



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) 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：





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）2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-13	2020-03-27

债券概况

债券简称：17 阳普 S1

债券剩余规模：2.10 亿元

债券到期日期：2022-04-28

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

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市高新投集团有限公司

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻熳
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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 4 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 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，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：公司真空采血系统具有一定的技术和规模优势，疫情相关产品收入爆发增长，带动公司收入、利润规模大幅增长，深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供的保证担保仍能继续有效提升本期债券信用水平；同时也关注到，公司疫情相关产品需求未来可能大幅下降，应收融资租赁款有一定回收风险，商誉存在一定减值风险，以及面临一定集中偿债压力等风险因素。

未来展望

- 公司真空采血系统具有一定的技术和规模优势，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	18.55	17.45	15.07	15.11
归母所有者权益	10.40	10.00	8.36	8.11
总债务	4.95	4.43	4.71	4.98
营业收入	2.31	9.19	5.75	5.50
净利润	0.33	1.63	0.26	-1.41
经营活动现金流净额	0.37	1.41	0.49	0.56
销售毛利率	46.50%	46.81%	43.40%	40.65%
EBITDA 利润率	-	21.45%	13.15%	6.74%
总资产回报率	-	11.67%	4.41%	-7.28%
资产负债率	43.48%	42.52%	44.37%	46.04%
净债务/EBITDA	-	1.00	3.12	7.55
EBITDA 利息保障倍数	-	7.99	2.57	1.43
总债务/总资本	32.08%	30.62%	35.97%	37.92%
FFO/净债务	-	62.91%	6.39%	-12.13%
速动比率	1.46	1.53	1.08	2.04
现金短期债务比	1.07	1.14	0.56	1.34

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告

优势

- **公司真空采血系统有一定的技术优势和规模优势。**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。
- **公司疫情相关产品收入爆发增长。**2020 年受益于疫情，公司疫情相关产品微生物转运系统、口罩业务收入爆发增长，毛利率水平较高，带动公司收入、利润规模大幅增长。
- **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。**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 2020 年底，邓冠华持有公司股份已全部被质押，可能面临实际控制人变更的风险。
- **疫情相关产品需求未来可能大幅下降。**2021 年一季度，公司口罩销售收入规模较小、同比大幅下降。随着疫情影响下降、国内外疫苗接种率上升，疫情相关产品需求未来可能大幅下降。
- **公司应收融资租赁款存在一定信用减值风险。**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小规模的民营企业为主，应收融资租赁款仍存在一定信用减值风险。
- **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”）形成，若未来广州惠侨经营状况未达预期，商誉仍存在一定减值风险。
- **公司面临一定的集中偿债压力。**公司总债务主要系短期借款、本期债券，本期债券将于 2022 年到期，公司面临一定的集中偿债压力。

同业比较（单位：亿元）

指标	阳普医疗	拱东医疗	鑫乐医疗
总资产	17.45	13.76	1.90
营业收入	9.19	8.30	1.76
其中：真空采血系统收入	2.96	1.81	-
净利润	1.63	2.26	0.12
销售毛利率	46.81%	49.52%	32.65%
其中：真空采血系统毛利率	36.39%	47.31%	-
资产负债率	42.52%	12.19%	64.12%

注：以上各指标均为 2020 年数据。
资料来源：WIND，中证鹏元整理

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2020年年度报告显示，截至2020年底，本期债券募集资金余额5.32万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2021年3月底，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，直接持股比例仍为23.43%，不再通过长安睿享2号分级资产管理计划持股；需关注，截至2021年3月底，邓冠华持有公司股份仍全部被质押。2020年6月，公司非独立董事共6人，变更4人；独立董事3人，变更1人；监事3人，变更2人。此次董事会、监事会成员变更为正常换届选举，未对公司经营、财务及信用状况构成重大不利影响。公司主营业务为真空采血系统、试剂销售等，2020年公司疫情相关产品微生物转运系统、口罩等疫情相关产品收入爆发增长，成为公司主要收入来源之一。2020年公司合并范围无变更。

四、运营环境

我国人口老龄化趋势日益明显、居民生活压力不断上升、健康意识不断增强，国家政策鼓励使用国产医疗设备，为我国医疗器械行业创造了良好的外部环境

我国医疗器械行业增长迅速，增长空间较大。近年来我国医疗器械市场规模增速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。但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%，我国医疗器械市场仍有较大增长空间。

受人口老龄化趋势加剧、居民生活压力不断上升、健康意识的增强等因素影响，医疗需求作为刚性需求将逐步上升，医疗器械市场仍将持续受益。我国老龄化趋势日益明显，2020年末我国65岁及以上人口占总人口的比重继续提高；老年人由于生理结构退变，生理机能普遍降低，患病率较高，对医疗服务的需求也较大。2013-2020年，我国居民年人均消费支出从13,220.40元增长至21,210.00元，居民的消费能力不断增强，2020年人均医疗保健消费支出1,843.00元，同比有所下降，主要系新冠疫情影响门诊诊

疗人次下降所致，随着新冠疫情影响逐渐减弱，预计人均医疗保健消费支出仍将保持持续增长态势。

图1 我国人口老龄化趋势明显

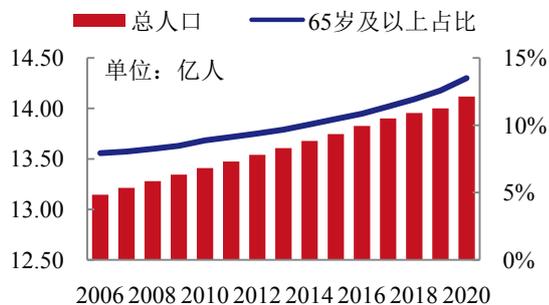


图2 我国人均消费支出、医疗保健支出呈增长趋势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。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。2014年起卫计委开始优秀国产医疗设备的遴选工作，至今已开展了六批，国产优秀医疗设备数量日益丰富涉及范围越来越广，有效促进优秀国产医疗器械产品快速放量。2018年4月，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》，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，国家药监局发布《关于发布创新医疗器械特别审查程序的公告》，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。2020年2月，科技部以通知的形式发布了《新型冠状病毒(2019-nCoV)现场快速检测产品研发应急项目申报指南》（以下简称《申报指南》），新冠检测产品审批速度大大加快。

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；国内分级诊疗制度建设将加速落地，国产医疗器械拥有成本优势，进口替代空间大

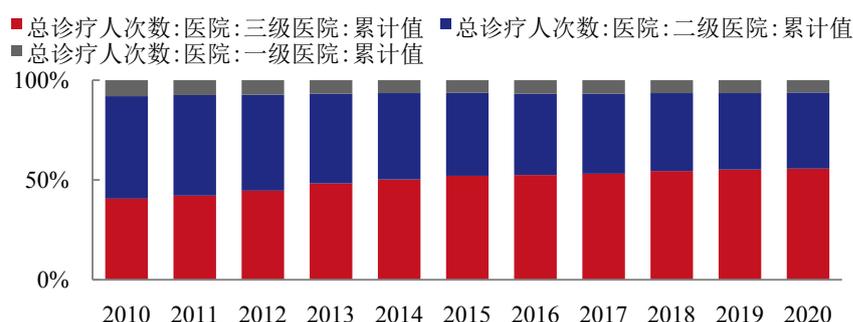
2019年12月8日，官方通报首例新冠疫情患者，新冠疫情传播速度和规模远超SARS病毒感染。短期内疫情防控相关产品需求暴增，包括口罩、消毒液、防护服、红外测温仪等防护类医疗器械；核酸检测和免疫检测及其配套分析仪器等检测类医疗器械；生命支持设备、影像设备等治疗康复类医疗器械。疫情防控相关产品的生产企业业绩得到提振。

受疫情影响，国家有望加大基础医疗卫生资源投入。早期新冠病毒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，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。

国内分级诊疗制度建设将加速落地，国产医疗器械拥进口替代空间大。目前我国三级医院仍然承担了主要的诊疗量，且诊疗人次占比不断上升。2020年是分级诊疗规定服务能力全面提升的目标年，新冠

疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设。对于基层市场而言，医疗设备配备水平较低，需求量大，市场空白需求和产品更新换代需求同在，而我国大部分基层医疗机构预算有限，采购的设备多为中低端设备，为国产医疗器械带来较大销售良机。疫情期间国家明确提出要加大卫生健康领域科技投入，有助于国内医疗设备领先企业加速核心技术的攻关突破，同时在医保基金不足、医保控费措施不断出台的背景下，国产医疗器械拥有成本优势，医疗器械进口替代空间大。

图3 三级医院仍然承担了主要的诊疗量，且诊疗人次占比不断上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

医疗器械“两票制”将逐步落地，医疗器械生产厂家将面临经销商管理和营销网络优化调整压力

2016年12月，国务院医改办等八个部门联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。虽然医疗器械型号规格庞杂、种类繁多，甚至还有很多定制品，价格体系难以平衡，配送成本高昂，因而医疗器械“两票制”的挑战非常大，但是医疗器械“两票制”全面铺开只是时间问题。截至目前，河北、宁夏、陕西、福建等部分省、市已实施耗材“两票制”，医疗器械中小经销商未来将面临直接出局的境地，生产厂家将面临经销商管理和营销网络优化调整压力。

国内真空采血管需求量仍存在一定的增长空间，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

国内真空采血管需求量仍存在一定的增长空间，并且海外竞争机会较多。随着我国居民生活水平的不断提高，全民医保政策的推行，国内市场真空采血系统消费需求呈增长态势。目前我国人均采血管使用量仍低于发达国家水平，未来国内真空采血管市场仍存在一定增长空间。国际方面，近年全球真空采血管需求量持续增长，国内产品具有一定价格优势，为国内主要生产企业提供了较多的海外竞争机会。

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。目前国内真空采血管行业企业数量多，企业规模小、产值低。进入资本市场的真空采血管生产企业主要有阳普医疗、拱东医疗、鑫乐医疗、威高股份、瑞奇科技（2014年新三板挂牌、2019年终止挂牌）、耀华医疗（2015年新三板挂牌、2019年终止挂牌）。国内真空采血管生产企业总产值远低于美国BD、奥地利GREINER等

龙头企业。国内采血管行业起步晚，高附加值产品缺乏，低端产品产能相对过剩，竞争激烈。部分企业以低价外销换取出口退税补贴内销，价格竞争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。

五、经营与竞争

公司主营业务为真空采血系统、试剂的生产销售。2020年公司微生物转运系统、口罩等疫情相关产品收入爆发增长，实现营业收入9.19亿元，同比增长59.85%。非疫情相关业务收入同比出现不同程度下滑，真空采血系统、试剂销售、仪器销售、软件产品及服务收入、融资租赁收入分别同比下降18.35%、27.64%、15.22%、43.73%、5.22%。微生物转运系统、口罩等业务毛利率相对较高、收入占比较高，2020年公司销售毛利率同比略有提高。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
微生物转运系统	8,414.43	57.98%	31,243.60	56.88%	364.73	57.33%
真空采血系统	8,334.05	34.70%	29,566.83	36.39%	36,212.70	39.57%
口罩	410.51	43.32%	11,758.30	47.36%	-	-
试剂销售	2,177.86	40.61%	6,556.99	43.80%	9,061.05	40.87%
仪器销售	376.12	31.30%	3,086.83	36.23%	3,640.97	44.85%
软件产品及服务收入	1,851.93	54.23%	2,261.32	49.65%	4,018.55	54.44%
融资租赁收入	333.67	100.00%	2,055.73	99.99%	2,168.97	97.76%
代理产品及其他	1,158.59	37.43%	5,392.96	32.60%	2,039.17	37.94%
合计	23,057.16	46.50%	91,922.55	46.81%	57,506.13	43.40%

注：1、微生物转运系统收入以样本保存液产品（鼻咽拭子保存）收入为主；
 2、口罩业务系民用空气高过滤性口罩、一次性民用口罩、一次性医用口罩业务；
 3、仪器销售以医院智能采血管理系统销售为主；4、代理产品及其他，指除了试剂及仪器之外的代理。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司真空采血系统有一定的技术优势和规模优势，2020年受疫情影响，真空采血系统销量下滑；疫情相关产品微生物转运系统、口罩等业务销量爆发增长，拉动公司营业收入、净利润同比大幅增长

公司为国内真空采血系统行业的龙头企业，是国内真空采血系统唯一通过美国FDA注册的企业，真空采血系统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。2020年公司新增样本保存液及拭子相关研发项目、口罩、一体化分子诊断工作站及呼吸道病毒检测试剂盒、新一代生物安全脱盖机等研发工作，研发支出金额同比增长33.46%。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。2020年受疫情影响，公司微生物转运系统、口罩业务爆发增长，拉动公司营业收入、净利润同比大幅增长。

表2 公司研发人员及研发支出情况

项目	2020年	2019年
研发人员数量（人）	230.00	191.00
研发支出（万元）	5,063.41	3,793.98
研发支出/营业收入	5.51%	6.60%

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

销售模式方面，海外均为经销模式，国内为直销加经销模式。2020年，真空采血系统国内直销占比 29.35%；微生物转运系统国内直销占比较低、以转出口贸易商经销为主；口罩业务国内直销占比 39.92%。结算账期方面，2020年公司给予医院、检测机构以及大的经销客户的信用账期仍在2-3个月左右，部分医院客户结算周期仍较长；其余采用先款后货、现款现货的结算方式。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。为规避结算信用风险，公司出口业务全部购买了出口信用保险公司的出口信用保险服务¹。需关注，公司海外销售规模较大，面临一定外汇波动风险。

表3 公司主要产品销售模式及账期情况

产品	销售模式	区域	主要客户	信用账期
真空采血系统	直销	广东省	公立医院	3个月
	经销	国内、海外	海外经销商	大客户3个月以内；其余先款后货
微生物转运系统	直销	国内	达安临床检验	2个月
	经销	国内	转出口贸易商	3个月
		海外	海外经销商	先款后货
口罩	直销	湖南省	政府指定口罩采购单位	先款后货
	经销	国内、海外	经销商	先款后货

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年疫情影响、国内外非发热门诊的就诊人数均下滑，公司真空采血系统销量同比下降25.00%；销售均价方面，2020年真空采血系统国内外销售价格同比变动不大。由于销量下滑、固定成本支出呈相对刚性，2020年公司真空采血系统实现收入2.96亿元，同比下降18.35%，毛利率为36.39%，同比下降3.18个百分点。2021年一季度，随着疫情冲击减弱，公司真空采血系统业务有所回升。

公司微生物转运系统主要用于出口，2020年下半年开始爆发增长，2021年一季度销售情况仍尚可。需关注，随着疫情影响下降、国内外疫苗接种率上升，公司微生物转运系统需求未来可能面临较大的降幅。公司口罩业务主要系2020年上半年爆发增长，2020年下半年随着国内口罩产能大幅提升，公司口罩收入大幅下降；2021年一季度公司口罩收入规模较小，预计未来规模仍将继续萎缩。

客户集中度方面，2020年公司前五大客户销售额占营业收入比重为26.79%，同比提高10.94个百分点

¹出口保险按照不同的情形，赔付比例在80%-90%左右。

点，主要系新增微生物转运系统转出口贸易商所致。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，需关注海外市场目前仍主要集中在俄罗斯、哥伦比亚、沙特、马来西亚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4 公司主要产品销量及产销率情况

项目		2020年	2019年	同比
真空采血系统	销量（万支）	59,858.50	79,809.44	-25.00%
	产销率	98.95%	100.41%	-
微生物转运系统	销量（万支）	11,556.57	339.84	3,300.59%
	产销率	95.76%	94.02%	-
口罩	销量（万支）	7,532.45	-	-
	产销率	89.47%	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司真空采血系统产能利用率水平尚可，微生物转运系统、口罩产能大幅增长、产能利用率偏低

公司真空采血系统、微生物转运系统由广州本部负责生产，口罩由阳普医疗（湖南）有限公司负责生产。生产仍主要采用根据订单进行生产并进行适量备货的方式。2020年，公司真空采血系统产能无重大变动，受销量下滑影响，产能利用率同比下降，水平仍尚可。微生物转运系统系公司原有业务，公司进行保存液配制，部分灌装包装委托供应商进行生产，2020年产能大幅提升。2020年公司新投一次性口罩生产线并取得医用口罩生产资质，在原有民用空气高过滤性口罩生产线上进行改造生产，口罩产能大幅增长。微生物转运系统、口罩整体产能利用率偏低。

表5 公司主要产品产能利用率及产销率情况

项目		2020年	2019年
真空采血系统	产能（万支）	72,000.00	72,000.00
	产量（万支）	60,493.37	79,486.61
	产能利用率	84.02%	110.40%
微生物转运系统	产能（万支）	39,000.00	550.00
	产量（万支）	12,067.90	361.46
	产能利用率	30.94%	65.72%
口罩	产能（万支）	15,000.00	500
	产量（万支）	8,418.90	-
	产能利用率	56.13%	-

注：2019年口罩产能全部系民用空气高过滤性口罩；2020年口罩产能涵盖民用空气高过滤性口罩、一次性民用口罩、一次性医用口罩

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年底公司产能扩建项目预计总投资1.41亿元，已投0.41亿元，尚需投资1亿元。产能扩建为公司业务可持续发展拓展了一定空间，但需关注未来产能利用情况。

表6 截至 2020 年底公司主要在建厂房项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	建设内容
广州总部二期厂房	8,500.00	721.12	液体活检管等新注册产品生产
郴州阳普厂房工程	2,469.77	1,682.75	IVD 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	1,364.36	真空采血系统产品生产
南雄阳普厂房工程	940.00	378.36	甲类车间、甲类仓库厂房建设，普罗雌烯、血清分离胶安全生产
合计	14,109.77	4,146.59	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。微生物转运系统原材料主要为冷冻管、棉签拭子以及1640培养基。口罩主要原材料为无纺布片、熔喷布、包装袋等。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。2020年公司真空采血系统主要原材料PET颗粒价格同比回落，PET管价格同比略有增长；微生物转运系统主要原材料价格2020年同比有所增长。

表7 公司真空采血系统主要原材料自产占比情况

项目	2020 年	2019 年
PET 管	65.84%	54.23%
分离胶	53.32%	61.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年仪器销售、软件产品及服务、融资租赁、代理产品及其他等业务收入仍为公司营业收入及利润的有益补充

依托真空采血系统的直销营销渠道，公司开展试剂、仪器销售业务，销售区域以广东省为主。公司试剂销售涵盖代理试剂销售、自产试剂销售，受公司逐步退出部分不可持续的代理业务影响，2020年公司试剂销售收入继续下降、毛利率继续提升。公司仪器销售以自产仪器销售收入为主，自产仪器主要系智能采血管理系统、脱盖机等，2020年受疫情影响，仪器销售收入、毛利率同比下滑。

表8 公司试剂销售、仪器销售构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		
	金额	毛利率	金额	毛利率	
试剂销售	代理试剂	3,428.85	35.60%	5,623.86	36.03%
	自产试剂	3,128.14	52.78%	3,437.19	48.79%
	合计	6,556.99	43.80%	9,061.05	40.87%
仪器销售	自产仪器	2,216.16	38.73%	2,727.95	50.73%
	代理仪器	870.66	29.89%	913.02	27.29%
	合计	3,086.83	36.23%	3,640.97	44.85%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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1.90亿元购买广州惠侨100%的权

益，形成商誉1.43亿元。受疫情影响，以及收入确认模式变更（按进度确认收入变更为按交付确认收入）影响，2020年公司软件产品及服务收入、毛利率同比下降。2020年底广州惠侨商誉账面价值仍为0.54亿元，同比无变动。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。

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负责，资金主要来源于实收资本金、银行借款等；客户主要是广州、深圳等地的医疗相关企业。为控制融资租赁业务风险，公司主动收缩融资租赁业务，融资租赁业务收入、应收融资租赁款持续下降；2020年融资租赁收入同比下降5.22%，2020年底应收融资租赁账面价值1.20亿元，同比下降28.89%。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规模较小的民营企业为主，仍存在一定回收风险。

2020年公司实现代理产品及其他收入0.54亿元，同比增长164.47%，主要系公司代加工生产口罩、新增口罩加工费收入，同时防护服、额温枪等疫情相关产品代理增加所致。受产品结构变动影响，代理产品及其他2020年毛利率为32.60%，同比下降5.34个百分点。

公司2016年以PPP模式和宜章县人民政府共建宜章县中医院，合作经营期限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），2020年该项目新增投资额35.57万元；2020年底公司已投资2,782.48万元，尚需投资1.72亿元。

整体来看，仪器销售、软件产品及服务、融资租赁、代理产品及其他等业务收入仍为公司营业收入及利润的有益补充。

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2021年3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产整体流动性一般，应收账款对营运资金形成一定占用，存货面临一定跌价风险，应收融资租赁款及商誉存在一定减值风险

受益于疫情相关产品业务规模扩大以及投资的企业科创板上市，2020年底公司总资产同比增长15.79%，资产增长主要集中在应收账款、存货以及长期股权投资，流动资产占比同比提高2.69个百分点。

2020年底受限货币资金系共管户资金、保证金，货币资金受限比例2.09%。交易性金融资产系结构

性存款本金及利息，2020年底本金已全部用于贷款质押。应收账款主要系应收公立医院、第三方检测机构以及海外经销商的货款；2020年底公司应收账款同比增长36.90%，主要系新增应收转出口贸易商账款1.22亿元所致。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；公司整体账龄仍较短，转出口贸易商应收规模较大，其余应收对象规模较小、较为分散。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。存货以库存商品、原材料为主，随着业务规模扩张，2020年底公司存货同比增长85.64%，需关注存货跌价风险。

一年内到期的非流动资产、长期应收款均系应收融资租赁款。随着融资租赁业务收缩，2020年底公司应收融资租赁款规模继续下降，仍存在一定的信用减值风险。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²（以下简称“深圳阳和”）等公司的投资，全部按权益法核算；2020年底公司长期股权投资同比增长60.82%，主要系深圳阳和投资的伟思医疗科创板上市所致。固定资产主要系生产设备、厂房、办公楼等，2020年底0.73亿元的固定资产已用于抵押借款。无形资产主要系土地使用权以及内部研发形成的专利权。商誉全部系合并广州惠侨形成，未来仍面临一定减值风险。

整体来看，公司资产流动性一般，应收账款对营运资金形成一定占用，存货面临一定跌价风险，应收融资租赁款存在一定信用减值风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

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	24,636.15	13.28%	21,755.55	12.47%	19,714.23	13.08%
交易性金融资产	5,938.40	3.20%	5,406.66	3.10%	5,300.00	3.52%
应收账款	29,146.99	15.71%	30,693.12	17.59%	22,420.12	14.88%
存货	16,869.87	9.09%	15,093.89	8.65%	8,130.60	5.40%
一年内到期的非流动资产	7,762.76	4.18%	9,044.31	5.18%	11,569.64	7.68%
流动资产合计	90,390.46	48.73%	86,004.66	49.29%	70,218.58	46.60%
长期应收款	2,851.84	1.54%	3,045.97	1.75%	5,431.51	3.60%
长期股权投资	23,621.91	12.73%	23,475.83	13.46%	14,597.89	9.69%
固定资产	27,534.78	14.84%	27,816.38	15.94%	26,419.53	17.53%
无形资产	13,027.95	7.02%	13,362.43	7.66%	13,942.55	9.25%
商誉	5,362.38	2.89%	5,362.38	3.07%	5,362.38	3.56%
非流动资产合计	95,105.93	51.27%	88,470.98	50.71%	80,461.09	53.40%
资产总计	185,496.39	100.00%	174,475.64	100.00%	150,679.67	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

²深圳阳和和主营业务系投资，公司对深圳阳和持股比例为 39.70%。

盈利能力

2020年公司微生物转运系统、口罩等疫情相关业务爆发增长，联营企业投资的企业科创板上市，公司整体盈利状况同比大幅提升

2020年公司微生物转运系统、口罩等疫情相关业务爆发增长，真空采血系统等业务出现不同程度下滑，营业收入同比大幅增长，销售毛利率同比略有提高。2020年公司联营企业深圳阳和投资的伟思医疗科创板上市，投资收益同比大幅增长，确认投资收益0.82亿元。受益于微生物转运系统、口罩业务爆发增长及伟思医疗上市，2020公司营业利润、净利润同比大幅增长，EBITDA利润率、总资产回报率亦大幅提升。2021年一季度，公司微生物转运系统销售情况仍尚可，口罩销售大幅下降，真空采血系统业务有所回升。需关注，随着疫情影响下降、国内外疫苗接种率上升，疫情相关产品需求未来可能大幅下降。

图4 公司收入及利润情况（单位：亿元）

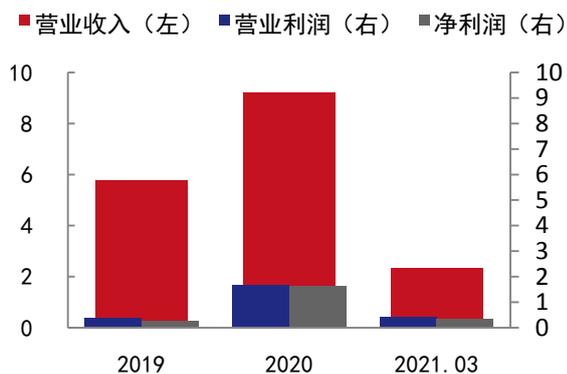
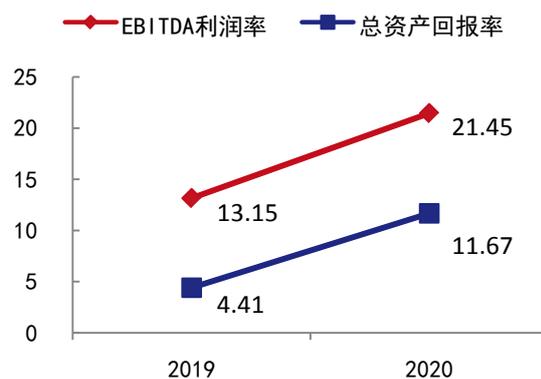


图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



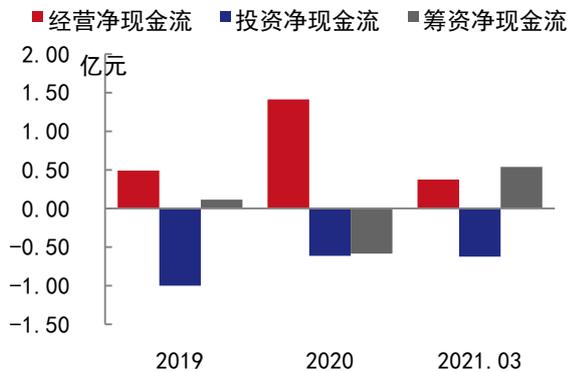
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

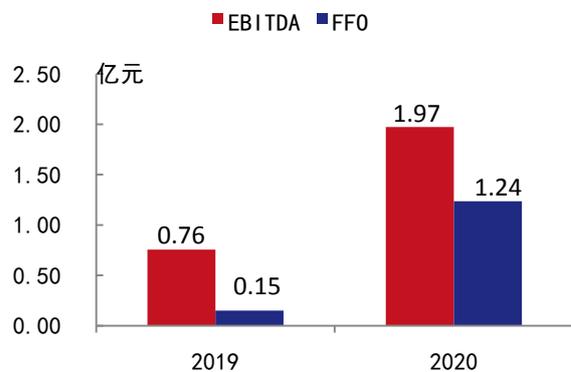
现金流

公司主营业务现金生成能力大幅提升，在建项目投资规模较大，仍面临一定资金压力

2020年受益于微生物转运系统、口罩等疫情相关业务爆发增长，公司主营业务现金生成能力大幅提升，EBITDA、FFO及经营净现金流同比大幅增加。2020年公司投资活动主要为购买、收回结构性存款，以及产能扩张，投资活动现金净流出规模同比有所下降。筹资活动方面，2020年投资者回售0.90亿元本期债券，公司筹资活动现金呈净流出。截至2020年底，公司主要产能扩建项目后续尚需投资1亿元，医院PPP项目尚需投资1.72亿元，仍面临一定的资金压力。

图6 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 年一季度报告，中证鹏元整理

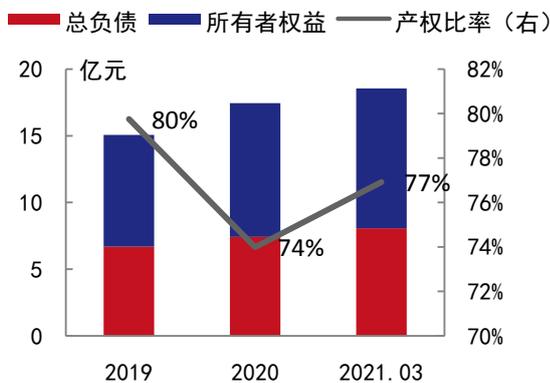
图7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

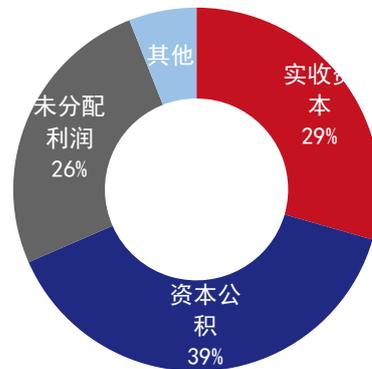
资本结构与偿债能力

公司总债务主要系短期借款、应付债券，本期债券将于2022年到期，面临一定集中偿债压力

受益于未分配利润大幅增长，2020年底公司所有者权益同比增长19.63%，同期公司负债总额同比增长10.98%，产权比率同比下降5.77个百分点，所有者权益对负债保障程度有所提高。

图8 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 年一季度报告，中证鹏元整理

图9 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 年一季度报告，中证鹏元整理

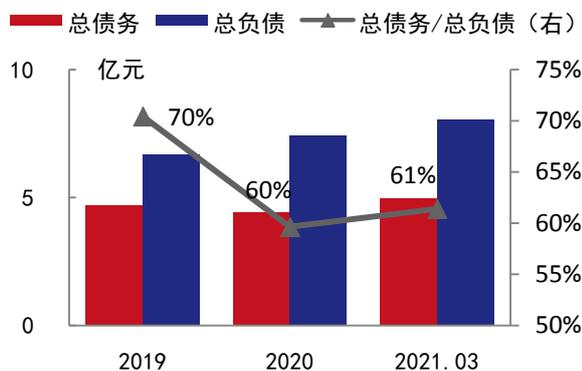
从负债结构来看，2020年底应付本期债券回售结束、从一年内到期的非流动负债转出，流动负债占比同比下降23.23个百分点。公司短期借款主要系信用借款，2020年底规模同比增长52.87%，主要系公司借入流贷偿付本期债券所致。应付账款主要系应付购货款、工程款尾款，合同负债系预收货款。随着业务规模增长，2020年底公司应付账款、预收货款同比均有所增长。公司长期借款全部系抵押借款，2020年底全部转入一年内到期。应付债券系应付本期债券；递延收益系政府补助。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

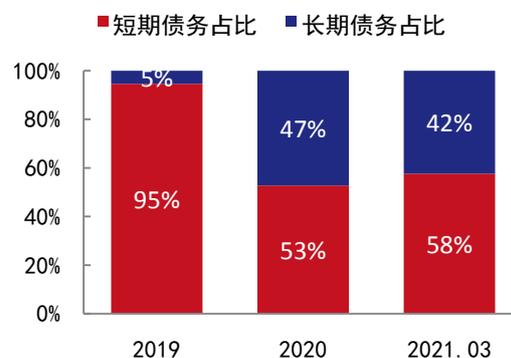
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	25,988.52	32.22%	20,787.52	28.02%	13,598.25	20.34%
应付账款	8,686.66	10.77%	10,307.05	13.89%	6,968.97	10.42%
预收款项	-	-	-	-	1,138.28	1.70%
合同负债	5,378.87	6.67%	5,266.01	7.10%	-	-
一年内到期的非流动负债	2,550.00	3.16%	2,550.00	3.44%	30,941.78	46.28%
流动负债合计	50,332.28	62.41%	46,463.19	62.62%	57,397.50	85.86%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2,550.00	3.81%
应付债券	20,979.08	26.01%	20,912.71	28.19%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	6,420.55	7.96%	6,468.99	8.72%	6,580.89	9.84%
非流动负债合计	30,315.94	37.59%	27,731.08	37.38%	9,456.29	14.14%
负债合计	80,648.22	100.00%	74,194.28	100.00%	66,853.80	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

公司总债务主要系短期借款、本期债券，2020年底公司短期借款同比增长，应付本期债券同比下降，总债务规模有所下降，短期债务占比仍偏高，长短期债务结构仍欠佳。需关注本期债券将于2022年到期，公司面临一定的集中偿债压力。

图10 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 年一季度报告，中证鹏元整理

图11 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 年一季度报告，中证鹏元整理

2020年底公司财务杠杆水平同比略有下降。2020年受益于微生物转运系统、口罩等疫情相关业务爆发增长，公司主营业务盈利能力、现金生成能力同比大幅提升，整体偿债能力同比大幅提升。

表11 公司杠杆状况指标

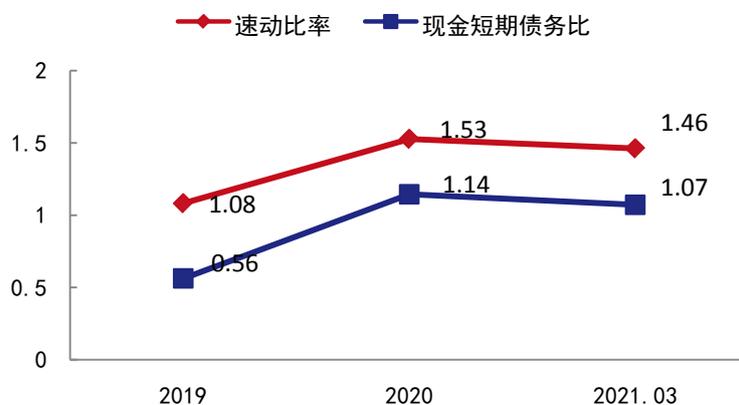
指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	43.48%	42.52%	44.37%
净债务/EBITDA	-	1.00	3.12

EBITDA 利息保障倍数	-	7.99	2.57
总债务/总资本	32.08%	30.62%	35.97%
FFO/净债务	-	62.91%	6.39%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

2020年底公司速动比率、现金短期债务比有所回升、表现尚可，短期偿债能力有所提升。公司实际控制人持有公司股份已全部质押，公司自身可抵质押资产主要系尚未抵押的固定资产、持有的深圳同和等联营企业股权等，整体融资弹性一般。

图12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，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12日），公司本部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；公司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。

八、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。深圳高新投于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2020年末，深圳高新投注册资本和实收资本均为138.52亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持有公司31.17%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如表12所示

表12 截至 2020 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
深圳市投资控股有限公司	431,037.81	31.17%
深圳市平稳发展投资有限公司	354,045.38	25.56%
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	206,234.99	14.89%
深圳市财政金融服务中心	154,040.18	11.12%
深圳市资本运营集团有限公司	113,841.55	8.22%
恒大集团有限公司	98,070.62	7.08%
深圳市海能达投资有限公司	24,517.65	1.77%
深圳市中小企业服务署	3,422.31	0.25%
合计	1,385,210.50	100.00%

资料来源：深圳高新投 2020 年审计报告，中证鹏元整理

经过多年发展，深圳高新投形成了以融资担保和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、非融资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。近年来，深圳高新投非融资担保业务、资金管理业务收入规模均保持较高增速，融资担保业务和金融产品担保收入规模略有波动。

表13 2018-2020 年深圳高新投营业总收入构成情况（单位：万元）

项 目	2020 年	2019 年	2018 年
一、非融资担保业务收入	60,028.38	56,276.51	40,038.56
其中：工程担保费收入	60,028.38	56,276.51	40,038.56
二、融资担保业务收入	12,665.70	14,498.79	11,686.40
其中：融资担保费收入	12,665.70	14,182.60	11,388.28
财政委托资金收入	-	316.19	298.11
三、金融产品担保收入	43,632.30	49,863.64	30,660.36
四、资金管理业务收入	153,848.22	119,685.53	82,494.33
其中：自营委贷利息收入	110,224.50	76,468.41	46,593.13
理财产品收入	26,054.67	7,057.11	4,103.12
小额贷款利息收入	13,187.14	24,336.90	18,382.91

典当业务收入	769.79	10,506.31	12,841.72
保理业务收入	1,176.47	-	-
基金管理收入	2,435.66	1,316.80	573.46
五、咨询服务收入	6,120.35	37,202.26	35,087.27
主营业务收入	276,294.94	277,526.73	199,966.92

资料来源：深圳高新投 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

深圳市经济发达，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。同时中证鹏元也关注到随着深圳高新投委托贷款业务规模增长，委托贷款逾期规模也大幅提升，截至2020年末，委托贷款规模已达到174.04亿元，另有发放贷款及垫款12.94亿元及债权投资17.08亿元，需要持续关注其可能发生的资产损失。另外，受疫情影响，宏观经济增速明显下滑，银行资产质量承压，不良率或将提升、债券违约事件较多，担保机构面临较大代偿压力。深圳高新投在保债券规模大幅增加，所担保债券发行主体中有个别主体信用级别被调低，另外深圳高新投的金融产品担保增速很快，在国内经济增速放缓的大背景下，市场信用风险仍较大，面临较大代偿压力。

表14 2018-2020 年深圳高新投主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	3,360,721.53	3,193,578.17	2,052,718.02
所有者权益合计	2,210,603.82	2,155,836.69	1,178,738.97
营业总收入	278,186.05	278,716.28	208,520.14
担保业务收入	116,326.37	120,638.94	82,385.32
资金管理业务收入	153,848.22	119,685.53	82,494.33
净资产收益率	-	11.14%	12.40%
融资担保余额	504,608.05	532,925.17	402,848.32
商业担保余额	5,024,928.57	4,150,840.39	3,767,425.09
金融产品担保余额	8,312,250.62	14,408,589.98	6,758,482.00
当期担保发生额	-	16,610,742	7,047,073
拨备覆盖率	-	198.69%	219.98%
融资担保放大倍数	-	6.93	6.07

注：2018-2019 年净资产收益率由深圳高新投提供，2020 年净资产收益率深圳高新投尚未提供

资料来源：深圳高新投 2019-2020 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，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能继续有效提升本期债券的信用水平。

九、结论

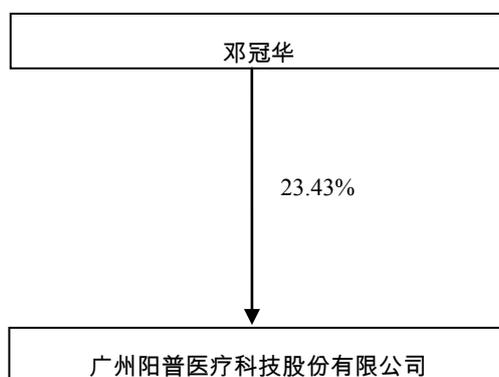
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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	2.46	2.18	1.97	2.34
应收账款	2.91	3.07	2.24	2.12
流动资产合计	9.04	8.60	7.02	7.16
长期股权投资	2.36	2.35	1.46	1.42
固定资产	2.75	2.78	2.64	2.73
1.固定资产	2.75	2.78	2.64	2.73
非流动资产合计	9.51	8.85	8.05	7.95
资产总计	18.55	17.45	15.07	15.11
短期借款	2.60	2.08	1.36	0.98
应付账款	0.87	1.03	0.70	0.75
一年内到期的非流动负债	0.26	0.26	3.09	0.77
流动负债合计	5.03	4.65	5.74	3.12
长期借款	0.00	0.00	0.26	0.27
应付债券	2.10	2.09	0.00	2.97
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.03	2.77	0.95	3.83
负债合计	8.06	7.42	6.69	6.96
总债务	4.95	4.43	4.71	4.98
归属于母公司的所有者权益	10.40	10.00	8.36	8.11
营业收入	2.31	9.19	5.75	5.50
净利润	0.33	1.63	0.26	-1.41
经营活动产生的现金流量净额	0.37	1.41	0.49	0.56
投资活动产生的现金流量净额	-0.62	-0.61	-1.00	-0.37
筹资活动产生的现金流量净额	0.54	-0.58	0.11	-0.53
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	46.50%	46.81%	43.40%	40.65%
EBITDA 利润率	-	21.45%	13.15%	6.74%
总资产回报率	-	11.67%	4.41%	-7.28%
产权比率	76.92%	73.99%	79.75%	85.31%
资产负债率	43.48%	42.52%	44.37%	46.04%
净债务/EBITDA	-	1.00	3.12	7.55
EBITDA 利息保障倍数	-	7.99	2.57	1.43
总债务/总资本	32.08%	30.62%	35.97%	37.92%
FFO/净债务	-	62.91%	6.39%	-12.13%
速动比率	1.46	1.53	1.08	2.04
现金短期债务比	1.07	1.14	0.56	1.34

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

附录三 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广州瑞达医疗器械有限公司	2,000	100.00%	部分医疗器械、设备的销售
阳普京成医疗用品（北京）有限公司	500	100.00%	部分医疗器械、设备的销售
南雄阳普医疗科技有限公司	2,500	100.00%	血清（浆）分离胶及血液促凝剂、原料药的生产销售
阳普医疗（湖南）有限公司	5,000	100.00%	医疗器械生产销售
深圳希润融资租赁有限公司	17,000	100.00%	融资租赁
阳普智慧医疗科技（广东）有限公司	500	100.00%	软件开发
阳普实业（香港）有限公司	300 万港元 +4,200 万元	100.00%	货物进出口及技术进出口，对外投资等
吉迪思诊断有限公司	100 美元	100.00%	R&D and Business in Biotechnology
广州惠侨计算机科技有限公司	1,000	100.00%	软件开发、技术服务等
阳普医疗（郴州）有限公司	5,000	100.00%	专业设备制造等
广州阳普医学检验有限公司	1,700	100.00%	专业技术服务等
广州阳普湾创新企业孵化器有限公司	3,000	100.00%	企业管理服务、咨询服务等
宜章县珞珈医院管理有限公司	24,000	83.33%	宜章县中医院整体搬迁项目投资管理
南京阳普藤医疗科技有限公司	300	63.00%	医疗器械研发及销售
Vascu Technology Inc.	10 万美元	60.00%	Research and Development

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四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	未受限货币资金+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。

附录五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。