2021年深圳市昌红科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

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：

2021年深圳市昌红科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-6-10	2020-10-22

债券概况

债券简称：昌红转债

债券剩余规模：4.60 亿元

债券到期日期：2027-4-1

偿还方式：对未转股债券每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

联系方式

项目负责人：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对深圳市昌红科技股份有限公司（以下简称“昌红科技”或“公司”，股票代码：300151.SZ）及其 2021 年 4 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司收入及盈利水平保持增长，整体负债水平低；客户较为优质。同时中证鹏元也关注到，公司面临一定的原材料价格波动风险，境外销售收入占比较高，客户集中度较高，在建及拟建项目存在一定的资金压力，项目投产后存在一定产能消化和收益不达预期等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	13.62	13.30	10.57	10.37
归母所有者权益	10.69	10.43	8.68	8.75
总债务	0.20	0.20	0.00	0.00
营业收入	2.73	11.18	7.15	6.94
净利润	0.41	1.85	0.60	0.56
经营活动现金流净额	0.42	2.33	1.20	0.60
销售毛利率	32.98%	35.65%	26.47%	25.08%
EBITDA 利润率	-	24.82%	14.50%	12.78%
总资产回报率	-	18.07%	6.32%	5.97%
资产负债率	19.14%	19.30%	16.49%	14.06%
净债务/EBITDA	-	-1.01	-2.27	-2.14
EBITDA 利息保障倍数	-	511.37	4,614.28	207,265.39
总债务/总资本	1.82%	1.87%	0.05%	0.00%
FFO/净债务	-	-87.10%	-36.57%	-42.06%
速动比率	2.23	2.42	2.57	3.94
现金短期债务比	-	16.23	-	-

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司收入及盈利水平保持增长，整体负债水平低。**公司业务范围主要为注塑业务、医疗器械业务及配套模具业务，2020 年营业收入、净利润同比增长较快。截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率水平较低，总债务规模较小。
- **公司客户主要为大型跨国企业，客户较为优质。**公司的客户主要为柯尼卡美能达、兄弟工业、上海理光、赛默飞世尔等跨国企业，上述客户与公司合作时间较长，经营规模较大，实力较强，客户较为优质。

关注

- **公司面临一定的原材料价格波动风险。**公司直接材料占主营业务成本的比重在 60%以上，其中塑料粒是最主要的原材料。受原油价格波动和下游供求影响，塑料材料的价格波动较大，公司面临一定成本控制压力。
- **公司境外销售收入占比较高，客户集中度较高。**公司产品外销比例较高，前五大客户销售收入占总销售额的比例较高。若未来进口国贸易政策发生不利变化，或客户经营出现风险、采购政策发生变化，将对公司业绩产生不利影响。
- **公司防疫产品销售爆发式增长不具有可持续性，相关产能存在闲置风险。**2020 年公司医疗器械业务收入中，口罩和病毒采样管等防疫产品收入占比较高，该类业务爆发式增长不具有可持续性，后续产能存在闲置风险。
- **公司在建及拟建项目存在一定的资金压力，项目投产后存在一定产能消化和收益不达预期风险。**截至 2020 年末，公司在建及拟建项目包括本期债券募投项目和高分子医疗耗材产业园项目，投资规模较大，投产后公司医疗器械产能将进一步上升，受市场需求、行业竞争以及公司未来发展状况等因素影响，面临一定产能消化和收益不达预期风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年4月1日发行6年期4.60亿元可转换公司债券，募集资金计划用于高端医疗器械及耗材生产线扩建项目和补充流动资金。截至2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为0.90亿元。

三、发行主体概况

2020年至2021年3月末，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未变化。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为5.03亿元，控股股东和实际控制人仍为李焕昌，李焕昌及其一致行动人合计持有公司42.24%的股权，累计已质押股份数占其直接持有公司股份总数的比例为41.60%。

2020年5月，公司独立董事高立离任，新增罗红志为公司董事，新增姜旭涛为公司独立董事。2021年2月，公司独立董事刘力提出辞职，因其辞职将导致公司董事会独立董事人数少于董事会成员的三分之一，所以辞职报告将在公司股东大会选举产生新任独立董事之日起生效。2021年5月，公司董事会秘书刘军辞职，公司聘任刘力为副总经理、董事会秘书；公司监事会主席张泰提出辞职，因其辞职将导致公司监事会人数低于规定最低人数，故其离职后仍将继续按照有关法律、法规和《公司章程》的规定履行公司监事职责，直至公司选出新的监事。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，仍主要为客户提供模具及产品成型一站式整体解决方案，产品覆盖医疗器械及耗材、办公自动化（OA）设备生产及模具工装生产三个领域。2020年公司纳入合并范围的子公司未发生变化，2021年1-3月新增1家纳入合并范围的子公司，2021年3月末共15家纳入合并范围的子公司。

表1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江柏明胜医疗科技有限公司	100.00%	2.00	医疗器械	新设

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导资金服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

行业及区域经济环境

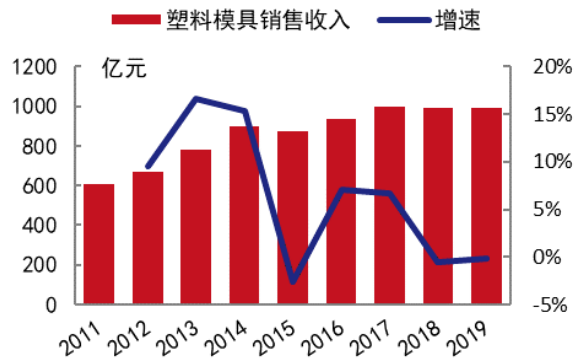
近年OA设备塑料模具市场规模增长放缓，未来塑料模具及注塑行业集中度有望提升

模具是由塑料、橡胶、金属、粉末、玻璃、玻璃钢等模具材料经加工设备加工而成的基础工艺设备，属于生产过程中的中间产品。由于塑料产品在生产生活中广泛运用，塑料模具也成为模具产品中最常见的一种，其使用的成型方法众多，包括注塑成型、压塑成型、吹塑成型等多种方法。其中注塑成型方法适用于全部热塑性塑料和部分热固性塑料，约83%的塑料加工制品采用了注塑成型。

塑料模具行业的市场化程度相对较高，下游行业包括汽车、消费类电子、家用电器、OA设备、医疗器械等。根据智研咨询数据显示，我国塑料模具行业销售收入由2011年的608.56亿元增长至2019年的990.68亿元，年复合增长率为6.28%。近年受宏观经济形势影响，传统汽车行业、家用电器等下游应用领域增长疲软，塑料模具行业销售收入增速放缓。但考虑到汽车行业的个性化、轻量化等需求增长以及医疗器械等需求扩大，未来塑料模具市场仍有一定增长空间。

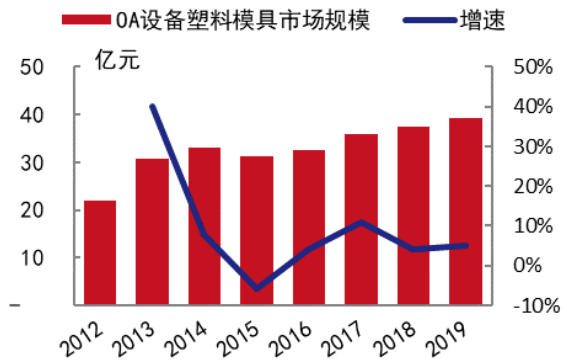
OA设备属于成熟行业，市场较为集中，目前主要的生产厂商包括理光、佳能、柯尼卡美能达、兄弟、京瓷、爱普生、惠普等大型跨国企业。在全球化背景下，OA设备厂商先后在中国设立了生产基地，近年受生产成本上升和中美贸易战等因素的影响，部分OA厂商又将生产线转移至东南亚等区域。近年来OA设备塑料模具市场规模增速放缓，2019年国内OA设备塑料模具市场规模约为39.4亿元，同比增长5.07%。因模具市场与下游注塑市场高度相关，整体OA注塑行业也呈现缓慢增长的态势。考虑OA设备仍是企业办公的必备硬件设施，未来新增企业购置设备和存量企业更新设备仍会带来一定的OA设备需求，因此OA设备模具和注塑产品仍有一定的增长空间。

图 1 国内塑料模具销售收入增速放缓



资料来源：智研咨询，中证鹏元整理

图 2 国内 OA 设备塑料模具市场规模增长放缓



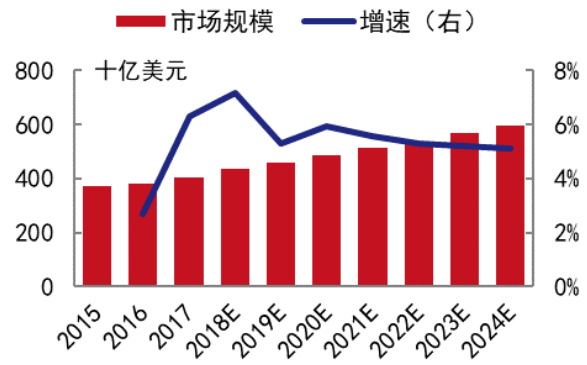
资料来源：前瞻产业研究院，中证鹏元整理

国内塑料模具及注塑行业竞争层次较为分明，处于较高层次竞争的企业自身拥有较强的模具开发实力，能够按照客户的要求进行零部件设计并进行量产，具备为国内外知名客户供应塑料零部件的能力，但更多的厂商只能提供单一或少数下游产品的部分结构件，属于简单的模具加工或塑料制品企业。截至目前，塑料模具及注塑行业上市公司主要包括思柏精密科技股份有限公司（以下简称“思柏精密”，股票代码：A20456.SZ，拟上市申报）、宁波横河模具股份有限公司（以下简称“横河模具”，股票代码：300539.SZ）、宁波天龙电子股份有限公司（以下简称“天龙股份”，股票代码：603266.SH）及昌红科技等。考虑到塑料模具及注塑行业具有较为明显的马太效应，资金充足、规模量产、研发能力强的优秀厂商往往会有大客户的持续订单，同时随着业务的做大做强，客户群体也将随之增加，自身综合实力也将得到不断扩大，因此未来行业集中度将趋于提升。

医疗器械市场增长空间较大，对医疗器械领域的精密模具和注塑产品需求具有一定支撑

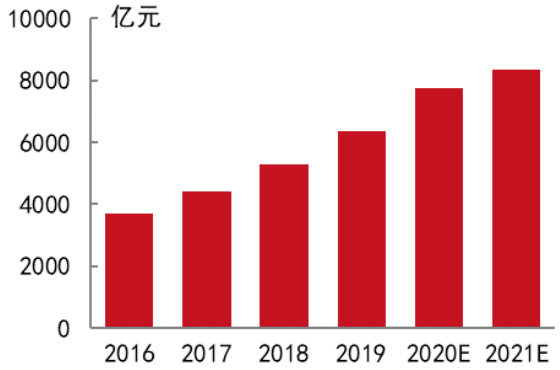
随着全球经济的发展、社会老龄化程度的提高、人均寿命的增长以及人们保健意识的不断增强，全球医疗器械行业的市场需求整体呈现较快发展的趋势。根据Evaluate MedTech的数据显示，2017年全球医疗器械销售规模为4,050亿美元，预计到2024年将会达到5,945亿美元，期间年复合增长率为5.6%。从国内医疗器械市场来看，2019年我国医疗器械市场规模为6,365亿元，预计到2021年将达到8,336亿元。在增速方面，近年来我国医疗器械市场规模增速维持在20%左右，远高于全球医疗器械行业增速，也显著高于我国药品市场规模增速。目前我国医疗器械费用支出占比远低于发达国家水平，美国医疗器械费用支出和药品费用支出规模相当，全球平均器械费用支出与药品费用支出的比例为1：1.5，而我国医疗器械消费占医药市场整体比例约25%，未来仍有较大增长空间。近年来我国居民年人均医疗保健支出占人均消费支出的比重整体呈上升趋势，由2013年的6.90%上升至2020年的8.69%，预计未来人均医疗保健消费支出仍将保持持续增长态势，医疗器械市场仍将持续受益。

图 3 全球医疗器械市场规模持续增长



资料来源：Evaluate MedTech，中证鹏元整理

图 4 国内医疗器械市场规模预计保持增长



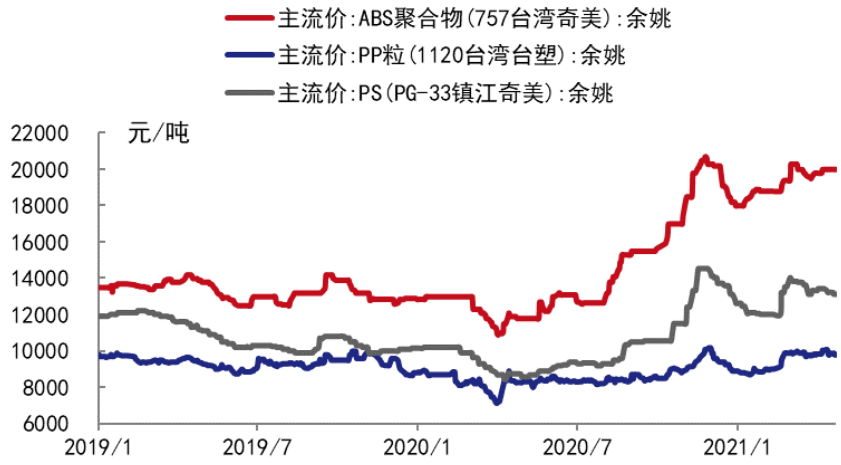
资料来源：中国医疗器械蓝皮书，中证鹏元整理

医疗器械作为医疗服务中重要的基础装备，与患者生命健康和人身安全息息相关，因此在生产过程中对模具设计和注塑工艺有着严格要求。与普通塑料制品和模具相比，医用精密模具和注塑产品对单体和聚合物的金属残留等指标要求较高，且最终的注塑产品必须具备热稳定性、化学稳定性及可杀菌消毒等特性。考虑到医疗器械市场增长空间较大，对医疗器械领域的模具和注塑需求形成一定支撑。

2020年4月以来主要塑料材料价格持续上涨，注塑生产企业面临一定的成本控制压力

注塑产品生产的主要原材料是塑料粒，主要包括PP、ABS、PS等塑料材料。原油是合成树脂类产品的源头，决定了下游化工产品的成本，但因合成树脂类原料处于化工产业链的末端，其价格亦受下游供需影响。受疫情及OPEC+减产协议失败等因素影响，2020年1-3月原油价格下跌带动塑料材料价格下降，4月以来随着减产协议达成后油价上涨，以及全球经济缓慢复苏带来的增长等因素影响，塑料价格呈现大幅上涨的态势。总体来看，塑料材料作为重要的化工产品，供应较为充足，但受价格频繁波动的影响，注塑生产企业面临一定的成本控制压力。

图 5 2020 年 4 月以来主要塑料材料价格持续上涨



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司收入主要来自注塑业务、医疗器械及耗材业务和配套模具业务3个板块，受益于医疗器械业务规模较快增长，2020年公司实现主营业务同比增长55.02%。从收入结构来看，2020年医疗器械业务占主营业务收入的比重由上年的14.80%上升至44.11%，注塑业务占主营业务收入的比重由上年的70.45%下降至45.21%。毛利率方面，受益于毛利相对较高的医疗器械业务收入占比上升，2020年公司主营业务毛利率较上年上升9.51个百分点。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
注塑业务	49,815.23	22.51%	50,075.91	22.74%
医疗器械业务	48,611.24	50.38%	10,522.15	41.69%
模具业务	11,768.20	32.02%	10,484.27	27.94%
合计	**110,194.67**	**35.82%**	**71,082.33**	**26.31%**

资料来源：公司提供

受疫情影响，公司注塑业务收入小幅下降，模具与OA注塑产销率仍较高

公司主要从事注塑业务、医疗器械及耗材业务和模具业务，其中模具业务属于注塑业务和医疗器械及耗材业务的附属业务，主要是为注塑业务和医疗器械及耗材业务服务的，也有部分模具会单独出售。从客户上来看，模具业务和注塑业务的客户具有较高的一致性。

公司注塑业务的生产基地主要分布在公司本部、河源市昌红精机科技有限公司、硕昌（上海）精密塑料制品有限公司、昌红科技菲律宾股份有限公司和昌红科技（越南）有限公司。在疫情的影响下，

OA设备生产受复工、物流、供应链等因素影响，导致2020年公司注塑业务收入同比下降0.52%。考虑到目前海外疫情仍未有明显改善，公司海外子公司的生产经营仍可能受影响。2020年公司注塑业务毛利率下降0.23个百分点，主要系原材料价格上涨和细分产品类型差异所致。

公司模具与OA注塑产品为ODM/OEM定制化生产，采用以销定产的生产模式，根据不同产品的订单数确定生产数量，公司的库存主要为在产品及原材料储备，以及生产完成客户尚未提货的产成品。基于此，公司模具与OA注塑的产销率处于较高水平。

表3 公司模具与 OA 注塑产销情况

产品	项目	单位	2020 年	2019 年
模具与 OA 注塑	销售量	万 PCS、万套	42,748.71	46,952.39
	生产量	万 PCS、万套	42,373.08	46,166.33
	产销率	-	100.89%	101.70%

资料来源：公司提供

受疫情影响，2020年医疗器械业务收入增长较快，但一次性口罩和病毒采样管等防疫产品销售爆发式增长不具有可持续性

公司医疗器械业务主要由子公司深圳市柏明胜医疗器械有限公司（以下简称“柏明胜”）和力因精准医疗产品（上海）有限公司开展，产品范围涵盖基因测序全产业耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、体外诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统等高分子塑胶医用耗材。受疫情影响，防疫产品需求大幅增加，2020年公司一次性口罩业务实现销售收入1.32亿元，病毒采样管实现销售收入2.04亿元，带动医疗器械业务销售收入较快增长。但一次性口罩业务和病毒采样管等防疫产品的爆发式增长不具有持续性，随着后续疫情得到控制或有效疫苗的出现，防疫产品需求可能下降，从而对公司医疗器械及耗材业务收入产生一定不利影响，相应产能面临闲置风险。2020年公司医疗器械业务的毛利率较2019年上升8.69个百分点，主要系新增的病毒采样管产品毛利率较高所致。

公司医疗器械业务以定制化的ODM/OEM为主，采取以销定产的生产模式，因此产销率较高，销售状况良好。

表4 公司医疗行业产销情况

产品	项目	单位	2020 年	2019 年
医疗行业	销售量	万 PCS、万盒	46,056.73	26,184.77
	生产量	万 PCS、万盒	47,202.26	25,140.51
	产销率	-	97.57%	104.15%

资料来源：公司提供

公司客户稳定性较好且较为优质，能为公司未来业务发展提供一定保障，但面临较大的客户集中度风险，外销业务易受外部环境因素的影响

由于公司大部分产品具有较为明显的定制化特征，因此主要采取直销模式。在产品定价上，公司会

综合考虑制造精度要求、制造周期要求、模具质量要求、制造成本和合理利润空间等要素后，确定产品报价。在结算政策方面，公司给予客户销售信用期一般在30-90天之间，与国外客户结算以电汇为主，与国内客户结算以现金为主。

2020年公司前五大客户销售收入合计占总销售额的比例为40.07%，客户集中度较上年有所下降，其中赛默飞世尔科技（中国）有限公司成为公司第一大客户，主要系其新增采购的口罩产品规模较大所致。公司客户主要为大型跨国企业，对于产品质量要求较高，在选择供应商时较为严格，通常需要通过2-3年的考察期，然后小批量供货考察，通过后才能够进入其全球供货体系，成为稳定的供应商。公司在进入柯尼卡美能达、兄弟工业、上海理光、赛默飞世尔等企业的供应商体系后，保持着较为良好的合作关系，合作时间较长，其中与兄弟工业、柯尼卡美能达、上海理光有签订框架合同。整体来看，公司客户稳定性仍较好且较为优质，能为公司未来业务发展提供一定保障，但客户集中度较高，若客户经营出现风险或采购政策发生变化，将对公司业绩产生不利影响。

表5 公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售额	占总销售额比例
2020 年	客户一	13,026.50	11.82%
	客户二	11,369.80	10.32%
	客户三	7,001.93	6.35%
	客户四	6,571.16	5.96%
	客户五	6,184.03	5.61%
	小计	**44,153.42**	**40.07%**
2019 年	客户一	17,549.56	24.69%
	客户二	8,115.60	11.42%
	客户三	7,823.21	11.01%
	客户四	5,388.31	7.58%
	客户五	3,727.65	5.24%
	小计	**42,604.33**	**59.94%**

资料来源：公司提供

公司境外收入占比较大，OA注塑产品的出口包括直接出口和间接出口（深加工结转出口）两种模式，其中直接出口主要销往越南、菲律宾、日本、德国等国家，间接出口（深加工结转出口）则是公司将注塑产品发货至境外客户指定的境内厂商（下一环节加工企业）再加工，OA设备成品的最终出口地由OA设备生产商决定，目前公司OA注塑产品主要采用间接出口。医疗器械的出口主要销往瑞典等国家，若未来进口国贸易政策发生不利变化，将对公司外销业务产生影响。

表6 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
境内	31,061.63	40.43%	15,868.41	42.48%
境外	79,133.04	34.01%	55,213.92	21.67%

资料来源：公司提供

公司供应商集中度较低，但受塑料材料价格波动影响，面临一定的成本控制压力

公司主营业务成本包括直接材料、直接人工、制造费用，其中直接材料占主营业务成本的比重在60%以上，而塑料粒在直接材料中的占比约为50%。模具钢是制作模具的主要原材料，由于客户对公司的模具寿命要求较高，故公司使用的模具钢多为进口材料。但采购模具钢需按照模具订单需求进行采购，客户的模具订单存在非周期性，因此公司对模具钢的需求存在小批量、多批次、非周期性的特点，一般在获得订单后向国内贸易商进行采购。

表7 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

行业分类	项目	2020 年		2019 年	
		金额	占比	金额	占比
模具与注塑行业	直接材料	30,761.12	43.50%	30,092.13	57.45%
	人工费用	4,811.61	6.80%	5,114.00	9.76%
	制造费用	11,027.75	15.59%	11,037.81	21.07%
医疗行业	直接材料	20,124.46	28.46%	4,151.24	7.93%
	人工费用	1,316.64	1.86%	513.62	0.98%
	制造费用	2,681.69	3.79%	1,470.84	2.81%
合计		**70,723.26**	**100.00%**	**52,379.64**	**100.00%**

资料来源：公司 2020 年年报

塑料粒是注塑成型产品的主要原材料，公司生产所使用的ABS、PP和PC等塑料原料主要是采用进口材料，其价格受上游石油价格及市场供求影响而频繁波动，给公司带来一定的成本控制压力。2020年塑料粒价格整体呈上升趋势，给公司成本控制带来一定压力。在原材料结算政策上，公司与供应商货款的结算周期一般为30-90天左右，主要采用电汇结算。

在供应商选择方面，公司根据客户订单的要求进行区分，非指定供应商采购按照比质比价的原则采购，客户指定供应商的则按照供应商报价并结合市场价格进行协商确定。由于公司上游塑料粒、模具钢等材料供应充足，可选择的空间较大，公司主要通过贸易公司进行采购，供应商集中度较低，2020年公司前五大供应商占年度采购总额的比例为17.58%。

公司在建及拟建项目主要为医疗器械业务板块，未来产能将进一步增加，能否实现预期收益存在不确定性

截至2020年末，公司主要在建及拟建项目为本期债券募投项目和高分子医疗耗材产业园项目。截至

2021年4月12日，本期债券募投项目以自筹资金实际已投入0.59亿元。2020年12月，公司与杭州湾上虞经济技术开发区管理委员会（浙江省上虞经济开发区管理委员会）签订《项目落户框架协议》，拟投资建设高分子医疗耗材产业园项目，计划总投资10.68亿元，资金来源包括公司自有资金及自筹资金，公司已设立一级子公司浙江柏明胜医疗科技有限公司来实施该项目。

随着本期债券募投项目和拟建项目投产，公司医疗器械业务的产能将进一步提升，能够支撑未来公司医疗器械业务的增长，但受产品研发进度、客户拓展和市场需求等因素影响，新增产能能否实现预期收益存在不确定性。此外，考虑到拟建项目投资规模较大，公司面临一定资本支出的资金压力。

六、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2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围子公司无变化，2021年1-3月公司新增1家纳入合并范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，资产受限比例较低，但应收账款和存货对营运资金形成一定占用

公司资产规模保持增长，2021年3月末为13.62亿元，较2019年末增长28.87%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主。

截至2020年末，公司货币资金为1.93亿元，其中存放在境外的款项总额0.14亿元，受限制的货币资金合计0.28亿元，主要为定期存款、保函保证金和海关保证金。截至2020年末，公司交易性金融资产为1.40亿元，均为理财产品。截至2020年末，公司应收账款为2.00亿元，主要为销售模具、注塑产品及医疗器械产品等形成的应收货款，应收对象包括深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司、兄弟亚洲有限公司、上海理光数码设备有限公司等企业。公司应收账款的账龄整体较短，截至2020年末账龄在1年以内的应收账款余额占比为91.12%，前五大应收账款余额合计1.24亿元，占应收账款期末余额合计数的比例为57.01%，公司应收账款坏账计提比例为7.78%。公司存货主要为原材料、在产品、产成品和少量的委托加工物资。2020年末存货为1.46亿元，已计提存货跌价准备0.13亿元，计提比例为8.02%。

截至2020年末，公司其他权益工具投资为1.32亿元，系对深圳市合创智能及健康创业投资基金（有限合伙）等单位的股权投资。公司固定资产主要为机械设备和房屋及建筑物，2020年末固定资产为3.28亿元，同比增长18.01%，主要系柏明胜新购买的机器设备规模较大所致。截至2020年末，公司资产受限规模为0.34亿元，包括货币资金和无形资产，占总资产的比重为2.59%。

整体来看，公司资产规模保持增长，受限比例较低，但应收账款和存货对营运资金形成一定占用。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.01	14.76%	1.93	14.53%	1.40	13.22%
交易性金融资产	1.02	7.52%	1.40	10.52%	1.23	11.61%
应收账款	1.94	14.28%	2.00	15.03%	1.48	14.01%
存货	1.74	12.78%	1.46	10.99%	1.27	12.00%
流动资产合计	**7.27**	**53.39%**	**7.35**	**55.27%**	**5.62**	**53.21%**
其他权益工具投资	1.32	9.72%	1.32	9.95%	1.16	11.01%
固定资产	3.26	23.96%	3.28	24.67%	2.78	26.31%
非流动资产合计	**6.35**	**46.61%**	**5.95**	**44.73%**	**4.94**	**46.79%**
资产总计	**13.62**	**100.00%**	**13.30**	**100.00%**	**10.57**	**100.00%**

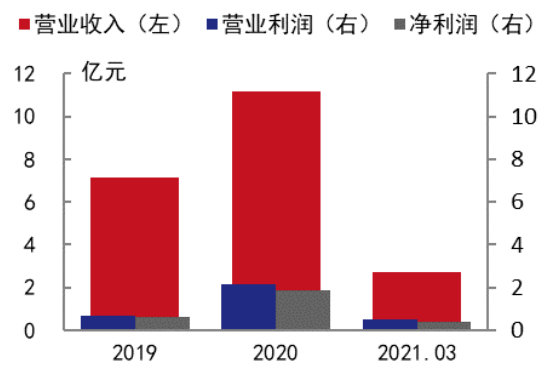
资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受益于防疫产品销售增长，2020年公司收入规模增长较快，盈利能力提升

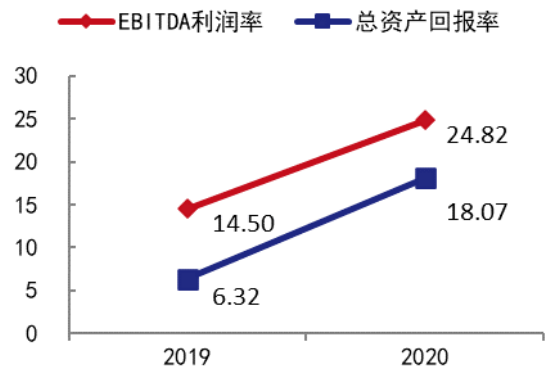
公司营业收入主要来自于精密塑料模具、OA注塑产品和医疗器械，受疫情影响，2020年公司一次性口罩、病毒采样管等防疫产品销售规模增长较快，带动公司营业收入同比增长56.29%。考虑到防疫产品销售业务不具有持续性，需关注后续疫情变化情况对公司医疗器械业务的影响。毛利率方面，医疗器械业务毛利率相对较高，随着该业务占比提升，2020年公司综合毛利率较上年增加9.18个百分点。综合影响下，2020年公司营业利润和净利润分别同比增长216.40%和205.58%，EBITDA利润率和总资产回报率均大幅上升，盈利能力提升。

图6 公司收入及利润情况



资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

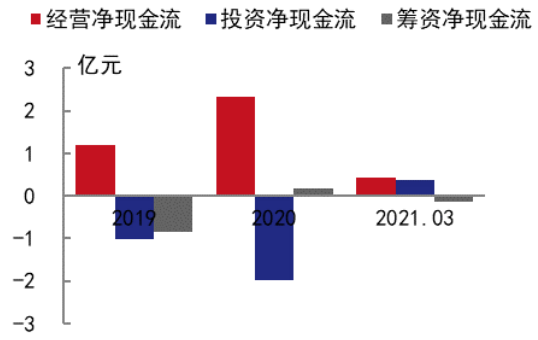
现金流

公司经营活动现金流表现较好，但面临一定的筹资压力

受益于盈利能力提升，公司业务的现金生成能力进一步增强，2020年FFO达2.43亿元，同比增长

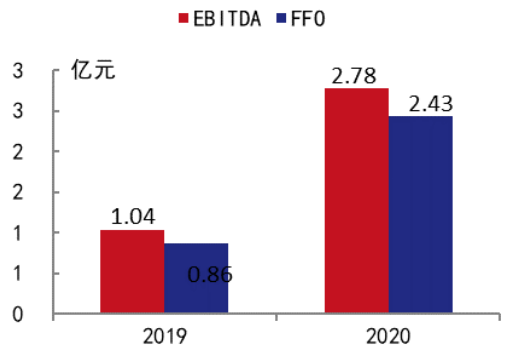
182.23%，经营活动现金净流入2.33亿元，表现较好。投资活动方面，受新增购买机器设备以及银行理财产品净支出等因素影响，2020年公司投资活动现金净流出1.98亿元。筹资活动方面，2020年公司新增0.20亿元短期借款，带动筹资活动现金净流入0.17亿元。截至2020年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目，拟建项目为高分子医疗耗材产业园项目，投资规模较大，后续仍存在一定的筹资压力。

图 8 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况



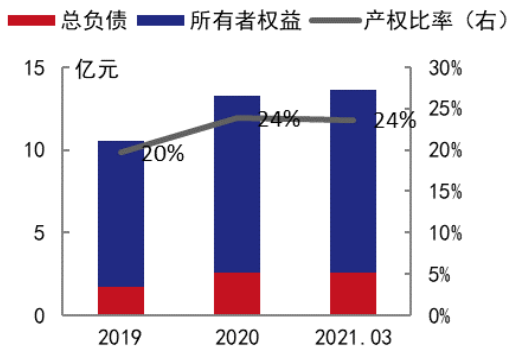
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务规模较小，整体偿债压力不大

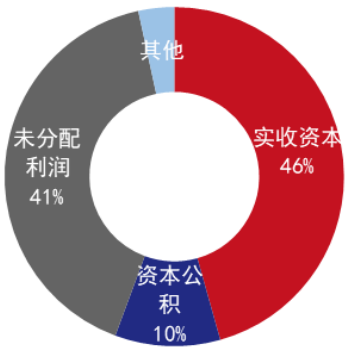
截至2021年3月末，公司总负债为2.61亿元，较2019年末增长49.63%。公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成，随着利润积累和其他权益工具投资公允价值变动的影响，公司所有者权益整体保持增长态势，2021年3月末所有者权益为11.01亿元，较2019年末增长24.78%。综合影响下，2021年3月末公司产权比率为23.68%，权益对负债的保障程度仍较好。

图 10 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年3月末，公司短期借款为0.20亿元，系子公司柏明胜向中国银行股份有限公司深圳坪山

支行的借款。公司应付账款主要为原材料采购款，2021年3月末为1.33亿元。公司于2020年开始执行新收入准则，将2020年期初的预收款项0.19亿元重分类至合同负债，2020年末合同负债增加至0.58亿元，主要系预收货款增加所致。

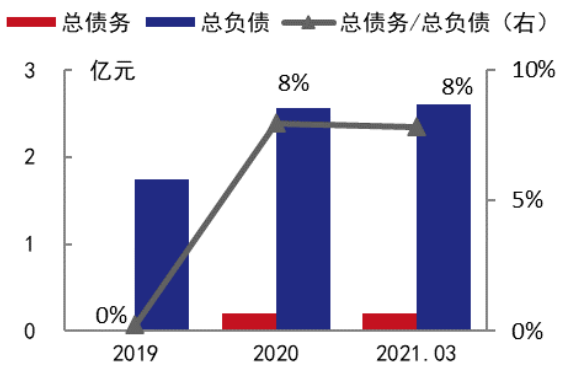
表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.20	7.67%	0.20	7.79%	0.00	0.00%
应付账款	1.33	50.96%	1.13	44.07%	1.22	70.02%
合同负债	0.52	20.01%	0.58	22.60%	0.00	0.00%
流动负债合计	**2.48**	**95.00%**	**2.43**	**94.72%**	**1.70**	**97.40%**
非流动负债合计	**0.13**	**5.00%**	**0.14**	**5.28%**	**0.05**	**2.60%**
负债合计	**2.61**	**100.00%**	**2.57**	**100.00%**	**1.74**	**100.00%**

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

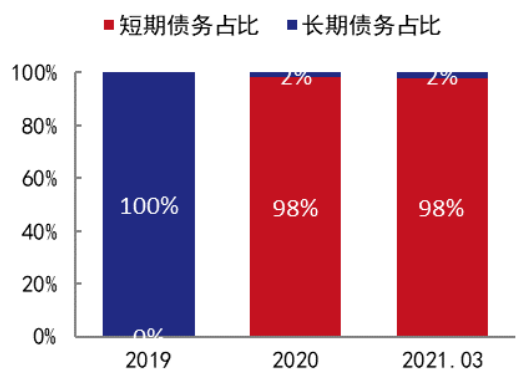
公司债务规模较小，总债务占总负债的比重较低，2021年3月末为7.83%。随着2021年4月1日发行本期债券，公司总债务规模进一步上升。此外，公司拟建项目投资规模较大，拟通过外部融资解决资金需求，未来公司的债务规模或将继续增加。从债务期限结构来看，公司仍以短期债务为主，考虑到公司债务规模较小，整体偿债压力不大。

图 12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年3月末，公司资产负债率为19.14%，较2019年末上升2.66个百分点，但资产负债率水平仍相对较低。公司有息债务规模较小，利息支出规模不大，EBITDA对债务本息的保障能力较强。受净债务规模为负数影响，2020年公司净债务/EBITDA和FFO/净债务均为负数，整体杠杆水平较低。

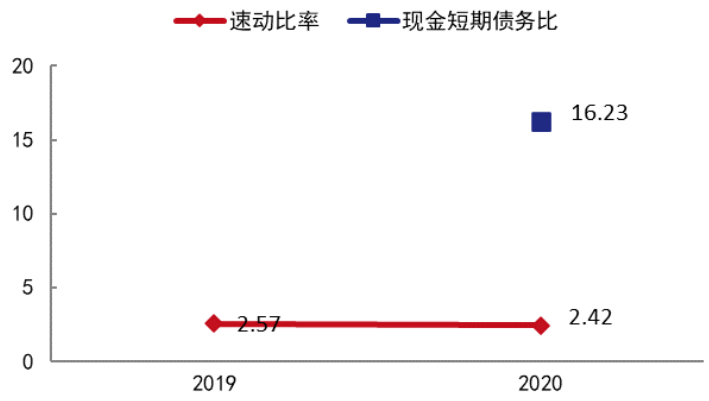
表10 公司杠杆状况指标

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	19.14%	19.30%	16.49%
净债务/EBITDA	-	-1.01	-2.27
EBITDA 利息保障倍数	-	511.37	4,614.28
总债务/总资本	1.82%	1.87%	0.05%
FFO/净债务	-	-87.10%	-36.57%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年末，公司现金短期债务比为16.23，速动比率为2.42，短期偿债能力较强。公司作为上市公司，融资渠道较多，资产受限比例较低，具有一定的融资弹性。

图 14 公司流动性比率情况



注：2019 年公司无短期债务，因此现金短期债务比无数值。
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、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，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月21日），公司本部和子公司柏明胜均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年3月末，公司对外担保金额合计0.07亿元，占同期末净资产的0.64%，均系对联营企业常州康泰模具科技有限公司的担保，设置有反担保措施，担保期限较短。

表11 截至2021年3月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
常州康泰模具科技有限公司	400.00	2021/4/13	有
常州康泰模具科技有限公司	300.00	2021/4/16	有
合计	**700.00**	-	-

资料来源：公司提供

八、结论

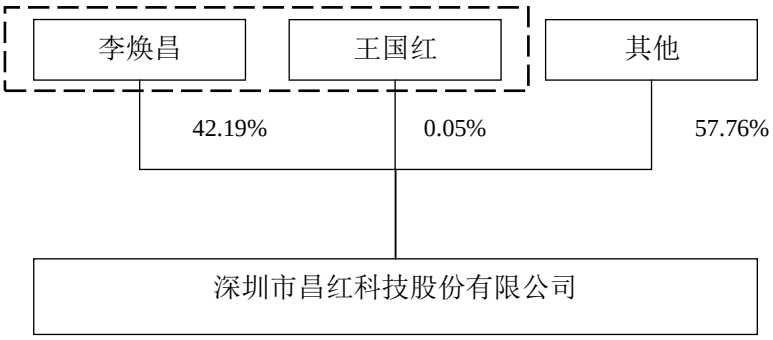
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

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：亿元）	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	2.01	1.93	1.40	2.14
交易性金融资产	1.02	1.40	1.23	0.00
应收账款	1.94	2.00	1.48	1.72
存货	1.74	1.46	1.27	1.03
流动资产合计	7.27	7.35	5.62	6.54
其他权益工具投资	1.32	1.32	1.16	0.00
固定资产	3.26	3.28	2.78	2.29
非流动资产合计	6.35	5.95	4.94	3.82
资产总计	13.62	13.30	10.57	10.37
短期借款	0.20	0.20	0.00	0.00
应付账款	1.33	1.13	1.22	0.96
合同负债	0.52	0.58	0.00	0.00
流动负债合计	2.48	2.43	1.70	1.40
非流动负债合计	0.13	0.14	0.05	0.06
负债合计	2.61	2.57	1.74	1.46
总债务	0.20	0.20	0.00	0.00
归属于母公司的所有者权益	10.69	10.43	8.68	8.75
营业收入	2.73	11.18	7.15	6.94
净利润	0.41	1.85	0.60	0.56
经营活动产生的现金流量净额	0.42	2.33	1.20	0.60
投资活动产生的现金流量净额	0.36	-1.98	-1.02	-0.36
筹资活动产生的现金流量净额	-0.14	0.17	-0.84	-0.14
财务指标	**2021 年 3 月**	**2020 年**	**2019 年**	**2018 年**
销售毛利率	32.98%	35.65%	26.47%	25.08%
EBITDA 利润率	-	24.82%	14.50%	12.78%
总资产回报率	-	18.07%	6.32%	5.97%
产权比率	23.68%	23.92%	19.74%	16.36%
资产负债率	19.14%	19.30%	16.49%	14.06%
净债务/EBITDA	-	-1.01	-2.27	-2.14
EBITDA 利息保障倍数	-	511.37	4,614.28	207,265.39
总债务/总资本	1.82%	1.87%	0.05%	0.00%
FFO/净债务	-	-87.10%	-36.57%	-42.06%
速动比率	2.23	2.42	2.57	3.94
现金短期债务比	-	16.23	-	-

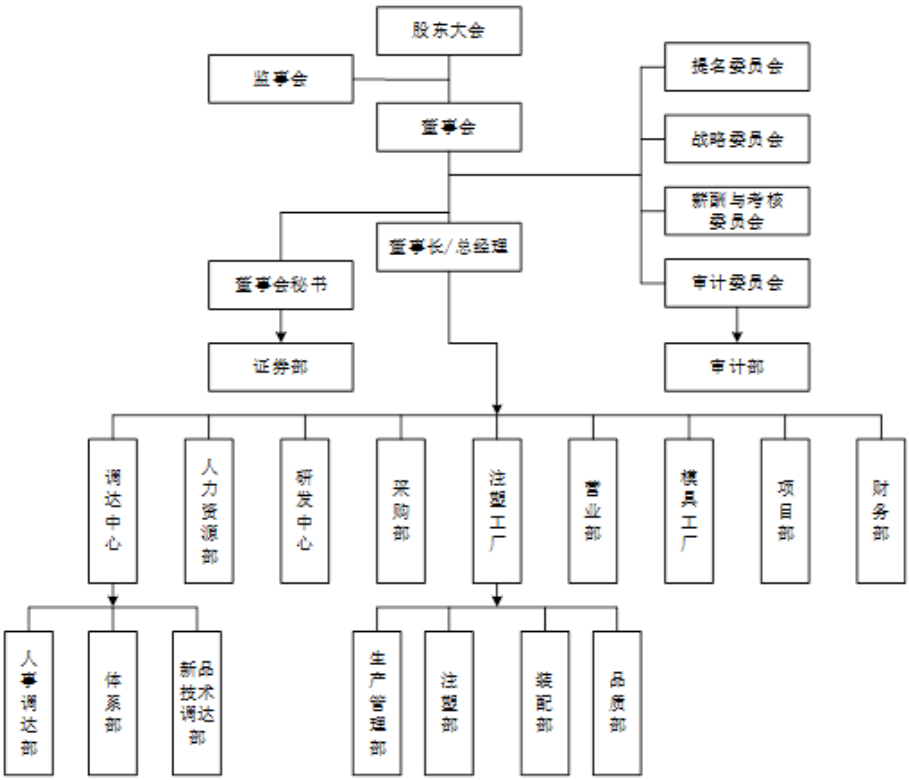
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：虚框内为一致行动人。
资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	
			直接	间接
河源市昌红精机科技有限公司	6,000.00 万元	生产	100.00%	-
力因精准医疗产品（上海）有限公司	6,000.00 万元	生产	79.75%	-
深圳市昌红股权投资基金管理有限公司	5,000.00 万元	投资	100.00%	-
青岛旭健艾维创业投资中心（有限合伙）	5,000.00 万元	投资	99.00%	-
深圳市柏明胜医疗器械有限公司	4,000.00 万元	生产	100.00%	-
芜湖昌红科技有限公司	1,500.00 万元	生产	100.00%	-
上海力因生物技术有限公司	1,000.00 万元	生产	-	79.75%
力妲康生命科学（上海）有限公司	1,000.00 万元	生产	-	60.00%
上海昌美精机有限公司	152.00 万美元	生产	75.00%	25.00%
硕昌（上海）精密塑料制品有限公司	60.00 万美元	生产	75.00%	25.00%
昌红科技（香港）有限公司	1.00 万港币	结算	100.00%	-
德盛投资有限公司	1.00 万美元	投资	100.00%	-
昌红科技菲律宾股份有限公司	20,000.00 万比索	生产	-	99.99%
昌红科技（越南）有限公司	2,534.40 亿越南盾	生产	-	100.00%
浙江柏明胜医疗科技有限公司	20,000.00 万元	生产	100.00%	-

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本） /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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。