

上海润达医疗科技股份有限公司
及其发行的 17 润达 01 与 17 润达 02

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(2018)100067】

评级对象: 上海润达医疗科技股份有限公司及其发行的 17 润达 01 与 17 润达 02

	17 润达 01	17 润达 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2018 年 5 月 9 日	AA/稳定/AA/2018 年 5 月 9 日
首次评级:	AA/稳定/AA/2017 年 8 月 17 日	AA/稳定/AA/2017 年 10 月 31 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	1.02	6.67	3.12
刚性债务	3.52	9.36	23.38
所有者权益	7.86	19.76	20.21
经营性现金净流入量	-2.10	-0.77	0.56
合并口径数据及指标:			
总资产	16.94	41.08	71.25
总负债	7.65	18.86	43.77
刚性债务	5.79	13.03	33.57
所有者权益	9.29	22.22	27.49
营业收入	16.29	21.65	43.19
净利润	0.92	1.32	2.97
经营性现金净流入量	-2.27	-1.25	-0.88
EBITDA	2.33	3.36	6.59
资产负债率[%]	45.18	45.91	61.43
权益资本与刚性债务比率[%]	158.77	156.44	90.21
流动比率[%]	167.32	164.68	120.30
现金比率[%]	26.51	56.12	17.72
利息保障倍数[倍]	4.69	4.48	4.54
净资产收益率[%]	13.16	8.39	11.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-35.49	-10.57	-3.63
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-73.99	-72.01	-58.70
EBITDA/利息支出[倍]	6.83	6.52	6.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.48	0.34	0.29

注: 根据润达医疗经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com
王婷亚 wty@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)对上海润达医疗科技股份有限公司(简称润达医疗、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 润达 01、17 润达 02 的跟踪评级反映了 2015 年以来润达医疗在外部环境、经营业绩及融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在竞争压力、资金运营及回款情况等方面继续面临压力。

主要优势:

- **良好的外部环境。**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,体外诊断市场需求大幅增加;现阶段国家对医疗领域的投入和政策支持力度加大,润达医疗所处的外部环境良好。
- **经营业绩持续增长。**近年来,随着润达医疗物流配送网络的逐步完善,并购事项的实施推进,其经营规模不断扩大,营业收入实现了较快增长,规模效应使得毛利率有所上升。
- **融资渠道较为畅通。**润达医疗具有一定规模的非受限货币资金存量,近年公司通过发行股票、债券、银行借款等多种形式筹资,整体融资渠道较为畅通。

主要风险/关注:

- **市场竞争压力。**润达医疗体外诊断产品的供应受制于制造商生产营销政策等因素的影响,所处境外诊断产品的流通与服务行业集中度较低,近年市场竞争程度有所加剧,公司面临一定的经营风险。公司立足华东并逐步向全国范围扩展,亦将面临较大的市场拓展压力。
- **回款压力及资金运营风险。**受经济形势及行业经营特点影响,润达医疗下游客户的回款周期相对较长。随着直销业务规模的不断增加,公

司应收账款规模快速扩张，资产周转效率持续下降。需关注账款质量、回款情况、公司存在一定的资金运营压力及流动性风险。

- **债务偿付压力。**近年润达医疗加大了渠道拓展力度，对外投资并购活动较多，刚性债务规模上升较快，资产负债率大幅提升。同时经营活动现金流表现欠佳，面临一定的偿债压力。
- **并购整合压力。**润达医疗近年的投资规模较大，所并购的标的数量多、分布广，对公司管控能力提出较大挑战。并购事项亦使得公司产生一定资金压力及项目投资风险。
- **商誉减值风险。**润达医疗近年所并购对象存在一定溢价，已形成大额商誉资产，截至 2017 年末为 16.70 亿元，占净资产比例较高，公司面临一定的商誉减值风险。
- **存货跌价风险。**体外诊断试剂及耗材产品有效期相对较短，随着润达医疗经营规模的扩大，相应增加了产品储备，近年存货报废金额持续增加，公司面临存货跌价风险。
- **实际控制人股权质押风险。**目前，润达医疗实际控制人所持股权已质押比例较高，关注股权质押融资情况及对应风险。
- **或有事项风险。**截至 2018 年 3 月末，润达医疗及其控股子公司对外担保总额为 6.55 亿元，其中公司对控股子公司提供的担保总额为 5.98 亿元。

评级关注

- **重大资产重组停牌事项。**润达医疗于 2018 年 4 月发布停牌公告，公司正筹划收购润赢医疗、润林医疗、伟康卫生、怡丹生物、瑞美科技等公司的部分股权。该事项构成重大资产重组，需持续关注公司相应资产收购进展及可能对公司信用质量的重大影响。

未来展望

通过对润达医疗及其发行的上述公司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；认为上述公司债券还本付息安全性高，并维持 17 润达 01 与 17 润达 02 债项 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海润达医疗科技股份有限公司

及其发行的 17 润达 01 与 17 润达 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海润达医疗科技股份有限公司 2017 年非公开发行公司债券(第一期)公司债券和 2017 年非公开发行公司债券(第二期)公司债券(分别简称 17 润达 01 及 17 润达 02)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据润达医疗提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据,对润达医疗的财务状况、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 2017 年以来证券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司历史注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
17 润达 01	6.30	3 年	6.50	2017 年 9 月	未到期且尚未付息
17 润达 02	3.00	3 年	6.70	2017 年 11 月	未到期且尚未付息

资料来源:润达医疗

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩,主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦,热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势,在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下,经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩,主要经济体间关税政策将加剧贸

易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，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因素的冲击性风险。

该公司处于体外诊断产品流通与服务行业，与人类生命健康关系密切的行业，需求刚性较强，因此行业周期性特征不明显，经济波动对行业的影响不明显，行业抗风险能力较强。公司主要向各类医学实验室提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务，业务运营易受到体外诊断行业的发展情况、上游供应商生产营销政策、下游市场需求、相关产业政策及行业竞争程度等因素的影响。

(2) 行业因素

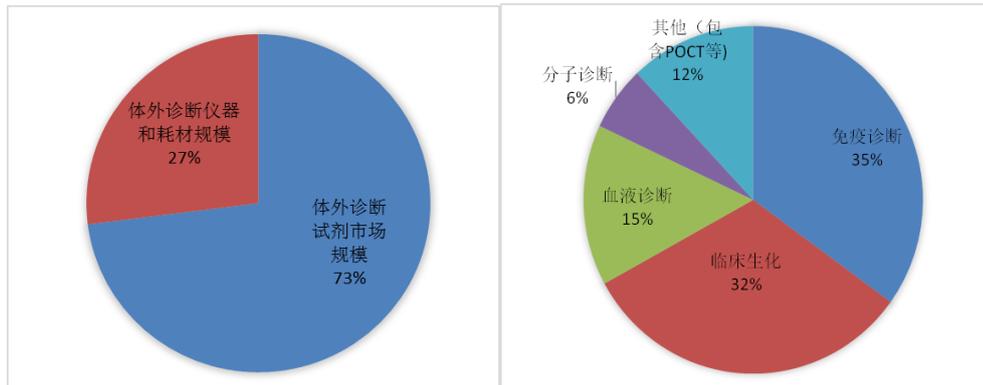
我国目前体外诊断市场发展程度不高，人均体外诊断支出水平普遍较低；但随着我国经济的持续发展，人民收入水平不断提高，同时人口老龄化带来的市场需求持续扩大，市场发展空间较广阔。

A. 行业概况

体外诊断，即 IVD (In Vitro Diagnosis)，是指在人体之外，通过对人体血液、体液、组织等样本进行检测，从而判断疾病或机体功能的诊断方法，可提供大部分临床诊断的决策信息，是人类疾病预防、诊断、治疗的重要组成部分。其产品按使用类型可分为检测仪器、试剂和耗材等；按检测原理和方法可分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液学诊断和即时检验 (POCT) 等。

体外诊断仪器的使用寿命一般超过 5 年，而试剂是一次性消耗品，因此在整个体外诊断市场中，试剂占绝大部分市场份额。根据中国医药工业信息中心发布的《中国健康产业蓝皮书(2016)》，2016 年我国 IVD 产品市场规模约为 430 亿元，其中诊断试剂市场规模约为 310 亿元，占体外诊断市场规模的 73%。从检测原理方法来看，由于我国技术基础较薄弱，因此技术门槛相对较低的生化诊断和免疫诊断产品目前市场份额较大，合计占比约 60%。

图表 2. 我国体外诊断产品及诊断试剂市场细分占比情况

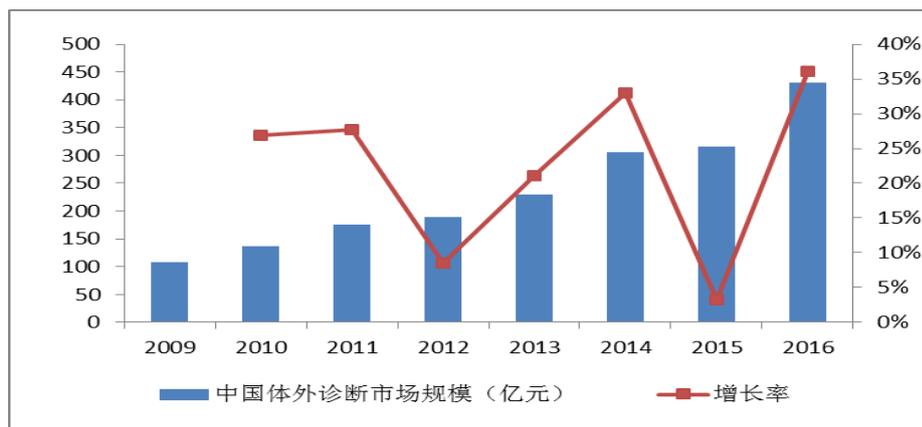


资料来源：Kalorama Information、工信部 IVD 市场蓝皮书

体外诊断市场规模与一国人口基数、人均医疗支出、医疗保障水平、医疗技术及服务水平等因素息息相关。从世界体外诊断市场的分布情况看，发达国家收入及保障水平高于发展中国家，是全球主要的体外诊断市场，其中美国、西欧和日本为全球前三大体外诊断市场，市场份额分别为 41%、25%、9%；虽然我国为世界上人口最多的国家，但我国体外诊断市场仅占全球市场不足 7%。但发达国家市场相对成熟，发展较为平稳，预计未来增速在 2%~3%；而中国、印度等发展中国家人均体外诊断支出水平仍较低，随着经济生活水平提高，体外诊断处于较快发展，预计市场需求增速约为 10%，是全球体外诊断市场发展的主要推动力。

我国体外诊断行业起步较晚，近年来增长较快。历经数年发展，市场规模已由 2009 年的 108 亿元增长至 2016 年的 430 亿元，年复合增长率为 21.82%。其中，诊疗需求增加、常见慢性疾病（如糖尿病等）的诊断普及和疾病筛查的推广是国内体外诊断市场增长的主要动力。

图表 3. 2009 年以来中国体外诊断市场发展情况¹



资料来源：中国医药工业信息中心、东兴证券研究所

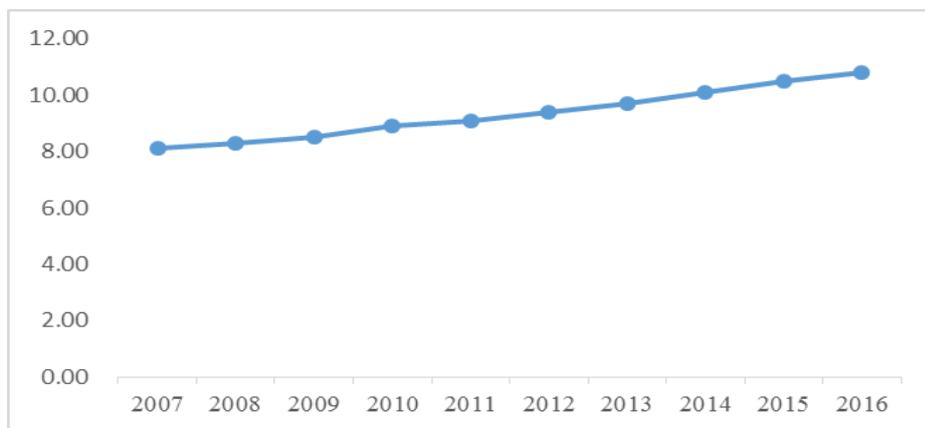
体外诊断产品客户主要包括各种医疗机构、第三方检测中心、国家公共卫

¹ 2015 年体外诊断市场规模数据来自于东兴证券研究所。

生检测中心及个人等。其中医疗机构占据 90% 的市场份额，包括各类医院、社区医疗服务中心、乡镇卫生院和体检中心等，其中医院是我国体外检测产品的主要需求市场。

人口老龄化是推动医疗卫生需求增长的主要动力之一。相关卫生数据表明，65 岁以上老人两周患病率高达 39%，是 25~34 岁年龄段的 4 倍。根据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，中国是世界上老年人口最多的国家，约占全球老年人口总量的五分之一。从 2001~2020 年是快速老龄化阶段，我国已经进入老龄化社会，截至 2016 年末 65 岁人口已达 1.50 亿，占总人口比例的 10.8%。

图表 4. 近年来我国 65 岁以上老人占总人口的比例（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

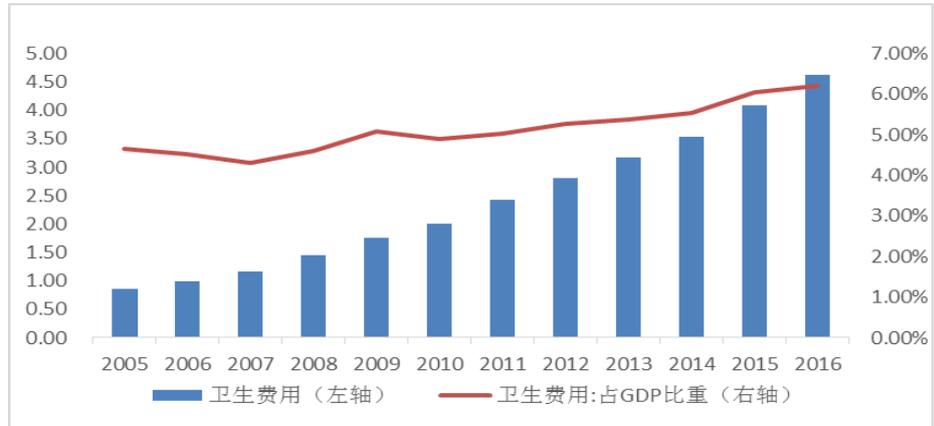
近年来，随着人口老龄化、消费升级以及新医改带来的支付能力持续提升，医疗服务行业延续了高速成长的发展态势。根据国家卫生和计划生育委员会发布的全国医疗服务情况统计，2016 年 1~11 月我国医疗卫生机构总诊疗人次达 70.9 亿人次，同比提高 2.3%。其中，医院 29.0 亿人次，同比提高 5.6%；基层医疗卫生机构 39.3 亿人次，同比降低 0.6%；其他机构 2.6 亿人次。分医疗机构看，医院中公立医院 25.4 亿人次，同比提高 4.2%；民营医院 3.6 亿人次，同比提高 17.1%。基层医疗卫生机构中社区卫生服务中心（站）6.1 亿人次，同比提高 2.3%；乡镇卫生院 9.2 亿人次，同比提高 1.8%；村卫生室诊疗人次 17.4 亿人次。总体而言，我国医疗服务市场仍然处于长期稳定增长的趋势当中。

近年来，政府不断加大对医疗卫生领域的资金投入，体外诊断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 11,289.5 亿元。根据国家卫生计生委公布的《2016 年我国卫生和计划生育事业发展统计公报》，据初步核算，2016 年我国卫生总费用达 46,344.9 亿元，人均卫生总费用为 3,351.7 元，卫生总费用占 GDP 百分比为

6.2%。

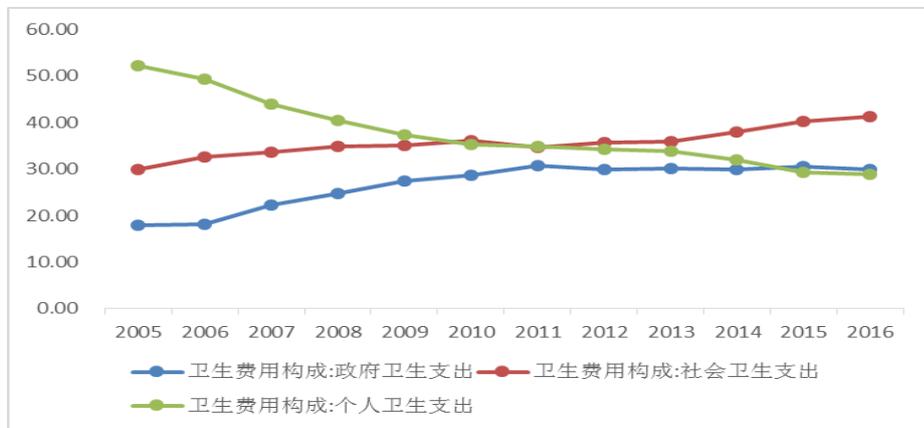
图表 5. 中国卫生总费用情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

国家卫生费用支出由政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出三部分组成，近年来随着我国政府加大了投入力度，政府支出占卫生总费用的比例逐年提升，个人支出比例逐年下降。2005 年，我国卫生总费用中个人卫生支出比重高达 52.5%，政府预算卫生支出和社会卫生支出分别仅占 17.9%和 29.9%。到了 2016 年个人卫生支出的比重下降到 28.8%，政府预算和社会卫生支出的比重分别提高到 30.0%和 41.2%。

图表 6. 中国卫生费用结构变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

近年来，我国陆续出台一系列法律法规和产业政策，规范和扶持体外诊断产业发展。随着国家对医疗行业，生物技术产业化发展的重视，体外诊断将在国内产业升级中获得高速发展的契机。此外，随着新医改的推行、严控药占比的推进、分级诊疗制度及两票制的推广，体外诊断行业有望在中短期受益。总体看，政府近期推出的一系列医疗改革的相关政策和通知，为体外诊断行业提供了良好的发展环境。

图表 7. 体外诊断行业主要产业政策、法规等

政策	时间	机构	主要内容
《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》	2006 年	国务院	将研究和预防早期诊断技术作为重点领域；重点开发高效无创出生缺陷早期筛查及诊断技术
《促进生物产业加快发展的若干政策》	2009 年	国务院	将生物产业培育成为高技术领域的支柱产业和国家战略性新兴产业。将重大传染病的新型疫苗和诊断试剂作为生物医药的重点发展领域。
《国家高技术研究发展计划（863 计划）生物和医药技术领域体外诊断技术产品开发重大项目申请指南》	2010 年	科技部	设立了体外诊断技术产品开发重大项目，指出要突破一批体外诊断仪器设备与试剂的重大关键技术，研制出一批具有自主知识产权的创新产品和具有国际竞争力的优质产品，提高体外诊断产品在高端市场的国产化率等。
《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	2012 年	国务院	提出要形成一批适合大中型医院、具有自主知识产权的高端诊疗产品；大力开发高性价比、高可靠性的临床诊断、治疗、康复产品，促进基层医疗卫生机构建设和服务能力提升。
《医疗器械科技“十二五”规划》	2012 年	科技部	支持研制全自动管式化学发光免疫分析系统、全自动高通量生化分析仪等体外诊断系统与试剂的研发。
《产业结构调整指导目录（2011 年本）（2013 年修正）》	2013 年	发改委	“现代生物技术药物、重大传染病防治疫苗和药物、新型诊断试剂的开发和生产”、“新型医用诊断医疗器械设备”等被列为医药产业鼓励类项目。
《国家发展改革委关于实施新兴产业重大工程包的通知》	2015 年	发改委	重点发展基因检测等新型医疗技术，快速推进基因检测临床应用以及基因检测仪器试剂的国产化。
《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	2015 年	国务院	提出到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30%左右。在国家管控药占比的大前提下，检验科收入成为医院盈利的新锐力量。
《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	2015 年	国务院	不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊和双向转诊，有利于基层医疗体系的完善、实现下游扩容。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016 年	国务院	加速发展体外诊断仪器、设备、试剂等新产品，推动高特异性分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病及罕见病等体外快速准确诊断筛查，“发展专业化诊疗机构，培育符合规范的液体活检、基因诊断等新型技术诊疗服务机构”，“推动医学检验检测、影像诊断等服务专业化发展”。
《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	2016 年	国务院	深化医药卫生体制改革，坚持预防为主方针，建立健全基本医疗卫生制度，实现人人享有基本医疗卫生服务，推广全民健身，提高人民健康水平。
《“十三五”生物产业发展规划》	2016 年	发改委	针对急性细菌感染、病毒感染等重大传染性疾病，包括外来重大传染性疾病的检测需求，加速现场快速检测的体外诊断仪器、试剂和试纸的研发和产业化，“加快特异性高的分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病、罕见病等疾病的体外快速准确诊断筛查。完善产业链的配套建设，发展配套的高精度的检测仪器、试剂和智能诊断技术，支持第三方检测中心发展与建设。
《国家卫生和计划生育委员会颁布第 13 号令》	2017 年	卫计委	医生可选择多点执业，有利于环节基层医疗人才缺失问题，帮助提高基层医疗机构经营效率。
《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	2017 年	国务院	推行药品购销“两票制”，综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区实行“两票制”，争取到 2018 年在全国推开。

资料来源：根据公开信息整理

C. 竞争格局/态势

我国体外诊断市场长期被国际诊断厂商占据。我国体外诊断产品生产企业数量众多，但绝大多数规模较小，产品主要集中于单一领域或单一技术。近年来，科华生物、迈克生物等我国体外诊断产品生产企业发展较快，但与国际产品相比竞争力仍偏弱。流通端企业竞争亦较激烈，行业集中度低，渠道分散，目前上市的体外诊断通型企业主要包括润达医疗、塞力斯等。

我国体外诊断企业技术水平、产品质量相对较低，致使国内体外诊断市场长期被罗氏、雅培、西门子等国际知名诊断厂商占据。国外体外诊断产品价格普遍比国产同类产品高 1~5 倍，同时多集中于三级医院等高端医疗机构；国内体外诊断产品价格较低，多集中于二级医院及其他基层市场。这种产品分布现象主要由医院特征所决定，其中三级医院由于临床检验样本多，为寻求更快更准确的诊断，对检验系统的集成和自动化水平要求高；而基层医疗机构出于成本压力，多追求检验产品的性价比以及易于操作的系统。

图表 8. 我国体外诊断市场竞争格局情况



资料来源：中国产业信息、东兴证券研究所

我国体外诊断产品生产企业数量众多，但绝大多数规模较小。近几年国内涌现出不少本土体外诊断企业，但大多为中小企业，处于起步阶段，主要经营单一领域或单一技术及产品，竞争能力不足。目前，国内体外诊断企业年营收额过亿的数量较少，以科华生物、迪安诊断、迈克生物、达安基因、瑞康医药为代表的领先企业正积极进行多元化发展，一是依托自身原有优势进入生化、免疫、分子诊断等多个领域，以丰富产品种类；二是开展上游核心原料以及配套诊断仪器的自主研发生产，以增强市场竞争实力；三是开始积极开拓国外市场，尤其是亚非拉等发展中国家及新兴市场。随着国内领先企业技术研发实力的提升和经营规模的壮大，预计行业市场竞争程度将逐步提高。

我国体外诊断外诊断行业流通端企业竞争亦较激烈，行业集中度低，渠道分散，目前上市的体外诊断通型企业主要包括润达医疗、塞力斯及合富医疗(台湾上市公司，证券代码：“4745”)。

图表 9. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称		核心经营指标（产品或业务类别）			核心财务数据（合并口径）				
		营业收入	毛利率	业务主要分布地区	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
体外诊断流通企业	润达医疗	43.19	28.16	华东	71.25	61.43	0.93	2.97	-0.88
	塞力斯	9.21	33.68	湖北省、湖南省、河南省	15.69	36.04	2.96	1.07	-0.63
体外诊断及流通企业	迪安诊断	50.04	33.41	华东、华北	73.90	60.12	0.91	4.64	0.39
	迈克生物	19.70	53.75	西南	35.83	27.07	3.85	4.08	0.79
	瑞康医药	232.94	18.44	华东、华北	269.83	64.15	1.55	13.68	-24.22
	科华生物	15.94	41.31	国内地区	27.16	23.44	40.034	2.21	1.31

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

(1) 国内主要的体外诊断产品流通与服务企业均在加大集成服务业务的扩展力度，市场竞争较为激烈；(2) 体外诊断产品的流通行业普遍面临一定回款压力，需关注应收账款回收风险；(3) 医药行业受国家政策影响较大，随着近年医药相关行业政策和监管政策的调整和优化，可能会对行业内公司产生过一定影响。

(3) 区域市场因素

我国体外诊断行业呈现区域竞争态势，润达医疗作为华东地区体外诊断流通行业的龙头企业，运输体系完备、产品种类齐全，拥有较好的规模效应和发展机遇。

我国药品消费市场不均衡，华东、华北和中南是我国三大销售区域，2016 年合计销售额占到全国销售总额的 77.3%。其中，华东市场占比 37.4%，华北市场占比 16.2%，中南市场占比 23.7%。目前，我国体外诊疗领域传统的营销模式更侧重于产品代理，市场竞争充分，且同质化程度高，再加上客户分散，导致经营企业数量众多，规模普遍较小，通常是区域内发展，集中度较低。行业内能够提供综合服务、具有规模优势的跨区域服务商则数量较少。此外，体外诊断行业涉及检验医学、实验统计学、机械、光学、电子信息等多种学科领域，产品集成度高、使用频率高、更新换代较快，对维护保养和技术服务要求高，需要由制造商或者有技术服务能力的服务商提供配套服务。同时，体外诊断设备不同于一般大型医疗设备，需要配套诊断试剂使用。诊断试剂品种众多，需要与标准品、质控品等众多耗材配合使用，且大多有效期较短，储存条件复杂，因医疗机构库存备货能力有限，需要服务商快速反应，及时供货，因此对仓储物流配送等要求较高。

该公司在华东地区具备较高的市场占有率和知名度，以公司 2016 年 21.65 亿元销售额及全国体外诊断产品市场容量 430 亿元计算，其约占全国总体市场

的 5.03%。公司 2017 年实现销售额 43.13 亿元，预计全国市场占有率会有所提升。同时，公司具备超四百人的营销、技术与综合服务团队、同时运营和管理多品牌、多产品系列的能力以及现代化的仓储、冷链物流系统，整体而言具有较好的发展基础及空间。

2. 业务运营

该公司是体外诊断产品流通企业，在华东地区知名度较高。随着经营规模的扩张，公司经营业绩保持稳步增长。近年来，公司通过股权融资获得一定的资金支持，但公司持续面临下游资金占用及业务扩张需求，长期看公司仍将面临较大的资金压力。

该公司为医学实验室综合服务商，主要向各类医学实验室提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务。公司综合服务体系包括了产品组合选择方案、专业技术应用服务、信息化管理的物流仓储配送系统、全方位技术支持服务等各项医学实验室综合服务，同时也为产品制造商提供销售支持及客户渠道管理等服务。公司所处行业为体外诊断产品流通与服务行业，自产产品部分属于体外诊断产品制造行业。公司主要通过自建和投资合作等方式进行扩张，目前主要服务区域已经覆盖华东地区、东北地区、华北地区，并且在西南地区、华南地区和华中地区构建了服务网络，近年来资产规模及营收规模均实现了较快增长。

该公司产品主要销售区域为华东区域，近年在巩固华东、东北、华北地区优势的同时逐步向西南、华南、华中等地区扩张，不断通过横向规模扩张收购及自建的方式拓展辐射全国的体外诊断流通网络，提升区域竞争能力。影响公司业务发展的核心驱动因素主要包括规模、技术、管理、成本等。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	核心业务范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
体外诊断产品流通及制造	华东/东北/华北	横向规模化	规模/渠道/管理/成本

资料来源：润达医疗

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

业务板块	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销产品	15.23	93.54	20.39	94.17	41.45	96.11
其中：试剂、耗材	14.49	95.12	19.21	94.24	37.93	87.94
仪器	0.67	4.42	1.14	5.61	3.02	7.01
其他	0.07	0.46	0.03	0.15	0.50	1.17
自产产品	1.05	6.46	1.26	5.83	1.68	3.89

业务板块	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其中：试剂、耗材	1.00	94.87	1.22	97.02	1.61	3.74
仪器	0.05	5.13	0.04	2.98	0.06	0.14
营业收入合计	16.29		21.65		43.19	
毛利率	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
经销产品	24.66		25.84		26.56	
其中：试剂、耗材	25.15		26.30		26.60	
仪器	15.56		18.67		17.76	
其他	11.24		4.76		77.29	
自产产品	63.95		64.59		66.98	
其中：试剂、耗材	66.29		65.79		69.07	
仪器	20.65		25.43		11.99	
综合毛利率	27.19		28.10		28.16	

资料来源：润达医疗

2015~2017 年，该公司分别实现营业收入 16.29 亿元、21.65 亿元和 43.19 亿元，年复合增长率为 62.73%；同期净利润分别为 0.92 亿元、1.32 亿元和 2.97 亿元，年复合增长率为 79.36%。细分行业来看，公司收入主要来自于体外诊断产品流通与服务业务（商业业务），同期分别实现收入 15.23 亿元、20.39 亿元和 41.45 亿元，占公司营业收入的比重分别为 93.54%、94.17%和 96.11%；自产产品（工业业务）分别实现收入 1.05 亿元、1.26 亿元和 1.68 亿元。分产品来看，公司收入主要来自于试剂、耗材，这与其需求稳定、消费频次高的行业特征相匹配。2017 年度，公司营业收入增幅较大，主要是公司合并范围扩大、下游客户大幅拓展所致。近年来公司异地扩张加速，规模效应逐渐体现，综合毛利率呈现上升趋势，2015~2017 年度分别为 27.19%、28.10%和 28.16%。

该公司为医学实验室综合服务商，主要向各类医学实验室提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务。近年来公司不断通过收购以及自建的方式开拓销售网络，完善辐射全国的销售网络，商业领域销售收入不断增长。2015~2017 年，公司经销业务分别实现收入 15.23 亿元、20.39 亿元和 41.45 亿元，逐年较快速增长。其中，试剂、耗材收入分别为 14.49 亿元、19.21 亿元和 37.92 亿元，为其收入的主要来源。分产品来看，试剂和耗材使用频率高、单价低，销售成本可直接转嫁消费者，其毛利水平高于仪器类；其他产品主要为不成规模的非代理产品，2017 年收入及毛利率增幅较大，主要系集成业务规模增长带动所致。

该公司工业业务即公司自有品牌产品的生产、销售业务，属于体外诊断产品制造，主要为工业业态，目前业务规模尚小。公司自产产品核心技术主要为体外诊断设备相关技术以及配套试剂的配方和制备技术，其构成了公司自产产品的核心竞争力。基于体外诊断产品的特殊性，为保障公司核心技术的安全，公司对体外诊断设备的关键技术均申请了专利，对设备及配套试剂均进行了相

应的产品注册。近年来，随着基层医疗需求的增加，公司自产产品销售收入亦有所增加，2015~2017年分别实现收入1.05亿元、1.26亿元和1.68亿元。公司体外诊断自产产品业务属于高技术行业，整体利润水平较高，公司自产产品毛利率保持在较高水平，同期分别为63.95%、64.59%和66.97%。但由于该类业务收入占比较低，对公司综合毛利贡献程度相对有限。公司2017年自产仪器毛利率下降较多，主要系营销结构调整，改以租赁为主，通过试剂销售带动毛利率增长。

在体外诊断产品的经营中，该公司除传统的实验室综合服务业务外，2015年以来还主要采用医学实验室整体综合服务（又称“集成服务业务”，以下简称“集成业务”）的形式进行推广。集成业务是指一家医院的检验科所需设备、试剂耗材、服务由同一个供应商提供，目前已为国内多家二级及以上医院提供集成销售服务。公司近年不断开拓集成销售客户占比，通过与医疗机构等客户签订中长期的业务合同，保证体外诊断试剂销量，提升公司的盈利能力和市场竞争力。2015~2017年，公司集成销售业务收入分别为6.05亿元、7.17亿元和9.54亿元。其中2016年以来，公司集成业务销售占比略有下降，主要是新收购的杭州怡丹生物技术有限公司（以下简称“杭州怡丹”）、山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司（以下简称“山东鑫海”）以及北京东南悦达医疗器械有限公司（以下简称“东南悦达”）主营业务中集成业务占比较低，另外转移部分集成业务客户给国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司²（以下简称“国药润达”）供应链所致。

图表 12. 公司 2014 年以来传统服务及集成服务收入情况（单位：亿元）

销售收入	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
传统服务	13.59	10.24	14.48	33.58
集成服务	--	6.05	7.17	9.54
合计	13.59	16.29	21.65	43.12

资料来源：润达医疗

规模方面，该公司产品主要销售区域为华东区域。华东区域为全国人口密集、经济发达区域，对体外诊断产品的需求量较大。经过多年的市场开拓，公司在华东区域的直销、分销渠道较为完善。2015~2017年，公司在华东地区销售收入占当期营业收入的比例分别为89.50%、85.60%和67.92%。在巩固华东区域的同时，公司也积极拓展东北及华北地区等其他地区业务，近年其他地区业务成为推动公司收入增长的重要因素。其中，2017年华北地区收入规模大幅增长，主要是完成了对山东鑫海及东南悦达收购所致（详见业务规划部分）。近年，公司通过股权融资获得一定的资金支持，目前资金压力尚可，但公司持续面临下游资金占用情况及业务扩张需求，长期看公司仍将面临较大的流动资

² 国药润达为该公司与国药控股医疗器械有限公司（以下简称“国药控股”）于2015年8月合资设立的参股公司，其中公司持股49%，国药控股医疗器械有限公司持股51%。国药润达与公司管理层共同设立了国润供应链，国润供应链主营业务为医学检验产品及综合服务集约化供应及集成服务。公司拟整合国药控股成熟的销售网络扩展公司上海地区业务范围。

金压力。目前，公司已在全国设置了多个服务网点，根据公司立足华东，辐射全国的战略目标，公司将进一步拓展服务网络的覆盖范围，促进营业收入进一步增长。

图表 13. 公司 2014 年以来主营业务分地区情况³ (单位: 亿元、%)

地区名称	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东地区	12.59	93.05	14.51	89.50	18.50	85.60	29.29	67.92
东北地区	0.45	3.33	1.05	6.45	1.87	8.67	4.72	10.95
华北地区	0.19	1.40	0.26	1.63	0.73	3.39	6.34	14.71
西南地区	0.08	0.59	0.15	0.91	0.15	0.69	0.54	1.25
其他	0.22	1.63	0.24	1.51	0.36	1.65	2.23	5.16
合计	13.53	100.00	16.22	100.00	21.62	100.00	43.13	100.00

资料来源：根据润达医疗提供的数据整理

产销情况方面，该公司自产产品主要包括糖化血红蛋白分析仪及配套试剂、血气分析仪及配套试剂和生化试剂等。公司自产体外诊断仪器的原材料主要包括机加工件、钣金件、电子物料、外购部件等；自产体外诊断试剂主要原料为试剂原料。公司主要原材料市场供应充足。2015~2017 年，公司自产糖化仪器、糖化试剂、生化试剂销售价格有所下滑，主要是公司为适应市场竞争及价格变化，通过降低销售价格提升销量所致。2017 年公司自产产品销售情况有所好转，其中自产糖化仪器由于新产品 MQ6000 上市推广，销量小幅增长；生化试剂由于集成业务增加，相关产品销售量呈现一定程度上涨。整体而言，公司自产业务稳步开展，整体情况较为稳定。

图表 14. 公司 2014 年以来主要自产产品销售情况

项目		2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
糖化仪器	销量 (台)	142.00	106.00	83.00	173.00
	产销率 (%)	102.00	26.00	27.00	50.29
糖化试剂	销量 (套)	5,739.00	6,081.00	6,931.00	7,652.00
	产销率 (%)	97.11	95.40	87.60	74.69
生化试剂	销量 (升)	15,978.00	16,079.00	16,924.00	24,687.00
	产销率 (%)	114.88	62.00	85.00	101.71

资料来源：润达医疗

成本方面，该公司营业成本主要为从品牌供应商采购产品的成本。近年，公司采购成本占营业成本的 90% 以上。公司持续根据对产品组合的需求选择制造商和产品，通过批量化集中采购方式获得较低的采购成本，同时通过拥有一定的信用期限和额度，降低采购资金压力。目前，公司采购客户相对集中，2015~2017 年，公司前五名供应商合计采购金额分别为 7.53 亿元、9.57 亿元和

³ 基于同审计报告财务分区一致考虑，此处未采用行政管理上的区域划分。

16.07 亿元，占年采购总额的 63.53%、57.83%和 47.36%，与行业特征相匹配。

管理方面，该公司通过物流中心进行统一的体外诊断产品采购及仓储和配送相关业务的年度计划制定与考核。近年来，公司不断加强对上游供应商的合作，提升客户满意度，获得上游配送权的能力持续提升。公司已与 OCD、雅培、西门子、希森美康、积水等众多国内外知名企业建立良好的业务合作关系。截至 2017 年末，公司上游供货商约 3,200 家，经营品种超过 16,000 个，基本覆盖了体外诊断领域的主要检验项目。为了保障服务产品品种覆盖的全面性和产品供应的及时性，并且能够以相对优惠的价格获得采购商品，公司已与 OCD、雅培等 13 个品牌制造商（或其一级代理商）签署了经销协议，建立了长期的合作关系。该协议为年度销售框架协议，通过约定产品采购价格、最低采购金额等主要采购条款以压低采购成本。公司与上游供应商货款以现金结算为主，信用额度为 3 个月左右。公司的服务对象为归属于各级医院的医学实验室（主要为医院的检验科，又称临床实验室），还包括第三方医学实验室、体检中心、疾控中心和血站等其他医疗单位所属的医学实验室。

为充分利用专业分工优势，将更多资源集中在综合服务方面，该公司在流通环节中搭建了“直销和分销相结合”的销售体系，对二级甲等及以上大型医院及第三方检验机构采取直销方式；对其他客户采取分销方式。2015~2017 年，公司直销客户分别为 540 家、1,087 家和 1,566 家；分销客户分别为 964 家、1,650 家和 2,695 家。公司直销模式符合国家两票制政策要求，近年来发展较为迅速，但直销业务的账期较分销更长，使得其应收账款规模快速扩张，资产周转效率持续下降，面临了一定的资金运营压力。

图表 15. 公司直销、分销模式介绍

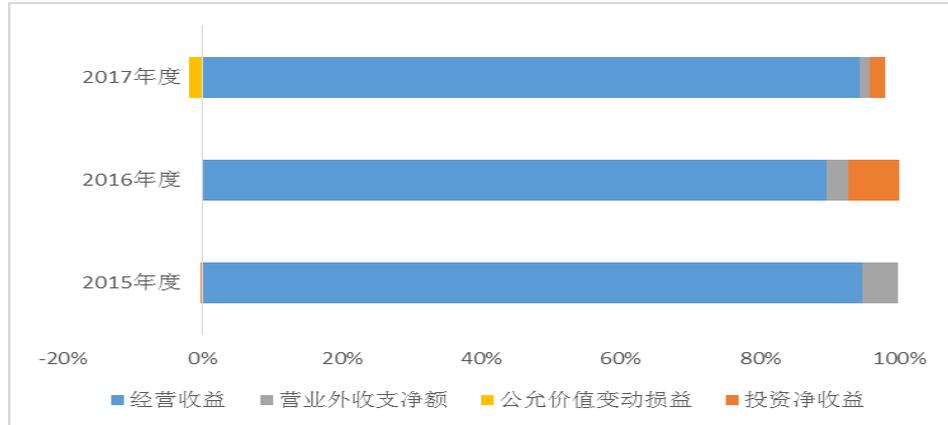
	直销模式	分销模式
适用客户	为华东地区为主的全国重点城市二级甲等及以上医院直接提供体外诊断产品和技术服务	利用各级分销商的销售渠道和分销能力，扩大对医疗机构的销售和服务覆盖面，有效降低销售成本和销售难度
服务模式	由润达医疗为终端客户提供综合服务	由润达医疗或分销商为终端客户提供技术服务
结算方式和账期	银行电汇或银行转账，医院账期一般为 2-6 月	银行电汇或银行转账，主要采取款到发货方式，少数分销商客户有 3 个月以内的信用期

资料来源：润达医疗

技术方面，该公司构建了以 SAP 为核心的软件和信息化管理系统，以 LIMS（医学实验室信息管理系统）为核心的客户端软件服务等信息化服务，形成了高效、规范的信息化管理体系，系统覆盖了采购销售、技术和物流服务、客户关系、财务管理、质量控制等各个方面，实现了对数量庞大、品种繁多的仪器和试剂耗材的有效管理，并且能够及时跟踪技术服务的效果，实时掌握客户需

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构



资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制。

该公司利润主要来源于主业盈利，2015~2017 年营业利润占利润总额的比重分别为 94.99%、96.70%和 98.43%，同期公司投资收益分别为 0.00 亿元、0.14 亿元和 0.09 亿元。公司 2016 年对外投资规模大幅增加，新增投资收益为国药润达和上海润达盛瑚投资管理中心的股权投资收益；2017 年公司投资收益小幅下降，主要系 B.C.LTD 公司老产品海外开拓不及预期、新产品尚在研发，上海润帛投资管理中心（有限合伙）、芜湖润杰投资管理中心（有限合伙）系溢价收购瑞莱生物工程（深圳）有限公司部分股权导致的投资损益。同期，公司分别取得营业外收入为 0.08 亿元、0.07 亿元和 0.07 亿元，主要为政府补助。公司现阶段整体盈利状况基本依靠主业经营，但未来随着公司业务链延伸及对外投资规模的增加，投资收益等非经常性损益亦会对公司盈利产生一定影响。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计（亿元）	16.29	21.65	43.19
毛利（亿元）	4.43	6.08	12.16
期间费用率（%）	18.40	19.43	17.84
其中：财务费用率（%）	2.05	2.35	2.48
全年利息支出总额（亿元）	0.34	0.52	1.09
其中：资本化利息数额（亿元）	—	—	—

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理。

该公司自成立以来专注于体外诊断产品领域，在多年的经营中，不断结合行业政策和市场发展，完善公司的服务体系，提升服务能力，扩大服务区域。公司具有一定整体综合服务优势、服务网络和客户资源优势、以及自产产品差异化的竞争优势，未来随着国家宏观经济的改善、公司发展战略的实施、公司综合服务的水平的不断提高、经营规模的不断扩大，公司市场竞争力和盈利能力有望获得进一步提升。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益（万元）	-34.79	1,438.10	913.50
其中：理财产品（万元）	—	49.49	48.35
国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司	0.23	987.91	1,952.08
B.C.LTD.	—	-122.93	-622.11
上海润达盛瑚投资管理中心（有限合伙）	—	627.44	2,373.38
上海润祺投资管理中心（有限合伙）	—	-367.44	2,045.14
上海润帛投资管理中心（有限合伙）	—	—	-3,590.36
云南赛力斯生物科技有限公司	—	—	657.16
芜湖润杰投资管理中心（有限合伙）	—	—	-3,302.37
营业外收入（万元）	805.90	668.02	712.16
其中：政府补助	—	654.77	698.18
公允价值变动损益（万元）	—	—	-799.19

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理。

2015~2017 年，该公司营业收入分别为 16.29 亿元、21.65 亿元和 43.19 亿元。随着公司经营范围的扩大，公司规模效应逐步提高，毛利水平呈现上升趋势，同期综合毛利率分别为 27.19%、28.10% 和 28.16%。在收入规模增长的带动下，公司营业毛利亦实现了逐年增长，同期分别为 4.43 亿元、6.08 亿元和 12.16 亿元，其中经销业务是公司毛利的主要来源。

从费用支出情况来看，近年来随着该公司经营规模的扩大，公司期间费用亦持续增长，但整体费用控制情况较好。2015~2017 年，公司期间费用合计分别为 3.00 亿元、4.21 亿元和 7.71 亿元，期间费用率分别为 18.40%、19.43% 和 17.84%。公司期间费用以销售费用和管理费用为主，财务费用支出较少。近年由于业务范围扩大，公司员工数量由 2015 年的 897 人增至 2017 年末 1,868 人，员工薪酬费用相应增长，同时由于公司业务拓展力度加大及存货报废⁴增加等原因，公司销售费用和管理费用规模有所增长，同期公司销售费用分别为 1.56 亿元、2.05 亿元和 3.72 亿元；管理费用分别为 1.10 亿元、1.64 亿元和 2.92 亿元。同期，公司资产减值损失分别为 0.20 亿元、0.21 亿元和 0.48 亿元，其中 2017 年资产减值规模较大主要系公司规模增大、应收账款坏账损失增加所致。

整体看，该公司经营业绩发展态势较好。2015~2017 年，公司营业利润率分别为 7.35%、8.02% 和 8.81%，分别实现净利润 0.92 亿元、1.32 亿元和 2.97 亿元。

⁴ 该公司 2017 年度对自用固定资产进行了更新，同时根据《医疗器械监督管理条例》等规定，体外诊断试剂及耗材一旦过期不允许销售且无转让价值，故予以报废并送交相关机构进行焚烧处理。2017 年公司存货报废合计 4,027.28 万元，主要是体外诊断试剂及耗材过期。由于医院的试剂耗材用量与就诊人次相关，就诊人次的变化难免产生与公司订单预测的偏差，同时公司严格按照药监局的要求对过期产品进行报废处理，因此，随着公司业务规模的扩大，报废总量有所上升，但整体占比保持稳定。目前，公司一方面通过集团化采购平台的搭建，逐步优化库存结构，盘活集团各子公司库存商品的周转，降低报废总量；另一方面，通过 B2B 供应链管理信息系统的推广，提高客户需求预测的准确性，进一步降低备货风险。

(3) 运营规划/经营战略

根据战略规划，该公司计划未来 3~5 年内将本着“以客户需求为导向，以综合服务为核心”的理念，立足体外诊断主业，以成为我国医学实验室的整体综合解决方案提供商为战略目标，在以下三个方面持续发展：一是扩大经营规模，完善并加强全国化服务平台建设，将现有成熟的以综合服务为核心的经营模式推广复制到更多的区域中去，加强投资企业整合，提升业务协同；二是通过提升综合服务的水平，不断完善综合服务的模式，最终成为一个整体综合解决方案提供商；三是完善、加强自主品牌产品体系建设，提升竞争优势。

为完善并加强全国化服务平台建设，该公司近年不断通过收购及自建的方式拓展辐射全国的体外诊断流通网络，提升区域竞争能力。2016 年以来公司发布公告，拟分别出资 2.16 亿元、2.00 亿元、3.13 亿元和 9.03 亿元展开对杭州怡丹⁵45%股权、山东鑫海⁶100%股权、东南悦达⁷60%股权以及长春金泽瑞医学科技有限公司（以下简称“长春金泽瑞”）⁸60%股权的收购。目前，公司已完成对杭州怡丹的收购，并于 2016 年末将其并入合并报表；已分别对山东

⁵ 根据该公司 2018 年 3 月签署的《关于杭州怡丹生物技术有限公司 45%股权转让协议之补充协议》，考虑到杭州怡丹实际经营及 2016 年超额完成《杭州怡丹 45%股权转让协议》项下的业绩承诺情况。对管理层对业绩承诺调整为：杭州怡丹 2016 年净利润不低于人民币 0.37 亿元；2016 年及 2017 年累计实现净利润不低于 0.81 亿元；2016 年至 2018 年累计不低于人民币 1.34 亿元。若杭州怡丹 2016 年度至 2018 年度中任意年度，截至当年度累计实现净利润低于当年度考核净利润的，管理层及转让应当以现金方式补偿润达医疗，管理层需提供现金补偿，并承担连带担保责任。当年度现金补偿金额=【1-杭州怡丹 2016 年度至当年度实际实现净利润之和/杭州怡丹 2016 年度至当年度承诺净利润之和】*4.80 亿元*45%*【1+15%*（金额转让款到账之日起止现金补偿款支付之日止的天数/360）】-累计已补偿金额。现金补偿不足部分，管理层可以以其持有的公司股权进行补偿，所涉及补偿的股权由受让方以人民币 1 元的价格受让管理层持有的部分公司股权。公司已于 2016 年 10 月支付全部交易对价，由于公司董事会在杭州怡丹席位占多数，同时股东会权力下放到董事会，致使其已于 2016 年末并购公司合并报表。杭州怡丹 2016 年及 2017 年实现了业绩承诺数。其中 2016 年及 2017 年杭州怡丹分别实现净利润 0.41 亿元和 0.43 亿元，2017 年累计实现净利润 0.83 亿元，实现了 2016 年及 2017 年业绩承诺。

⁶ 山东鑫海实际控制人李军对业绩做出如下承诺：山东鑫海 2016 年度至 2018 年度净利润分别不低于 0.20 亿元、0.25 亿元和 0.31 亿元。若山东鑫海 2016 年利润承诺未完成的，则股权转让款按 2016 年度实际实现的净利润/2016 年度利润承诺的比例作相应折减以调整股权转让交易金额。若山东鑫海 2017 年或 2018 年利润承诺未完成，则由实际控制人对受让方进行现金补偿。山东鑫海 2016 年及 2017 年实现了业绩承诺数。其中 2017 年，山东鑫海实现销售收入 4.72 亿元，实现经营活动现金流净额-0.45 亿元，实现净利润 0.25 亿元。

⁷ 东南悦达原股东承诺，东南悦达 2016 年度至 2018 年度经审计的扣除非经常性损益后的合并净利润分别不低于人民币 0.28 亿元、0.54 亿元、0.67 亿元。若东南悦达 2016 年实际扣非净利润低于 2016 年度利润承诺的，则相应调整支付给转让方的第三期股权转让款，若 2017 年或 2018 年实际扣非净利润低于当年度利润承诺的 96%的，则原股东应当以现金方式补偿受让方。东南悦达 2016 年及 2017 年实现了业绩承诺数。其中 2017 年，东南悦达实现销售收入 5.60 亿元，实现经营活动现金流净额 0.04 亿元，实现净利润 0.57 亿元。

⁸ 按照业绩承诺，长春金泽瑞 2017 年度至 2019 年度经审计的扣除非经常性损益后的合并净利润分别不低于人民币 1.40 亿元、1.61 亿元和 1.85 亿元。如果公司利润考核期间任一年度实际扣非净利润低于当年度利润承诺的 90%的，则受让方在当年度审计报告出具后的向转让方支付的股权转让款相应调整，调整后方式为：调整后的当期股权转让款= [利润考核期间截至当年度的经审计的扣非净利润之和 ÷（利润承诺期间截至当年度利润承诺之和 × 90%）]（大于 1 的按 1 计算）×按协议 2.2 条确定的当年度审计报告出具后向转让方支付的股权转让款金额。截至 2017 年末，长春金泽瑞资产总额为 3.23 亿元，负债总额为 1.29 亿元；2017 年实现营业收入 5.78 亿元，实现净利润 1.35 亿元长春金泽瑞原股东承诺，完成业绩目标的 96.78%，超过业绩目标的 90%，无需业绩补偿。

鑫海及长春金泽瑞支付投资款 1.20 亿元和 4.35 亿元。此外，公司还分别出资 0.42 亿元和 0.49 亿元与区域龙头企业合作，合资设立了国药润达及广西柳润医疗科技有限公司。

为完善自产体外诊断产品线，该公司分别出资 0.93 亿元、0.40 亿元和 1.05 亿元投资了北京润诺思医疗科技有限公司、Response Biomedical Corp. 及麦克奥迪（厦门）医疗诊断系统有限公司（以下简称“麦克奥迪”）⁹ 介入化学发光试剂、床旁快速诊断及病理诊断领域。公司还积极通过并购拓展医疗服务领域。公司于 2017 年 7 月发布公告，拟以现金形式出资 0.93 亿元收购上海瑞美电脑科技有限公司¹⁰（以下简称“瑞美科技”）45% 股权，提升医学实验室整体综合服务能力。本次股权转让完成后，公司持有瑞美科技 45% 的股权，为瑞美科技第一大股东，目前已完成工商变更登记手续。

2015 年以来，该公司还先后出资 0.26 亿元、0.10 亿元、0.27 亿元和 0.50 亿元，及拟出资 0.50 亿元，参与设立上海润达盛瑚投资管理中心（有限合伙）、上海润祺投资管理中心产业基金、上海润瑚投资管理中心（有限合伙）、上海润帛投资管理中心（有限合伙）和芜湖润杰投资管理中心（有限合伙）。上述产业基金主要进行医疗健康相关领域的产业整合和投资。

整体而言，该公司现阶段对外拟投资项目较多，投资规模较大，投资回收期较长，项目能否实现预期收益尚存在不确定性，使得公司面临了一定的商誉减值等投资风险。

图表 19. 公司近年来主要对外投资情况（单位：亿元、%）

投资时间	被投资单位名称	业务介绍	投资对价	持股比例	已支付	尚未支付	是否并表
2015 年 11 月	上海润达盛瑚投资管理中心（有限合伙）	医疗健康相关领域的产业整合和战略投资	0.26	10.05	0.26	—	否
2016 年 3 月	上海润祺投资管理中心产业基金	医疗健康相关领域的产业整合和投资	0.10	6.67	0.10	—	否
2016 年 6 月	杭州怡丹生物技术有限公司	公司为浙江省地区主要的体外诊断产品流通与服务商	2.16	45.00	2.16	—	是
2016 年 8 月	山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司	主营医疗耗材集中采购和配送服务等，经销区域以山东为主	2.00	100.00	1.20	0.80	是

⁹ 由于麦克奥迪（厦门）电气股份有限公司（以下简称“麦克电气”）拟通过收购麦克奥迪股权整合资源完善产业链；同时公司近年对外投资较多，为降低投资风险，适当回收投资资本，增加资金回流。公司于 2018 年 4 月将麦克奥迪 20% 股权以 1.08 亿元销售给了麦克电气。基于麦克奥迪与公司之前良好的业务合作基础，以及本次各方沟通的情况，本次交易不会影响公司与麦迪医疗之间的业务合作，公司仍然将在原有业务合作的基础上，进一步与麦迪医疗在病理诊断方面开展全面合作。2017 年末，麦克奥迪资产总额为 2.28 亿元，负债总额为 0.27 亿元；2017 年实现营业收入 0.89 亿元，实现净利润 0.11 亿元。

¹⁰ 截至 2017 年末，瑞美科技资产总额为 0.66 亿元，负债总额为 0.12 亿元；2017 年实现营业收入 0.46 亿元，实现净利润 0.18 亿元。

投资时间	被投资单位名称	业务介绍	投资对价	持股比例	已支付	尚未支付	是否并表
2016年9月	北京润诺思医疗科技有限公司	主营化学发光免疫试剂的研发、生产等	1.25	64.87	1.15	0.10	是
2016年11月	Response Biomedical Corp.	主营业务为研发、生产及销售POCT(床旁快速诊断)、环境诊断和实验室诊断产品	0.41	48.48	0.41	—	否
2016年12月	北京东南悦达医疗器械有限公司	为北京地区主要的体外诊断产品流通与服务商	3.13	60.00	3.13	—	是
2016年12月	黑龙江润达泰诚医疗供应链有限公司	为黑龙江地区主要的体外诊断产品流通与服务商	0.10	40.00	0.10	—	是
2016年12月	上海润瑚投资管理中心(有限合伙)	医疗健康相关领域的产业整合和投资	0.27	10.00	0.27	—	否
2017年1月	上海润帛投资管理中心(有限合伙)	医疗健康相关领域的产业整合和投资	0.50	12.37	0.50	—	否
2017年1月	麦克奥迪(厦门)医疗诊断系统有限公司	主营病理切片数字化扫描与应用系统、数字病理远程专家诊断、细胞DNA定量分析系统生产、研发等	1.05	20.00	1.05	—	否
2017年3月	广西柳润医疗科技有限公司	主营广西地区体外诊断产品流通与服务业务	0.49	49.00	0.10	0.39	否
2017年4月	武汉润达尚检医疗科技有限公司	公司为湖北地区主要的体外诊断产品流通与服务商	1.49	51.00	1.02	0.47	是
2017年6月	武汉优科联盛科贸有限公司	公司为湖北地区主要的体外诊断产品流通与服务商	1.66	51.00	1.13	0.53	是
2017年7月	上海瑞美电脑科技有限公司	主营实验室信息管理系统(LIS)开发和血库管理系统(BIS)等医疗行业信息管理软件开发业务	0.93	45.00	0.93	—	否
2017年7月	长春金泽瑞医学科技有限公司	主营东北地区外诊断产品流通与服务业务	9.03	60.00	4.53	4.50	是
2017年9月	芜湖润杰投资管理中心(有限合伙)	进行体外诊断企业的股权类投资	0.50	10.42	0.50	—	否
合计	—	—	25.33	—	18.54	6.79	—

资料来源：根据润达医疗提供的数据整理

注：麦克奥迪股权已于2018年4月出售。

该公司于2018年4月发布停牌公告，公司筹划收购苏州润赢医疗设备有限公司、上海润林医疗科技有限公司、上海伟康卫生后勤服务有限公司、怡丹生物、上海瑞美电脑科技有限公司等公司的部分股权。公司计划以发行股份的形式购买资产，该事项构成重大资产重组事项，需持续关注公司相应资产收购

进展。公司近年投资均围绕体外诊断流通领域区域布局及生产业务领域。通过近年流通端领域的投资，公司已基本完成对全国的流通业务布局。未来将主要围绕子公司整合开展工作，暂无较大资本性支出计划。2018年-2019年，公司预计营运资金总需求分别为31.50亿元和27.00亿元，存在一定资金缺口，公司计划通过银行借款、债券融资的方式满足资金需求，关注投融资情况。

图表 20. 公司 2018 年~2019 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度
资本性支出计划（亿元）	—	—
营运资金需求（总额，亿元）	31.50	27.00
融资安排（总额，亿元）	31.50	27.00
其中：银行融资（亿元）	17.00	17.00
债券融资（亿元）	14.50	10.00

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理。

注：公司未做 2020 年投融资规划

该公司近年主要建设项目为金山物流园项目¹¹，该项目已于 2017 年末建设完工并投入生产使用。目前，润达医疗子公司上海惠中医疗科技有限公司（主要从事体外诊断设备的研发和制造）已搬迁至润达金山物流园，上海华臣生物试剂有限公司（主要从事体外诊断试剂的生产研发）正准备搬入。按照公司规划，金山物流园达产后可实现年均销售收入 1.81 亿元，年均净利润 0.42 亿元。目前，公司无其他重大在建及拟建项目安排。

管理

该公司系自然人控制的民营上市企业，跟踪期内股权结构较稳定。公司关联交易在购销活动中占比不大，对其经营业绩影响相对有限。

该公司为民营上市企业，股权结构较为清晰。截至 2017 年末，朱文怡女士持有公司 1.17 亿股股份，占公司总股份的 20.26%，为第一大股东；冯荣先生持有其 11.11% 的股权，为公司第二大股东；刘辉先生直接持有 7.07% 的股权，并通过上海达恩慧投资有限公司间接持有 0.0022% 的股权，为公司第三大股东。朱文怡女士和刘辉先生为母子关系，系一致行动人，为公司实际控制人，合计持有公司 27.3322% 的股权。公司股权状况详见附录一。

截至 2017 年末，朱文怡女士累计质押该公司股份数量 7,983.75 万股，占其当时所持公司股份的 67.99%；刘辉先生累计质押公司股份数量 2,794.80 万股，占其所持公司股份的 68.19%。两者合计质押股份数量占公司当时总股份的 18.60%。上述质押均用于参与润达医疗定增及其他相关产业公司投资，公

¹¹ 上海金山区山阳镇建设 3.88 万平米园区，共 5 栋楼（包括综合行政、研发、试剂生产、仪器生产和物流中心）。其中物流中心包含阴冷库、冷藏库和冷冻库，配备先进信息化精细管理及智能化冷链物流仓储和配送管理。

司实际控制人所持股权已质押比例较高，关注股权质押融资情况及相应风险。

图表 21. 截至 2017 年末控股股东其他投资情况

名称	注册资本	刘辉投资		朱文怡投资	
		投资额	直接或间接持股比例 (%)	投资额 (万元)	直接或间接持股比例 (%)
上海达恩慧投资有限公司	382.00 万元	65 万元	17.02	—	—
上海润睿投资合伙企业 (有限合伙)	500.00 万元	300 万元	60.00	200.00	40.00%
上海欣利睿投资合伙企业 (有限合伙)	5,000.00 万元	3,000 万元	60.00	2,000.00	40.00%
上海润领投资管理有限公司	12,000.00 万元	12,000 万元	96.61	—	—
Hycor Holdings Inc.	15,450,270 股	3,200 万美元	78.94	—	—

资料来源：根据润达医疗提供资料整理

该公司关联交易主要涉及与联营企业之间的商品购销、关联担保及与关联方的应收、应付款等，在购销活动占比不大，对公司经营业绩影响较为有限。公司关联购销主要为满足正常经营所发生的出售商品和提供劳务、采购商品和接受劳务等，其交易价格以市场价格为基础协商确定。2017 年度，公司向关联方销售商品和提供劳务的金额为 3.15 亿元，占营业收入比例为 7.29%；向关联方购买商品和接受劳务的金额为 0.80 亿元，占营业成本的比例为 2.58%。公司关联担保主要为对青岛益信医学科技有限公司（以下简称“青岛益信”）、上海康祥卫生器材有限公司（以下简称“上海康祥”）、上海惠中医疗科技有限公司、济南润达生物科技有限公司、山东鑫海、康泰生物科技有限公司（以下简称“哈尔滨润达”）及国润医疗供应链服务（上海）有限公司等子公司的担保，2017 年末关联担保余额为 5.99 亿元。截至 2017 年末，公司对关联方的应收账款余额为 0.94 亿元，对关联方的应付账款余额为 1.93 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2018 年 4 月 2 日）及相关资料，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。此外根据公开信息，公司债券偿付正常，无违约事项。

图表 22. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

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	2018/4/2	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/4/9	无	无	无	无
重大诉讼	公开信息披露	2018/4/1	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2018/4/23	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2018/4/23	无	无	无	无

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
安全	公开信息披露	2018/4/23	无	无	无	无

资料来源：根据润达医疗所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司主业运营较为稳健，近年来收入规模持续增长，得益于费用控制情况较好，毛利率水平较稳定。公司现阶段整体盈利状况基本依靠主业经营，但未来随着业务链延伸及对外投资规模的增加，投资收益等非经常性损益亦会对公司盈利产生一定影响。公司于 2015 年在上交所主板上市，2016 年完成了定向增发事项，其权益资本实力大幅增强，2017 年公司非公开发行公司债券，财务杠杆有所上升，但仍处于合理区间。公司刚性债务主要集中在短期，下游回款期限较长导致经营性现金净流量欠佳；公司整体投资规模较大，同时并购对象存在一定溢价，面临一定资金压力、项目的投资风险及商誉减值风险。公司货币资金较为充裕、融资渠道较畅通，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015~2017 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。

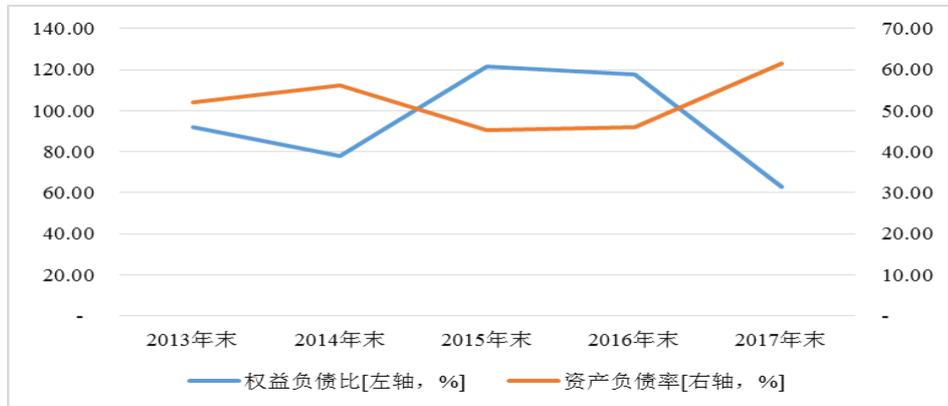
从该公司合并范围变化情况来看，截至 2015 年末，公司纳入合并范围子公司为 12 家；截至 2016 年末，公司纳入合并范围子公司增至 22 家，较 2015 年末新增南京润达强瀚医疗科技有限公司、山东鑫海、上海中科润达精准医学检验有限公司、北京润诺思医疗科技有限公司（以下简称“北京润诺思”）、杭州怡丹、合肥润达万通医疗科技有限公司（以下简称“合肥润达”）、广东省润达医学诊断技术有限公司、上海润湜生物科技有限公司、黑龙江省龙卫临床医学精准检验检测有限公司、上海润医科学仪器有限公司和加易生物科技（上海）有限公司等；2017 年，公司纳入合并范围子公司增至 34 家，当期新增东南悦达、云南润达康泰医疗科技有限公司（以下简称“云南润达康泰”）、武汉润达尚检医疗科技有限公司（以下简称“武汉润达尚检”）、长春金泽瑞、武汉优科联盛科贸有限公司（以下简称“武汉优科联盛”）、黑龙江润达泰信生物科技有限公司、杭州润达金卫诊断技术有限公司、上海润好生物科技有限公司、江苏润怡医疗设备有限公司、润达医疗国际有限公司、上海中科实验室和上海秣瑞信息科技有限公司。公司近年来投资并购活动较频

繁，业务扩张较快，财务数据变化较大。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

2015~2017年，该公司资产负债率分别为45.18%、45.91%和61.43%，其中2015年及2016年公司负债经营程度较低，主要系公司于2015年5月完成上市，募集资金净额3.61亿元；及2016年11月完成非公开发行股票，募集资金净额11.09亿元致使所有者权益规模增大所致。2017年，公司业务规模扩大、对外投资增加，债务融资规模增大致使负债总额进一步上，导致当年资产负债水平有所提高。整体而言，公司财务杠杆仍处于合理范围。

依托主业较好的盈利情况，该公司近年盈余公积金及未分配利润均呈逐年增长趋势。此外，公司近年还多次通过上市、非公开发行股票等方式提升资本实力，整体权益资本补充能力较好。权益资本兑付方面，公司根据利润分配政策¹²，近年来每年现金方式分配的利润均不低于当年实现的可分配利润的20%，分红情况较为合理。

图表 24. 公司近年分红情况

核心债务	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末
现金分红数(亿元)	0.04	0.04	0.19	0.24	0.44
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润(亿元)	0.68	0.75	0.92	1.16	2.19
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)	5.63	5.86	20.52	20.74	20.09

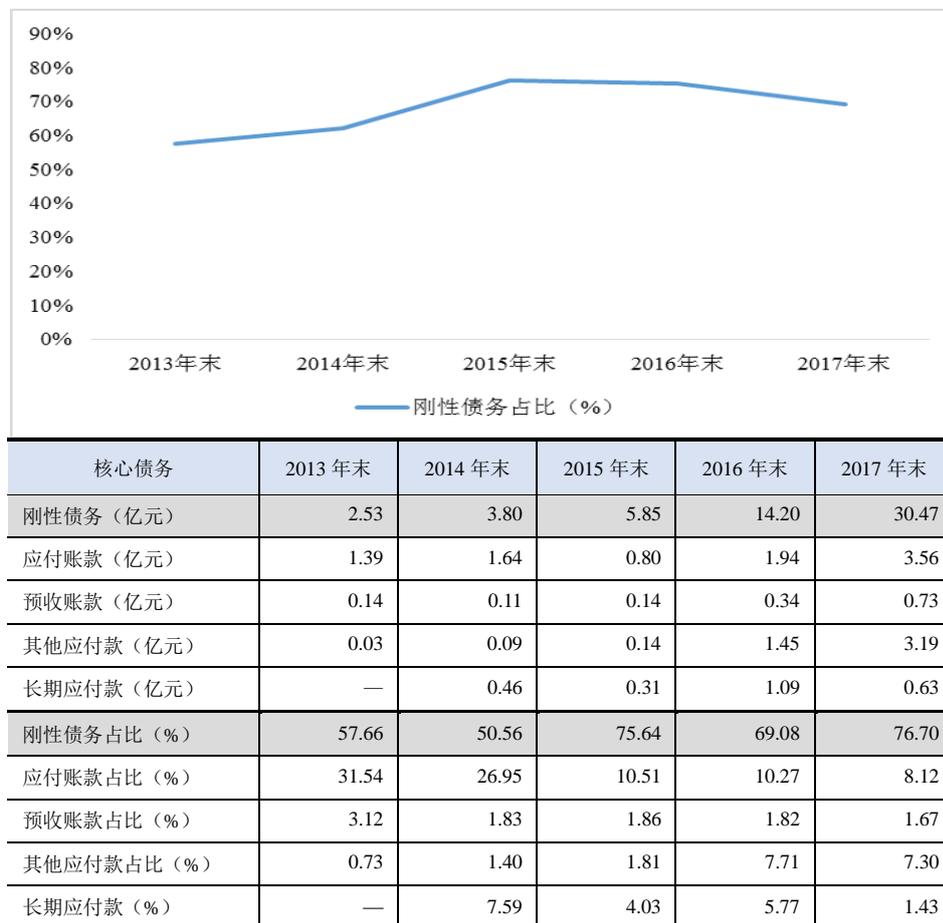
资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

¹² 当该公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；当公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；当公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。公司发展阶段不易区分但有重大资金支出安排的，可以按照前项规定处理。

根据该公司未来运营规划，公司未来无较大资本支出需求。但为满足公司营运资金需求，公司将通过银行借款、发行债券的形式获取资金，未来财务杠杆有进一步上升的可能。

(2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

该公司债务主要由刚性债务及应付账款构成。2015~2017 年末，公司刚性债务分别为 5.85 亿元、14.20 亿元和 30.47 亿元；分别占负债总额的 75.64%、69.08%和 76.70%。应付账款余额分别为 0.80 亿元、1.94 亿元和 3.56 亿元，主要为应付货款，随公司体外诊断产品销售规模扩大而增长。同期末，公司其他应付款余额分别为 0.14 亿元、1.45 亿元和 3.19 亿元，主要原因系押金、保证金、借款及往来款、股权转让款等应付款项的增加；长期应付款年末余额分别为 0.31 亿元、1.09 亿元和 0.63 亿元，主要系非同一控制下的股权转让款，按照约定支付时间计入长期应付款所致。

(3) 刚性债务

图表 26. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期刚性债务合计	2.54	3.34	5.48	11.98	18.72
其中: 短期借款	2.53	2.80	5.12	10.98	16.93
一年内到期非流动负债	-	-	0.01	0.01	0.64
应付票据	-	0.12	0.05	0.17	0.00
其他短期刚性债务	0.01	0.41	0.31	0.83	1.15
中长期刚性债务合计	-	0.46	0.37	2.22	11.75
其中: 长期借款	-	-	0.06	1.13	1.85
应付债券	-	-	-	-	9.27
其他中长期刚性债务	-	0.46	0.31	1.09	0.63
综合融资成本 (年化, %)	7.00	7.20	5.60	5.00	5.80

资料来源: 根据润达医疗所提供数据整理, 其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

该公司刚性债务结构偏短期, 近年公司债务规模随公司业务范围的扩大持续增长。2015~2017 年末, 公司刚性债务总额分别为 5.85 亿元、14.20 亿元和 30.47 亿元。公司刚性债务主要由银行借款构成。同期末, 公司短期借款分别为 5.12 亿元、10.98 亿元和 16.93 亿元, 以保证借款¹³、质押借款、抵押借款为主, 近年增长较快, 主要是公司业务规模扩大, 所需运营资金需求大幅上升所致; 长期借款分别为 0.06 亿元、1.13 亿元和 1.85 亿元。

该公司融资成本约保持在 5%-7% 之间, 其中 2015 年以来有所下降, 主要系央行降准降息融资成本降低所致。公司刚性债务以一年内及 2~3 年 (不含 3 年) 为主, 2017 年末分别占刚性债务总额的 57.64% 和 33.92%。融资成本集中于 5%~7% 之间, 融资成本相对较高, 但尚处于合理区间。

图表 27. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构 (单位: 万元)

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	13.50	—	—	—	—
3%~4% (不含 4%)	2,889.00	—	—	—	—
4%~5% (不含 5%)	21,950.00	—	—	—	—
5%~6% (不含 6%)	145,585.50	900.00	2,625.00	6,480.00	478.60
6%~7% (不含 7%)	4,570.00	—	100,735.97	—	—
7% 及以上	621.14	—	—	—	—
合计	175,629.14	900.00	103,360.97	6,480.00	478.60

资料来源: 润达医疗

¹³ 保证人主要为实际控制人朱文怡和刘辉。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	190.57	165.33	203.63	251.45	218.86
营业收入现金率（%）	107.52	109.85	104.01	108.34	103.09
业务现金收支净额（亿元）	0.94	1.37	-1.39	0.69	1.91
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.63	-1.01	-0.87	-1.94	-2.79
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.32	0.36	-2.27	-1.25	-0.88
EBITDA（亿元）	1.34	1.80	2.33	3.36	6.59
EBITDA/刚性债务（倍）	0.53	0.57	0.48	0.34	0.29
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.58	6.10	6.83	6.52	6.02

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

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。

2015~2016 年，该公司营业周期分别为 203.63 天和 251.45 天，营运周期不断拉长主要系公司所处商业流通行业下游回款周期较长，同时近年不断由华东市场向全国范围扩展，随着新增的控股子公司应收账款合并及回款相对较慢的直销业务占比上升因素影响，账款回收周期有所拉长。公司于 2017 年加强了应收账款管理，通过及时催款及奖励机制的实施，营业周期降至 218.86 天。未来，随着公司直销业务规模的不断增加，公司面临应收账款压力进一步增大的可能性，关注账款回款情况。

2015~2017 年，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2.27 亿元、-1.25 亿元和-0.88 亿元。近年来，公司经营性现金流净额主要呈流出状态，原因是公司直销客户收入占比持续增长，直销客户以医院等医疗机构为主，其账期相对较长。同时医疗机构在年末阶段性地清算前期货款，致使公司年末尚未回笼的货款金额较大所致。2016 年以来，公司经营活动产生的现金流量净流出金额有所减少，主要系公司采购信息化、精细化程度改善，采购支出现金流有所下降；公司加强了应收账款管理，及时催款，并实施了有效的奖惩机制；同时，随着公司业务规模进一步扩大，公司与主流品牌供应商达成了集团采购协议，可以以较优惠的价格向上游采购的同时拥有一定的信用期限和额度，显著减少了预付账款，降低了采购资金压力，使得公司经营性现金流好转所致，但公司经营活动现金流持续表现为净流出状态，整体表现欠佳。

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为 2.33 亿元、3.36 亿元和 6.59 亿元，整体随业务范围的扩大而增加。但公司刚性债务增长较快，致使 EBITDA 对债务的保障程度有所下降。同期，EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.48

倍、0.34 倍和 0.29 倍，呈下降趋势。

(2) 投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-	-0.02	-0.55	-5.45	-13.18
其中：理财产品投资回收与支付净额	-	-	-	-	-0.30
其中：与主业有关的投资净额	-	-0.02	-0.05	-5.45	-12.88
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	-0.84	-1.23	-2.28	-2.83	-3.43
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.05	-	0.01	-0.01	-0.89
投资环节产生的现金流量净额	-0.79	-1.25	-2.82	-8.29	-17.50

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

在投资活动方面，该公司近年投资活动较多，2016 年通过并购重组收购了杭州怡丹、山东鑫海等区域子公司；2017 年，公司增加了对东南悦达、长春金泽瑞、麦克奥迪、上海润帛投资管理中心（有限合伙）等公司的投资支付。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.82 亿元、-8.29 亿元和-17.50 亿元。公司现阶段对外拟投资项目较多，投资规模较大，投资回收期较长，项目能否实现预期收益尚存在不确定性，使得公司面临了一定的商誉减值等投资风险。

(3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	-	-	3.72	11.13	0.17
债务类净融资额	1.22	0.38	1.90	5.55	14.28
其中：现金利息支出	0.17	0.33	0.40	0.74	1.08
筹资环节产生的现金流量净额	1.22	0.38	5.62	16.68	14.45

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

该公司经营性支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款及发行股票等方式满足。2015-2017 年，公司筹资活动产生的现金净流量分别为 5.62 亿元、16.68 亿元和 14.45 亿元，近年公司筹资活动现金流净流入规模较大，主要系 2015 年公司 IPO 发行股票募集资金净额 3.61 亿元；2016 年公司非公开发行股票募集资金净额 11.09 亿元；2017 年非公开发行公司债券以及为满足业务发展需求增加中短期银行借款所致。

该公司是上海证券交易所上市公司，具备资本市场融资渠道。公司已于 2016 年 11 月，通过非公开发行股票募集资金净额 11.09 亿元。同时，公司还与银行保持了较好的合作关系。截至 2017 年末，公司共获得银行授信合计人民币 20.99 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币 1.70 亿元。此外，公司

货币资金存量较为充裕，截至 2017 年末，非受限货币资金 5.06 亿元，基本可满足现阶段资金需求。

4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	6.82	7.99	12.08	27.22	38.39
	80.81	73.65	71.30	66.25	53.88
其中：现金类资产（亿元）	1.83	1.37	1.90	9.20	5.50
应收款项（亿元）	2.89	3.73	5.70	9.25	18.67
存货（亿元）	1.77	2.41	3.96	6.74	10.41
其他流动资产（亿元）	-	0.01	0.01	0.11	1.32
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1.62	2.86	4.86	13.86	32.86
	19.19	26.35	28.70	33.75	46.12
其中：固定资产（亿元）	1.22	2.19	2.99	5.67	7.62
在建工程（亿元）	0.01	0.18	0.69	0.19	0.07
商誉（亿元）	0.01	0.01	0.03	4.81	16.70
可供出售金融资产（亿元）	-	-	0.39	0.06	0.10
长期股权投资（亿元）	-	-	0.16	1.94	5.52
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.22	4.73	6.82	8.34	10.78
期末抵质押融资余额（亿元）	2.22	4.73	6.82	8.34	11.78
受限资产账面余额/总资产（%）	26.35	43.62	40.24	20.30	15.14

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

随着该公司经营规模的扩大，其资产规模也保持快速增长态势。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 16.94 亿元、41.08 亿元和 71.25 亿元，公司所处的流通行业特性决定了货币资金、应收账款和存货等流动资产的占比较高，近三年末公司流动资产占比分别为 71.30%、66.25%和 53.88%。同期末，公司流动比率分别为 167.32%、164.68%和 120.30%，速动比率分别为 106.87%、117.55%和 83.36%。

从流动资产构成情况看，2015~2017 年末该公司流动资产余额分别为 12.08 亿元、27.22 亿元和 38.39 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成。同期末公司货币资金余额分别为 1.90 亿元、9.20 亿元和 5.50 亿元，现金比率分别为 26.51%、56.12%和 17.72%，其中 2017 年末，公司受限货币资金 0.44 亿元，主要为用于担保的定期存款或通知存款、银行承兑汇票保证金；应收账款也医院欠款为主，其中医院应收账款占比约为 79.67%，公司客户以二级及三级医院为主，整体信誉较好。由于行业特性，公司应收账款余额规模很大，2015~2017 年末分别为 5.70 亿元、9.25 亿元和 18.67 亿元，其中 94%以上账款账龄在 1 年以内，公司近年应收账款增幅较快，主要是公司收入规模增长、投资新增的控股子公司应收账款合并及回款相对较慢的直销业务占比上升等因素所致。由于业务范围扩大，公司计提应收账款坏账准备也有所

增长，同期分别为 0.14 亿元、0.15 亿元和 0.51 亿元。公司直销业务客户的回款周期偏长，未来随着公司直销业务规模的不断增加，公司面临应收账款压力进一步增大的可能性，关注账款回款情况。公司存货主要为库存商品（以试剂和耗材为主），同期末余额分别为 3.96 亿元、6.74 亿元和 10.41 亿元，其中 2017 年末存货跌价准备为 278.14 万元。随着经营规模的扩大，且为加快供应链响应速度，公司加大了库存备货额¹⁴，加之新增控股子公司存货合并等因素影响，存货规模上升较快，需关注市场原因、质量问题和周转速度导致的存货跌价风险。此外，公司于 2017 年增加了银行理财产品及结构化存款，致使其他流动资产由 2016 年末的 0.11 亿元增长至 2017 年末的 1.32 亿元。

从非流动资产构成来看，2015~2017 年末该公司非流动资产余额分别为 4.86 亿元、13.86 亿元和 32.86 亿元。由于公司近年投资并购活动较多，因此非流动资产主要集中于固定资产、商誉和长期股权投资等。2015~2017 年末，公司固定资产余额分别为 2.99 亿元、5.67 亿元和 7.62 亿元，其中 2016 年及 2017 年大幅增长主要是并购活动增加以及金山生产基地建造工程完工转入所致；商誉资产分别为 0.03 亿元、4.81 亿元和 16.70 亿元，其中 2016 年以来商誉变化较大，2016 年主要为收购山东鑫海、北京润诺思、杭州怡丹等公司股权溢价所致；2017 年公司收购了长春金泽瑞、东南悦达、武汉优科联盛、云南润达康泰和武汉润达尚检等致使商誉进一步大幅增长。公司每年对商誉进行减值测试，由于公司涉及业绩承诺并购企业 2017 年均已实现业绩承诺数，因此公司当期确认当期无商誉减值。公司商誉资产规模较大，存一定商誉减值风险。2015~2017 年末，公司长期股权投资分别为 0.16 亿元、1.94 亿元和 5.52 亿元，其中 2016 年末公司长期股权投资有所增加，主要为对国药润达、麦克奥迪、上海润达盛瑚投资管理中心（有限合伙）、上海润瑚投资管理中心（有限合伙）等的投资增长所致；2017 年，公司增加了对国药润达、麦克奥迪等公司投资致使长期股权投资进一步增长致 5.52 亿元。

截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值合计 11.87 亿元，主要由青岛益信、云南润达康泰、上海康祥及哈尔滨润达等子公司的应收账款，用于质押的山东鑫海 100% 股权、怡丹生物 45% 股权、东南悦达 60% 股权、部分货币资金，以及抵押的部分存货和青岛益信固定资产等构成。

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	157.73	143.80	167.32	164.68	120.30
速动比率 (%)	110.89	94.24	106.87	117.55	83.36

¹⁴ 该公司的业务围绕着各类医院检验科的日常需求开展，须及时、准确地为客户提供产品和综合服务，以确保医院（尤其是急诊检验）对病患及时响应和正常运作，公司所提供的产品多为原装进口的仪器、试剂及耗材，其订货到货周期平均为 2-3 个月。因此，按照行业惯例以及公司保障客户服务的及时性和有效性，公司一般会根据预计客户的需求情况准备 2-3 个月安全库存。

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
现金比率 (%)	42.22	24.72	26.51	56.12	17.22

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

近年来，该公司流动资产占比有所下降，资产流动性有所降低。2015~2017 年末，流动比率分别为 167.32%、164.68% 和 120.30%，速动比率分别为 106.87%、117.55% 和 83.36%。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2017 年末，该公司合计为国润医疗供应链服务（上海）有限公司提供对外担保额 0.11 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事体外诊断流通与服务业务的经营活 动，能获得一定营业利润。但公司资产以较难变现的非流动资产为主，债务结构偏短期，存在一定资金偿付压力。

该公司本部资产以非流动资产为主，截至 2017 年末，该公司本部资产总额为 52.81 亿元，其中流动资产 18.37 亿元，非流动资产 34.44 亿元。公司本部流动资产以货币资金、应收账款、存货和其他流动资产为主。2017 年末，公司本部货币资金为 3.12 亿元；应收账款 5.45 亿元，主要为二级以上医院的应收款项，其中应收账款前五名占比为 24.39%。公司本部非流动资产以长期股权投资为主，2017 年末账面价值为 30.20 亿元，主要系对青岛益信、山东鑫海、北京润诺思、杭州怡丹、东南悦达、长春瑞泽金等子公司的投资款；存货为 4.89 亿元，以库存商品为主；其他流动资产为 2.44 亿元，主要为银行理财和结构化存款。2017 年末，公司本部资产负债率为 61.73%，处于偏高水平。

该公司刚性债务集中于母公司，2017 年末刚性债务合计数为 23.38 亿元，占公司合并口径的 76.74%。截至 2017 年末，公司本部负债总额为 32.60 亿元，其中流动负债 20.83 亿元，非流动负债 11.77 亿元。公司本部流动负债以短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债为主。2017 年末，公司本部短期借款为 11.02 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为 4.15 亿元，主要系以公允价值计量对长春瑞泽金 60% 股权的剩余支付款；应付账款为 1.94 亿元，以应付货款；其他应付款为 1.64 亿元，以应付垫款、借款及往来款为主。公司本部非流动负债以长期借款、应付债券为主。2017 年末金额为 1.71 亿元和 9.27 亿元。

外部支持因素

截至 2017 年末，该公司共获得银行授信合计人民币 20.99 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币 1.70 亿元。

图表 33. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率 区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	20.99	20.99	19.29	3%-7%	母子公司互保、实际控制人担保、资产质押
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	0.95	0.95	0.95	4%-6%	母子公司互保、实际控制人担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	20.04	20.04	18.34	3%-7%	母子公司互保、实际控制人担保、资产质押

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理（截至 2017 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 17 润达 01：利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权

该债权期限为 3 年（债券存续期的第 1 年末、第 2 年末附发行人调整票面利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权），存在利率调整及提前兑付的可能，加大了企业即期债务偿付压力。

2. 17 润达 02：利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权

该债权期限为 3 年（附第二年末发行人调整票面利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权）存在提前兑付的可能，存在利率调整及提前兑付的可能，加大了企业即期债务偿付压力。

跟踪评级结论

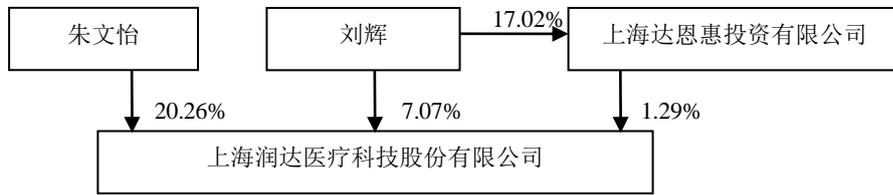
该公司系自然人控制的民营上市企业。股权结构清晰，产权关系较稳定，控股股东处于相对控股地位。公司股东大会、董事会、监事会日常运作规范，法人治理机制健全。公司根据自身发展和经营需要，设置相应的职能部门及内控制度，并通过不断加强对各项业务的制度化管理，以确保能够有效控制经营管理各环节中的主要风险。

该公司是体外诊断产品流通企业，在华东地区知名度较高。随着经营规模的扩张，公司经营业绩保持稳步增长。近年来，公司通过股权融资获得一定的资金支持，目前资金压力尚可，但公司持续面临下游资金占用情况，长期看公司面临较大的流动资金压力。

该公司主业运营较为稳健，近年来收入规模持续增长，得益于费用控制情况较好，毛利率水平较稳定。公司现阶段整体盈利状况基本依靠主业经营，但未来随着业务链延伸及对外投资规模的增加，投资收益等非经常性损益亦会对公司盈利产生一定影响。公司于 2015 年在上交所主板上市，2016 年完成了定向增发事项，其权益资本实力大幅增强，2017 年公司非公开发行公司债券，财务杠杆有所上升，但仍处于合理区间。公司刚性债务主要集中在短期，下游回款期限较长导致经营性现金净流量欠佳；公司整体投资规模较大，同时并购对象存在一定溢价，面临一定资金压力、项目的投资风险及商誉减值风险。公司货币资金较为充裕、融资渠道较畅通，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

附录一：

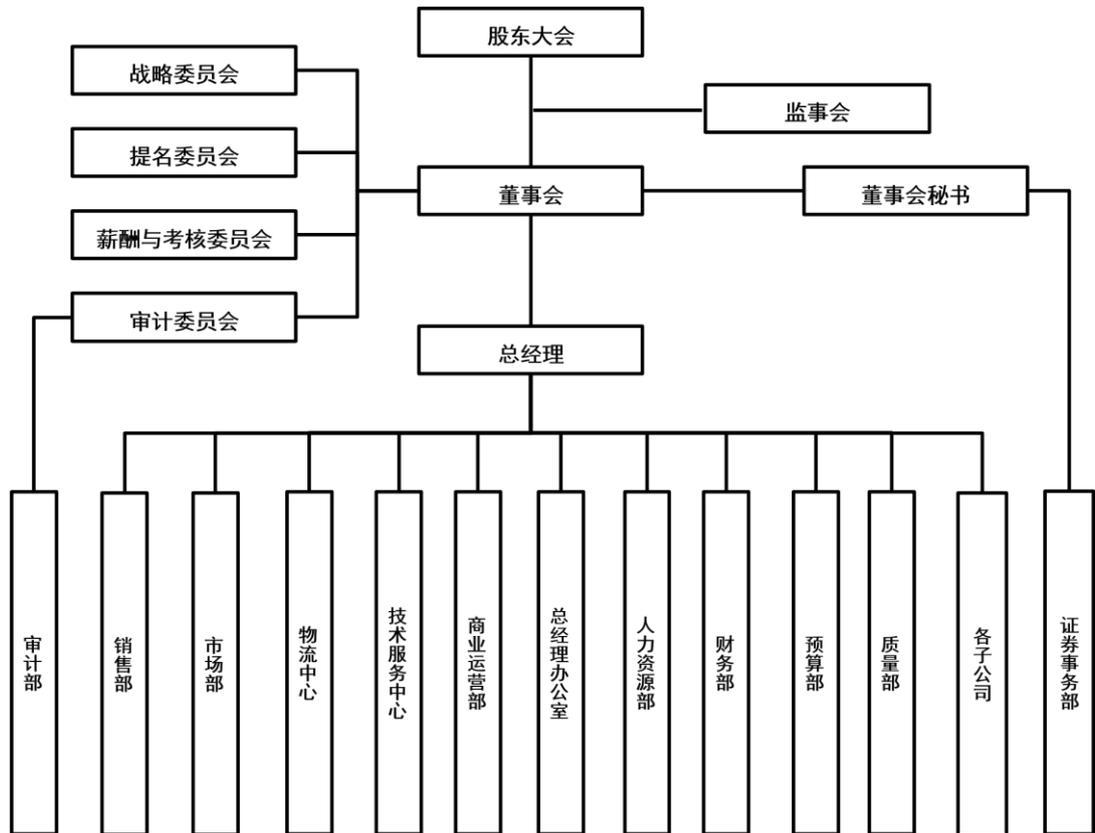
公司与实际控制人关系图



注：根据润达医疗提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据润达医疗提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

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	2017年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
上海润达医疗科技股份有限公司	润达医疗	本级	—	流通	23.38	20.21	16.98	0.69	0.56	
上海润达实业发展有限公司	润达实业	一级子公司	45%	流通	0.00	0.22	0.22	0.02	-0.10	
上海惠中医疗科技有限公司	上海惠中	一级子公司	100%	生产、研发	0.33	0.82	0.68	0.10	0.06	
上海康祥卫生器材有限公司	上海康祥	一级子公司	100%	流通	0.50	0.17	0.78	0.02	0.30	
上海华臣生物试剂有限公司	上海华臣	一级子公司	100%	生产、研发	0.45	0.29	0.88	0.10	-0.14	
青岛益信医学科技有限公司	青岛益信	一级子公司	100%	流通	2.24	1.87	5.15	0.26	0.22	
上海益骋精密机械有限公司	上海益骋	二级子公司	100%	精密器械加工	0.00	0.04	0.06	0.00	0.01	
济南润达生物科技有限公司	济南润达	一级子公司	70%	流通	0.80	0.33	1.22	0.10	-0.11	
哈尔滨润达康泰生物科技有限公司	哈尔滨润达	一级子公司	100%	流通	1.49	1.33	2.39	0.14	-0.43	
上海昆涑生物科技有限公司	上海昆涑	一级子公司	60%	生产、研发	0.00	-0.02	0.37	0.01	0.01	
上海润达榕嘉生物科技有限公司	润达榕嘉	一级子公司	51%	流通	0.51	0.06	1.27	0.03	-0.04	
苏州润达汇昌生物科技有限公司	苏州润达	一级子公司	51%	流通	0.18	0.20	0.47	0.08	-0.00	
南京润达强瀚医疗科技有限公司	南京润达	一级子公司	100%	流通	0.12	0.10	0.35	-0.00	0.00	
上海润医科学仪器有限公司	上海润医	二级子公司	100%	流通	0.00	0.01	0.03	0.00	-0.01	
黑龙江龙卫精准医学检验中心有限公司	黑龙江龙卫	二级子公司	70%	实验室	0.19	0.35	0.04	-0.06	-0.06	
杭州怡丹生物技术有限公司	怡丹生物	一级子公司	45%	生产、研发	0.00	1.15	3.28	0.43	0.34	
山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司	鑫海润邦	一级子公司	100%	流通	1.45	0.90	4.72	0.25	-0.45	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例	主营业务	2017年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权 益	营业收入	净利润	经营环节现 金净流入量	
上海中科润达精准医学检验有限公司	上海中科	一级子公司	51%	实验室	0.00	0.38	0.05	-0.06	-0.15	
上海中科润达医学检验实验室有限公司	中科实验室	二级子公司	100%	实验室	0.00	0.03	0.06	-0.01	0.03	
合肥润达万通医疗科技有限公司	合肥润达	一级子公司	40%	流通	0.10	0.94	1.04	0.14	-0.18	
北京润诺思医疗科技有限公司	北京润诺思	一级子公司	65%	生产、研发	0.00	0.15	0.10	-0.15	-0.19	
上海润湜生物科技有限公司	上海润湜	二级子公司	100%	研发	0.00	0.00	-	-0.00	-0.00	
广东省润达医学诊断技术有限公司	广东润达	一级子公司	75%	流通	0.15	0.03	0.36	-0.05	-0.16	
北京东南悦达医疗器械有限公司	北京东南	一级子公司	60%	流通	0.00	2.77	4.87	0.52	-0.04	
上海嵇瑞信息科技有限公司	嵇瑞信息	一级子公司	70%	信息科技	0.00	-0.03	0.03	-0.03	-0.01	
黑龙江润达泰信生物科技有限公司	黑龙江泰信	一级子公司	51%	流通	0.00	0.10	0.05	0.00	-0.04	
长春金泽瑞医学科技有限公司	长春金泽瑞	一级子公司	60%	流通	0.00	1.94	2.07	0.42	0.08	
云南润达康泰医疗科技有限公司	云南润达康泰	一级子公司	51%	流通	0.06	0.14	0.32	0.02	-0.00	
武汉润达尚检医疗科技有限公司	武汉润达尚检	一级子公司	51%	流通	0.00	0.96	0.50	0.13	-0.21	
杭州润达金卫诊断技术有限公司	杭州金卫	一级子公司	90%	实验室	0.00	0.01	-	-0.01	-0.01	
上海润好生物科技有限公司	上海润好	一级子公司	70%	流通	0.00	0.00	-	-0.00	-0.00	
江苏润怡医疗设备有限公司	江苏润怡	一级子公司	51%	流通	0.00	0.00	-	-0.00	-0.00	
武汉优科联盛科贸有限公司	武汉优科联盛	一级子公司	51%	流通	0.00	0.85	0.18	0.03	0.02	

注：根据润达医疗 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

注：东南悦达、云南润达康泰、武汉润达尚检、长春金泽瑞、武汉优科联盛等 5 家控股子公司为 2017 年新收购企业，其利润表及现金流量表为购买日后纳入合并财务报表的数据。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额[亿元]	16.94	41.08	71.25
货币资金[亿元]	1.90	9.20	5.50
刚性债务[亿元]	5.85	14.20	30.47
所有者权益[亿元]	9.29	22.22	27.49
营业收入[亿元]	16.29	21.65	43.19
净利润[亿元]	0.92	1.32	2.97
EBITDA[亿元]	2.33	3.36	6.59
经营性现金净流入量[亿元]	-2.27	-1.25	-0.88
投资性现金净流入量[亿元]	-2.82	-8.29	-17.50
资产负债率[%]	45.18	45.91	61.43
权益资本与刚性债务比率[%]	158.77	156.44	90.21
流动比率[%]	167.32	164.68	120.30
现金比率[%]	26.51	56.12	17.72
利息保障倍数[倍]	4.69	4.48	4.54
担保比率[%]	—	3.00	0.40
营业周期[天]	203.63	251.45	218.86
毛利率[%]	27.19	28.10	28.16
营业利润率[%]	7.35	8.02	8.81
总资产报酬率[%]	11.52	7.97	8.83
净资产收益率[%]	13.16	8.39	11.96
净资产收益率*[%]	13.11	7.66	9.95
营业收入现金率[%]	104.01	108.34	103.09
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-35.49	-10.57	-3.63
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-73.99	-72.01	-58.70
EBITDA/利息支出[倍]	6.83	6.52	6.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.48	0.34	0.29

注：表中数据依据润达医疗经审计的2015~2017年度财务数据整理、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，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，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。