游需求大幅增加，公司在手订单量充足。公司近期发布了多个扩建产能公告，项目投资规模大，公司未来面临的资本性支出压力和产能释放压力较大。

跟踪期内随着经营规模的扩大，该公司刚性债务规模进一步增加，本次债券的发行在一定程度上优化了公司的负债期限结构。公司在建、拟建项目较多、投资规模大，需关注公司未来融资结构及负债规模情况。近年来公司经营现金流呈稳定净流入状态，一定程度上可对公司即期债务的偿付提供保障。

附录一：

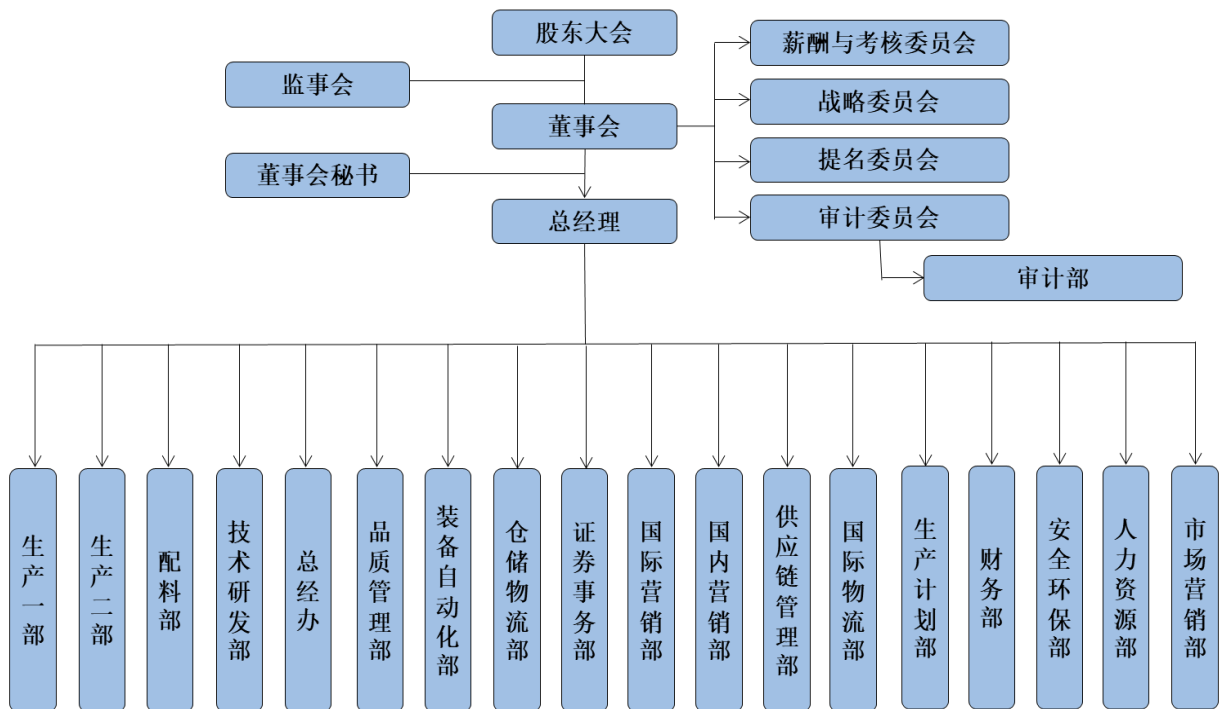
公司与实际控制人关系图



注：根据英科医疗提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据英科医疗提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
山东英科医疗用品股份有限公司	英科医疗	本级	—	PVC 手套生产、销售	6.48	10.38	2.61	1.74	-0.82	2.05	
山东英科医疗制品有限公司	青州英科	子公司	79.70%	PVC 手套、丁腈手套生产、销售	1.96	8.30	12.26	1.28	0.87	2.16	
江苏英科医疗制品有限公司	江苏英科	子公司	82.26%	轮椅、冷热敷生产、销售	0.92	2.70	2.91	0.20	-0.002	0.36	
英科医疗用品(香港)有限公司	英科香港	子公司	100.00%	手套、轮椅、冷热敷等销售	0.00	1.20	18.77	0.43	3.04	0.43	

注：根据英科医疗 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	16.58	24.25	29.92	33.83
货币资金 [亿元]	2.87	8.58	6.14	7.40
刚性债务[亿元]	3.05	8.79	10.88	9.40
所有者权益 [亿元]	10.88	12.73	15.02	19.40
营业收入[亿元]	17.50	18.93	20.83	7.73
净利润 [亿元]	1.45	1.79	1.78	1.29
EBITDA[亿元]	2.42	3.01	3.12	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.47	1.86	3.30	0.63
投资性现金净流入量[亿元]	-3.81	-1.80	-7.91	-0.68
资产负债率[%]	34.42	47.49	49.81	42.66
权益资本与刚性债务比率[%]	356.30	144.80	138.06	206.32
流动比率[%]	162.33	134.28	177.96	170.17
现金比率[%]	54.59	80.00	100.51	107.57
利息保障倍数[倍]	12.88	15.45	8.52	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	88.42	100.53	108.09	-
毛利率[%]	24.92	24.94	25.10	34.07
营业利润率[%]	9.62	10.75	9.72	19.57
总资产报酬率[%]	12.84	10.82	8.12	—
净资产收益率[%]	18.25	15.19	12.85	—
净资产收益率*[%]	18.25	15.19	12.96	—
营业收入现金率[%]	98.98	96.63	99.65	65.73
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	44.65	23.23	33.98	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.94	0.68	-34.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.67	21.03	12.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.70	0.51	0.32	—

注：表中数据依据英科医疗经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用方法概论评级方法》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。