



珠海和佳医疗设备股份有限公司公开发行 2019年、2020年创新创业公司债券(面向 合格投资者)(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
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： 



珠海和佳医疗设备股份有限公司公开发行2019年、2020年创新创业公司债券(面向合格投资者)(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		
第一期	AAA	AAA
第二期	AAA	AAA
评级日期	2021-06-22	2020-05-20

债券概况

债券简称:

第一期: 19 和佳 S1;
第二期: 20 和佳 S1

债券剩余规模: 4.80 亿元 (其中: 第一期 2.10 亿元, 第二期 2.70 亿元)

债券到期日期:

第一期: 2022 年 12 月 13 日
第二期: 2023 年 03 月 11 日

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本; 第 2 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

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: 张旻燊

zhangmy@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对珠海和佳医疗设备股份有限公司 (以下简称“和佳医疗”或“公司”, 股票代码: 300273.SZ) 及其 2019 年 12 月公开发行的第一期公司债券“19 和佳 S1”、2020 年 3 月公开发行的第二期公司债券“20 和佳 S1”的 2021 年度跟踪评级结果为: “19 和佳 S1”、“20 和佳 S1”债券信用等级维持为 AAA, 发行主体长期信用等级维持为 AA-, 评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到: 公司在建、拟建医院建设项目较多, 未来业务可持续性较好, 深圳市高新投集团有限公司 (以下简称“深圳高新投”) 为两期债券提供的连带责任保证担保仍能有效提升两期债券的信用水平。同时, 中证鹏元也关注到公司存在实际控制人变更的风险, 应收融资租赁款存在信用减值风险, 应收账款、医院整体建设代垫款对资金形成较大占用, 主营业务盈利能力欠佳, 以及面临一定的资金压力、较大的短期偿债压力等风险因素。

未来展望

- 公司在建、拟建医院建设项目较多, 随着疫情冲击减弱, 医用工程业务回升, 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	65.65	66.38	65.01	58.78
归母所有者权益	26.27	25.97	25.31	24.97
总债务	31.30	31.37	29.31	24.68
营业收入	2.64	9.30	12.18	11.96
净利润	0.33	0.64	0.44	1.09
经营活动现金流净额	-0.03	1.18	0.12	-5.92
销售毛利率	51.50%	49.26%	50.33%	51.47%
EBITDA 利润率	--	25.88%	28.41%	26.12%
总资产回报率	--	3.13%	3.10%	4.46%
资产负债率	56.95%	57.93%	58.05%	55.05%
净债务/EBITDA	--	10.87	6.96	7.28
EBITDA 利息保障倍数	--	1.67	2.59	3.20
总债务/总资本	52.55%	52.90%	51.80%	48.30%
FFO/净债务	--	-0.05%	3.47%	3.91%
速动比率	2.53	2.36	2.15	2.01
现金短期债务比	0.35	0.49	0.52	0.26

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



优势

- **公司医院整体投资建设项目在建、拟建项目较多，业务可持续性较好。**截至 2020 年底，公司主要的在建、拟建项目总投资合计 17.27 亿元，已投资 7.14 亿元，为未来医用工程收入、医疗设备销售业务提供了一定保障。
- **深圳高新投提供的保证担保有效提升了两期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为 AAA，其提供的连带责任保证担保能够继续有效地提升两期债券的信用水平。

关注

- **公司存在实际控制人变更的风险。**跟踪期内，郝镇熙、蔡孟珂继续减持公司股份。截至 2021 年 3 月底，郝镇熙、蔡孟珂持有公司股份已全部质押、冻结，质押比例仍处于较高水平，公司仍存在实际控制人变更风险。
- **公司应收融资租赁款存在一定信用减值风险。**2020 年底公司融资租赁业务客户集中度仍较高，第一大客户睢县中医院资产负债率较高，部分疫情产品相关企业经营不达预期、出现逾期，应收融资租赁款仍存在一定信用减值风险。
- **公司应收账款、医院整体建设代垫款对资金形成较大占用。**2020 年底公司应收账款、医院整体建设代垫款应收对象仍主要为基层公立医院、国有建设公司，回笼时间仍较长，且部分应收医院整体建设代垫款出现逾期，仍对公司资金形成较大占用。
- **公司主营业务盈利能力欠佳。**2020 年受疫情影响，公司营业收入继续下滑，期间费用及信用减值损失规模仍较大，仍对利润造成较大侵蚀，净利润扣除投资收益、政府补助仍呈负值，主营业务盈利能力仍欠佳。
- **公司面临一定的资金压力。**2020 年底公司在建、拟建医院建设项目后续仍需投入一定资金，面临一定的资金压力。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**2020 年底公司现金类资产对短期有息债务保障能力仍欠佳，短期偿债压力仍较大。19 和佳 S1、20 和佳 S1 第 2 年末附投资者回售选择权，若投资者选择提前回售，公司短期偿债压力将进一步加大。

同业比较（单位：亿元）

指标	和佳医疗	尚荣医疗	新华医疗	鱼跃医疗
总资产	66.38	50.61	115.54	100.65
营业收入	9.30	22.67	91.51	67.26
净利润	0.64	3.70	2.39	17.57
销售毛利率	49.26%	30.64%	23.28%	52.68%
资产负债率	57.93%	27.98%	57.95%	25.54%

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

公司分别于2019年12月、2020年3月公开发行3年期2.10亿元、2.70亿元创新创业公司债券(面向合格投资者)，募集资金拟全部用于偿还公司已发行公司债券本金及公司银行借款本金。根据公司2020年年度报告，截至2020年底，19和佳S1、20和佳S2募集资金账户余额合计为1.18万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司对已不符合公司限制性股票激励计划中有关激励对象的规定但尚未解除限售的全部限制性股票进行回购注销，截至2021年3月底，公司注册资本、实收资本为79,235.42万元。

公司控股股东及实际控制人均未发生变化，仍为郝镇熙、蔡孟珂夫妻二人。郝镇熙、蔡孟珂因个人资金需求、继续减持公司股份；截至2021年3月底，郝镇熙、蔡孟珂持股比例为25.85%，较2019年底减少4.00个百分点。需关注，2021年3月底郝镇熙、蔡孟珂持有公司19,543.58万股已被质押、940.36万股¹已被冻结，合计占其持有公司股份数的100%，质押比例仍处于较高水平。

2020年7月10日，广东证监局就公司既往在互动易上信息披露不准确、部分应收账款坏账准备计提错误、未对部分大额长期应收款进行单项减值测试和部分固定资产折旧计提错误共4项问题出具了《关于对珠海和佳医疗设备股份有限公司、郝镇熙、张晓菁、何雄涛采取出具警示函措施的决定》（[2020]90号）。

跟踪期内公司主营业务亦无变化，仍主要为医疗设备的研发、生产、销售、服务，融资租赁业务以及医院整体投资建设业务。合并范围方面，2020年公司新纳入财务报表合并范围的子公司1家。

表1 2020年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
绍兴和融医疗设备有限公司	51%	200	医疗器械销售	新设

资料来源：公司2020年年度报告、全国企业信息查询系统，中证鹏元整理

¹ 郝镇熙及蔡孟珂为珠海市和佳锦园中医药科技有限公司融资业务提供担保，该企业被债权人向珠海中院提起诉讼并申请了财产保全，珠海中院对保证人郝镇熙及蔡孟珂所持有的公司股份采取了财产保全。

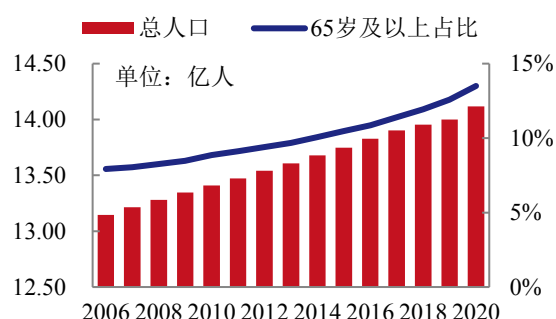
四、运营环境

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。

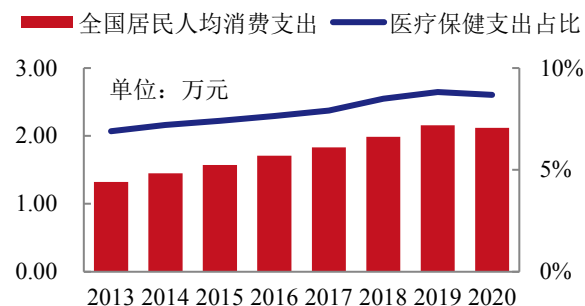
受人口老龄化趋势加剧、居民生活压力不断上升、健康意识的增强等因素影响，医疗需求作为刚性需求将逐步上升，医疗器械市场仍将持续受益。我国老龄化趋势日益明显，2020年末我国65岁及以上人口占总人口的比重继续提高；老年人由于生理结构退变，生理机能普遍降低，患病率较高，对医疗服务的需求也较大。2013-2020年，我国居民年人均消费支出从13,220.40元增长至21,210.00元，居民的消费能力不断增强，2020年人均医疗保健消费支出1,843.00元，同比有所下降，主要系新冠疫情影响门诊诊疗人次下降所致，随着新冠疫情影响逐渐减弱，预计人均医疗保健消费支出仍将保持持续增长态势。

图1 我国人口老龄化趋势明显



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

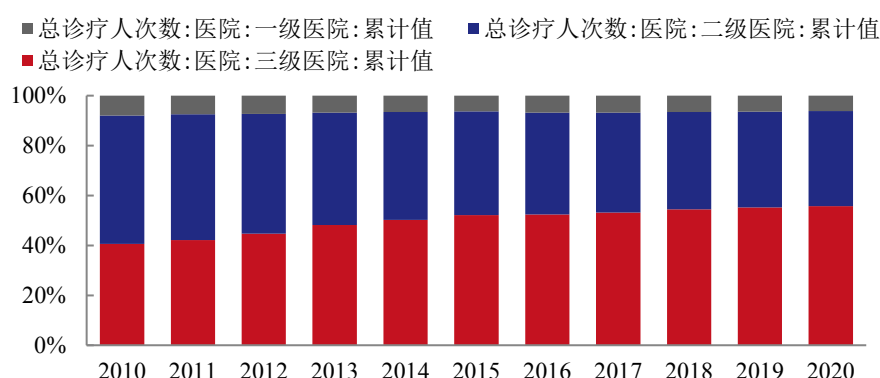
我国政府连续出台政策措施，鼓励医疗器械国产化创新及进口替代。2015年，国务院印发《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》，明确提出要降低医疗成本，逐步提高国产医用设备配置水平。2014年起卫计委开始优秀国产医疗设备的遴选工作，至今已开展了六批，国产优秀医疗设备数量日益丰富涉及范围越来越广，有效促进优秀国产医疗器械产品快速放量。2018年4月，32类医疗器械被列入工信部的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》，入选产品在后续公立医院招标采购中将得到配套政策支持，从而加快上市销售步伐。2018年11月，国家药监局发布《关于发布创新医疗器械特别审查程序的公告》，鼓励医疗器械研发创新，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，未来国家有望加大基础医疗卫生资源投入，分级诊疗制度建设将加速落地，为国产医疗器械、医用工程行业提供了良好的发展契机

2020年年初以来，新冠疫情传播速度和规模远超SARS病毒感染，短期内疫情防治相关产品需求暴增，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。疫情防治相关产品的生产企业业绩得到提振。

受疫情影响，未来国家有望加大基础医疗卫生资源投入，分级诊疗制度建设将加速落地。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。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。

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

基础医疗卫生资源投入、分级诊疗制度推进，为国产医疗器械、医用工程行业提供了良好的发展契机。基层医疗机构医疗设备配备水平较低、需求量大，而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；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、进口替代空间大。我国医用工程行业起步较晚，发展历史较短，企业技术水平相对落后，行业经验相对薄弱，施工质量参差不齐，所以行业集中度较低，能够提供从设计到系统运维一体化服务的企业具有一定的竞争优势。随着分级诊疗政策的推进，大量县级公立医院进行改造及新建，基层医院固定资产投资、床位数快速增长，为医用工程行业发展提供了良好契机。

受新冠疫情、行业监管政策落地等因素影响，2020我国融资租赁业务余额首次出现负增长；医疗投资需求增长、传统医疗融资局限性为医疗融资租赁市场创造了一定空间

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大融资方式之一，目前国内融资租赁公司业务模式以售后回租为主，资金来源以股东资本金、银行融资为主，总体融资渠道较单一。融资租赁行业发展与宏观经济、货币政策以及行业政策密切相关。

银保监会2020年6月发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称《办法》），融资租赁行业进入强监管时代。《办法》施行前已经设立的融资租赁公司，应当在省级地方金融监管部门规定的过渡期内达到本办法规定的各项要求，原则上过渡期不超过三年。省级地方金融监管部门可以根据特定行业的实际情况，适当延长过渡期安排。

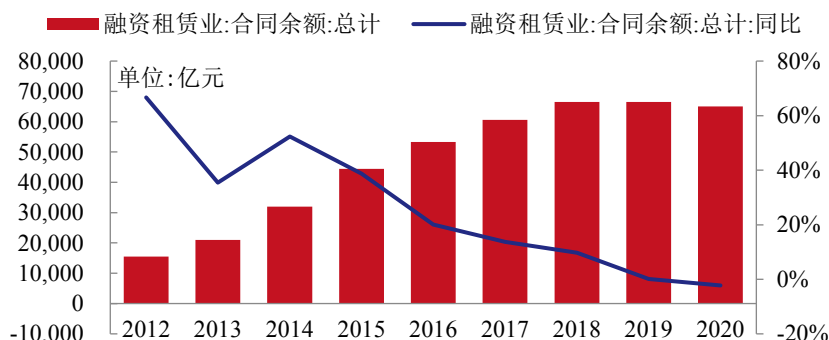
表2 银保监会 2020 年 6 月发布的《融资租赁公司监督管理暂行办法》主要内容

分类	主要内容	
完善业务经营规则	业务范围	明确禁止开展担保、向第三方机构转让应收账款等非租赁相关的业务经营
	租赁物范围	明确规定租赁物范围为能够产生收益的固定资产，排除了无形资产、金融资产或者不能产生收益的公益性设施作为租赁物
加强监管指标约束	租赁资产比重	融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的 60%；
	风险资产总额	风险资产总额不得超过净资产的 8 倍
	固定收益类证券投资	固定收益类证券投资业务不得超过净资产的 20%；
	客户集中度	（1）对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 30%。
		（2）对单一集团的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 50%。
开展清理整顿、实施分类监管	正常经营	省级地方金融监管部门要在报银保监会审核后及时纳入监管名单
	非正常经营	对“空壳”、违法违规经营类且愿意接受监管的企业，要求其按照监管要求整改，整改验收合格后与正常类企业一样纳入监管名单
	违法违规经营	拒绝整改或整改验收不合格的企业，纳入违法失信名单，劝导其申请变更企业名称和业务范围、自愿注销或协调市场监管部门依法吊销其营业执照
明确监管责任	银保监会	负责制定融资租赁公司的业务经营和监督管理规则；
	省级人民政府	负责制定辖区融资租赁公司监督管理实施细则；
	省级地方金融监管部门	具体负责对本地区融资租赁公司的监督管理；
	地方金融监管部门	根据经营规模、风险状况、内控管理等情况，对融资租赁公司实施分类监管；
	融资租赁行业协会	配合地方金融监管部门，引导融资租赁公司诚信经营、公平竞争、稳健运行

资料来源：政府官网、公开资料，中证鹏元整理

受新冠疫情、行业监管政策落地等因素影响，2020我国融资租赁业务余额首次出现负增长。根据中国租赁联盟、联合租赁研发中心、天津滨海融资租赁研究院编写的《2020年中国融资租赁业发展报告》，2020年底我国融资租赁企业合同余额为65,040亿元，同比下降2.25%。

图4 近年来我国融资租赁业合同余额增速放缓



注：2012-2017 年数据来自 Wind，2018-2020 年数据来自中国租赁联盟、联合租赁研发中心、天津滨海融资租赁研究院编写的《中国融资租赁业发展报告》

资料来源：Wind 及公开资料，中证鹏元整理

医疗融资租赁是医疗与融资租赁行业的交叉子行业。目前国内医疗融资租赁业务以地县级医院为承租人的设备融资租赁为主，融资租赁设备主要集中于MRI、CT、PET、伽玛刀等高科技成像设备和放射治疗设备，以及一些大型的制药设备上。按照股东背景，可以将医疗融资租赁企业划分为厂商系、独立系和银行系三类；厂商系主要与母公司设备销售联动，更多依靠设备、耗材的销售利润覆盖成本；银行及独立第三方涉及的租赁行业相对广泛，医疗只是其中一个产业板块。

随着居民就医意识增强、医保覆盖程度逐步提高，医疗终端需求快速增长，医院的设备升级、新建、改扩建等投资需求不断增长；但卫计委明文禁止公立医院举债新建医院或购买大型医用设备，银行贷款额度受限且监管趋严，而依靠内部积累和政府划拨获得资金来源缓慢且有限。医疗投资需求增长、传统医疗融资局限性为医疗融资租赁市场创造了一定的空间。

五、经营与竞争

公司业务板块涵盖医院整体投资建设、医用工程、医疗设备销售、融资租赁业务等；医院整体投资建设业务为医用工程、医疗设备销售业务来源提供了一定支持，融资租赁业务已成为公司营业收入、利润重要来源之一。2020年受疫情影响，医院招投标延后、项目施工放缓，公司营业收入同比下降23.64%；销售毛利率较为稳定，2020年同比略有下滑主要系融资成本上升、融资租赁毛利率下滑所致。

表3 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
医疗器械制造业务	18,055.68	46.05%	63,334.79	48.88%	86,180.00	45.60%
融资租赁收入	5,964.83	54.95%	21,764.96	40.97%	27,385.74	57.18%
医疗服务及专业咨询服务	1,985.48	77.33%	6,524.69	69.82%	6,206.39	69.25%
其他业务	365.69	100.00%	1,399.16	99.96%	2,054.55	100.00%
合计	26,371.68	51.50%	93,023.60	49.26%	121,826.68	50.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



表4 公司医疗器械制造业务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
医用工程	12,548.69	44.62%	33,351.36	43.48%	38,263.77	44.43%
医疗设备销售	5,506.98	49.31%	29,983.43	54.88%	47,916.23	46.53%
其中：代理产品	1,278.31	37.77%	4,711.30	32.10%	21,943.24	33.91%
肿瘤微创治疗设备	872.71	79.62%	12,334.92	77.41%	9,111.21	78.96%
医用工程设备	875.17	46.30%	6,352.23	45.64%	7,396.77	45.74%
常规诊疗设备	253.40	30.02%	1,103.52	28.74%	2,239.62	30.37%
康复设备	1,661.66	48.36%	2,407.49	41.58%	949.87	32.31%
配件	536.97	43.83%	1,929.71	38.18%	3,027.06	39.85%
医疗信息产品	28.78	61.36%	1,144.26	38.38%	3,248.46	64.21%
合计	18,055.68	46.05%	63,334.79	48.88%	86,180.00	45.60%

注：1、医用工程设备系医用工程中的制氧设备、空压机等设备收入，2020 年单独列示，并对 2019 年数据进行追溯调整

2、2020 年公司关联方采购金额为 2,105.91 万元、关联方销售 2,147.82 万元，部分关联方既是客户又是供应商。²

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020 年受疫情影响，公司医院整体投资建设放缓，对营业收入贡献大幅下降，在建、拟建医院整体建设项目较多，为业务可持续性提供了一定保障，同时也给公司带来一定的资金压力

医院整体投资建设业务主要由全资子公司珠海和佳医疗建设投资有限公司³（以下简称“和佳医疗建投”）负责运营。2020 年之前，公司医院整体投资建设业务采用“重资产”模式，即公司自筹资金进行项目建设，项目交付后，医院按合同约定分期还款（还款期限一般为 5-12 年）。2020 年开始，公司不再新增重资产模式的医院整体投资建设项目，未来将主要采用“轻资产”模式，即公司与国企合作，国企负责项目融资和土建，公司负责医用工程、医院学科规划、医疗设备购置、重点学科建设等，目前新模式落地的项目主要为四川仪陇项目⁴。公司医院建设业务模式变更之后，资金压力将有所缓解，但需关注目前公司轻资产模式项目落地较少，未来医院整体投资建设业务的可持续性存在一定不确定性。

² 2020 年，公司开始在销售端探索事业合伙人模式，从雇佣关系变更为事业合伙人关系，在部分省区试点成立了包括云南允佳、合肥德塔思、西安和佳在内的 6 家联营企业，公司的持股比例为 35%。合伙人模式后，他们的角色不再是公司的员工，而是以公司的经销商身份对外开展业务（也就是和佳的客户）。由于这些联营企业是成立时间较短的小微企业，市场知名度还不高，在开展业务时，存在部分终端客户（医院）基于谨慎考虑，选择与和佳直接签订业务合同、和佳再向联营企业采购的情形，在这种情况下，他们就成为了和佳的供应商。

³ 根据公司年报显示，截至 2020 年底，和佳医疗建投总资产 15.51 亿元，净资产 5.14 亿元。

⁴ 仪陇县卫生和计划生育局与公司、中国核工业华兴建设有限公司、四川南充科伦医药贸易有限公司于 2018 年 10 月 18 日、22 日就仪陇县医疗中心 PPP 项目签订了《仪陇县医疗中心 PPP 项目合同》、《仪陇县医疗中心 PPP 项目合同补充协议》。截至目前，该项目已完成土建，正在装修，公司尚未进场、未实现收入。

表5 截至 2020 年底公司交付及终止的医院整体建设项目明细（单位：万元）

项目状态	客户	已投资	累计回笼资金	2020 年回笼资金	交付/终止日期
交付	安乡县人民医院	32,351.72	28,341.00	23,000.00	2019.8
	河口瑶族自治县人民医院	38,788.19	19,414.30	19,373.89	2020.9
	平塘县人民医院	25,728.65	1,598.58	0.00	2019.1
	南雄市人民医院	15,386.84	5,060.39	1,265.10	2019.8
	施甸县妇幼保健院	3,680.00	173.33	20.00	2018.12
	小计	115,935.40	54,587.60	43,658.99	
终止	尉氏县第三人民医院	1,856.60	1,435.66	205.46	2018.11
	河口瑶族自治县中医医院	2,681.48	0.00	0.00	2020.5
	小计	4,538.08	1,435.66	205.46	

注：1、尉氏县第三人民医院终止系国家政策调整，公司与医院协商一致同意解除双方签署的《投资建设合同》

2、河口瑶族自治县中医医院项目，公司、医院及瑞金红都公司三方协商一致，签订《投融资转让协议》，由瑞金红都公司负责医院建设项目的投融资后续相关事宜。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司交付的医院整体建设项目5个，累计投资合计11.59亿元，累计已回笼资金5.46亿元，其中2020年回笼资金4.37亿元。整体来看，公司交付的医院整体建设项目资金回笼情况尚可，一定程度缓解了公司的资金压力。需关注，已交付的项目中平塘县人民医院资金回笼出现一定逾期。

医院整体投资建设业务对医用工程、医用设备业务收入形成一定拉动。2020年受疫情影响，医院整体投资建设放缓，对公司营业收入贡献大幅下降。截至2020年底，公司主要的在建、拟建项目总投资合计17.27亿元，已投资7.14亿元，为未来医用工程收入、医疗设备销售业务提供了一定保障。需关注，公司在建、拟建医院投建项目尚需投资10.13亿元，仍面临一定的资金压力。

表6 医院整体投资建设业务对公司营业收入贡献情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年
医疗器械制造业务收入	4,035.38	20,130.80
其中：医用工程	1,786.99	7,776.86
医疗设备销售	2,248.39	12,353.94
医疗服务及专业咨询服务收入	3,786.70	3,589.92
合计	7,822.08	23,720.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 截至 2020 年底公司主要在建、拟建医院投建项目明细（单位：万元）

客户	合同内容	实际合同金额	已投资	模式
施甸县人民医院	施甸县人民医院整体搬迁建设项目和施甸县养老旅游及其它医院建设项目	46,646.45	30,614.97	EPC
永顺县公共卫生服务中心	妇幼保健计划生育服务中心、卫生监督综合执法局、疾病预防控制中心等	21,850.00	12,107.43	PPP
永顺县人民医院	整体搬迁	66,201.00	28,693.22	PPP
施甸县人民医院	施甸县人民医院整体搬迁建设项目二期	38,000.00	-	EPC



合计

172,697.45

71,415.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司医用工程业务资金回笼期限较长，对资金形成较大占用；受疫情影响，医用工程项目施工延后，医用工程及医用工程设备收入2020年同比下降、2021年一季度回升

医用工程业务由公司的医用工程事业部负责运营，可细分为气体工程、净化工程、辅助工程⁵等，以气体工程、净化工程业务为主。公司医用工程业务一般通过招投标获取项目，业务模式涵盖总包、分包，终端客户以县级公立医院为主，直接客户包括医院、国有建设公司⁶等。

公司医用工程现场施工主要由合作的施工团队进行施工，公司派出技术人员监督、指导。医用工程涉及的医疗设备，公司主要根据施工计划进行生产或采购；其中，自产设备（以制氧主机为主）由合作厂商代生产相关组件，公司进行设备的组装、检测。气体工程项目施工周期一般2-3个月左右；净化工程项目施工周期一般3-6个月。公司根据项目进度确认收入。需关注，近年来随着医院项目结算审计时间延长，公司项目回款速度下降，医用工程业务应收账款快速增长，2020年底医用工程业务形成的应收账款、合同资产金额分别为5.09亿元、2.47亿元，对公司资金形成较大占用。

2020年受疫情影响，医用工程施工有所延后，医用工程、医用工程设备收入分别为3.34亿元、0.64亿元，分别同比下降12.84%、14.12%，毛利率较为稳定，同比变动较小。2021年一季度，随着疫情冲击减弱，公司医用工程相关收入回升。截至2021年3月底，公司在手医用工程项目合同金额合计约3.10亿元左右，较去年同期变动不大。

表8 公司制氧设备生产、销售情况（单位：台、个）

项目	2020 年	2019 年
生产量	51	50
销售量	53	51
库存量	21	23

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

2020年公司新增肿瘤微创设备产品、加大销售拓展力度，肿瘤微创设备业务收入同比提升，毛利率水平仍较高；受疫情影响，代理产品收入同比大幅下滑

公司肿瘤微创设备、常规诊疗设备、代理设备销售，由肿瘤介入事业部负责运营，销售模式以直销为主，客户主要为基层公立医院、民营医院。公司通过向医院输出公司的肿瘤微创综合治疗方案、提供融资租赁服务等方式，带动相关产品销售。公司跟客户结算模式较为灵活，不同产品、不同客户结算方式差异较大，给医院的信用账期一般在1年左右；公司跟供应商一般采用预付或月结的模式。

肿瘤微创设备、常规诊疗设备为自产设备，根据销售计划进行生产，由合作厂商代生产相关组件，

⁵ 辅助工程主要系医院污水处理、垃圾处理系统等医院特装系统。

⁶ 公司部分医用工程项目来源于工程公司分包。



公司进行设备的组装、检测、销售以及售后服务，公司自产设备收入构成较为分散。2020年公司新增图像引导穿刺工具定位系统、医学影像处理软件新三维台车等产品，同时加大销售拓展力度，实现肿瘤微创治疗设备销售收入1.23亿元，同比增长35.38%，毛利率同比略有下滑，仍保持在较高水平。需关注肿瘤微创治疗设备市场相对较为饱和、新增市场容量较为有限，肿瘤微创治疗设备销售业务未来能否持续增长具有较大的不确定性。常规诊疗设备技术含量相对较低、市场竞争激烈，公司常规诊疗设备毛利率水平不高且近年来呈下降趋势，2020年叠加疫情影响，公司实现常规诊疗设备收入0.11亿元，同比下降50.73%，毛利率为28.74%，同比下降1.63个百分点。

表9 公司自产设备生产、销售情况（单位：台、个）

行业分类	项目	2020 年	2019 年
肿瘤微创治疗设备	生产量	240	166
	销售量	245	167
	库存量	93	98
常规诊疗设备	生产量	775	675
	销售量	788	691
	库存量	38	51

注：2020 年常规诊疗设备收入下降、销量增长，主要系销售结构变化，单价及毛利高的产品销售量减少

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

代理产品方面，公司主要跟通用电气医疗系统贸易发展（上海）有限公司、佳能医疗系统（中国）有限公司、飞利浦(中国)投资有限公司、西门子医疗系统有限公司等大型医疗设备公司进行代理合作；代理产品涵盖医用血管造影X射线机、平板探测器皿血管造影系统、全身用X射线计算机体层摄影装置、血管造影注射系统、核磁共振、移动式C型臂X射线机等，公司根据市场需求进行代理产品销售，代理产品收入构成变动较大。2020年受疫情影响，公司医院整体投资建设业务放缓、医院医疗设备招投标延后，公司实现代理收入0.47亿元，同比下降78.53%，毛利率为32.10%，同比下降1.81个百分点。

受业务收缩、融资成本上升影响，2020年公司融资租赁收入、毛利率继续下降；客户集中度仍较高，第一大客户及部分疫情产品相关的民营企业出现逾期，应收融资租赁款存在一定信用减值风险

公司融资租赁业务主要由子公司珠海恒源融资租赁有限公司（以下简称“恒源融资租赁”）⁷运作，资金主要来源于自有资金、母公司借款、银行借款以及融资租赁公司借款等；业务模式涵盖直租（基本为自产设备或者代理设备的出租）、售后回租等，以售后回租为主，均无反担保措施；业务期限一般在3-5年。

依托公司资金支持以及传统主营业务的客户资源，恒源融资租赁快速发展，其利润已成为公司利润的主要来源之一。2002年公司新增融资租赁项目规模继续收缩，新增客户主要系口罩、防护服疫情相关

⁷根据公司 2020 年年度报告，截至 2020 年末，恒源融资租赁注册资本仍为 91,696.96 万元，同比无变动；控股股东仍为和佳医疗，持股比例仍为 89.33%，同比无变动。



产品生产企业。受业务收缩、融资成本上升影响，2020年公司实现融资租赁收入2.18亿元，同比下降20.52%、毛利率为40.97%，同比下降16.21个百分点，实现拨备前利润8,652.36万元，同比下降23.34%。

表10 公司融资租赁业务开展情况（单位：个、万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
当期新增融资租赁项目	0.00	0.00	13	77,514.09	20.00	90,799.93
其中：直接租赁	0.00	0.00	2	896.08	0.00	0.00
售后回租	0.00	0.00	11	76,618.01	20.00	90,799.93
期末存量融资租赁项目	129.00	277,820.66	133.00	292,121.88	128.00	266,476.73
其中：直接租赁	50	28,990.92	50	29,362.02	46.00	27,612.49
售后回租	79	248,829.74	83	262,759.86	85.00	238,864.24

注：年底存量融资租赁项目金额=应收融资租赁款账面价值+坏账准备+未实现融资收益

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年底，公司融资租赁业务存量项目金额合计29.21亿元，其中坏账准备1.71亿元，未实现融资收益3.63亿元。2020年底公司客户集中度整体仍处较高水平，第一大客户仍为睢县中医院，应收金额为7.02亿元，占恒源融资租赁当年净资产的52.34%。睢县中医院资产负债率较高，项目逾期较多⁸。目前睢县政府已组织相关单位成立化债小组，公司就睢县中医院欠款问题与化债小组仍在磋商。从前十大客户来看，2020年底融资租赁业务存量中，公立医院占比44.65%，主要系西南、中南地区县级医院；民营企业占比55.35%，大部分未采用抵押增信措施，部分疫情相关产品生产企业收益不达预期、融资租赁款已逾期。整体来看，公司应收融资租赁款面临一定信用减值风险。此外，2020年6月银行会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，要求对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的30%，过渡期三年。公司融资租赁业务面临较大结构调整风险。

表11 公司融资租赁客户集中度情况

项目	2021年3月	2020年	2019年
最大单一客户融资集中度	25.28%	24.05%	26.45%
最大十家客户融资集中度	70.11%	67.14%	64.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续孵化培育新业务，拟扩增现有业务产能，新业务及技术投入仍存在一定投资风险，拟扩增产能未来能否消化存在一定不确定性

2020年公司调整经营战略，回归主营，减少了对医疗信息化产业的研发投入，加大自产产品的研发投入，推进了肿瘤微创介入治疗、医用制氧、康复及常规诊疗等医疗设备及配套耗材的研发和技术升级。公司研发资金投入有利于保障公司产品的竞争力，但需关注技术与成果的转化较慢，较高的研发投入金

⁸ 根据新闻报道，睢县中医院 2019 年 5 月开始没再发放员工绩效奖金，2021 年 1 月睢县中医院医护人员集体上街讨薪。



额一定程度上挤压了公司的利润空间。

表12 公司的研发投入情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年
研发人员数量（人）	166	206
研发人员数量占比	20.70%	20.16%
研发投入金额	4,934.38	6,033.55
研发投入占营业收入比例	5.30%	4.95%

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

由于传统医疗设备市场竞争日趋激烈，利润空间逐步减少，公司积极拓展外延式业务。公司通过投资、合作等方式进入连锁康复医院、医疗人工智能、医疗供应链及医疗后勤服务等新兴业务领域，为公司中长期的业务发展及收入利润进行战略性布局。公司的第一家康复医院—南通和佳国际康复医院已于 2017 年底开始试营业。依托康复医院，由公司康复事业部完成给医院提供多方面的服务支持，为医院提供一个康复科室的整体规划方案，方案涉及的康复设备由公司进行代理采购并销售给医院。2020 年公司康复设备收入同比增长 153.45%，但规模仍较小。

公司于 2021 年 6 月 1 日披露《向特定对象发行股票并在创业板上市预案》，拟向特定对象发行股票的募集资金总额不超过 6.50 亿元，扣除发行费用后的募集资金投资于以下项目。本次向特定对象发行股票成功发行后，公司资本结构有望优化，现有射频消融机及射频针、中心制氧系统及制氧机产能规模将得以扩张，康复业务规模将得以扩大。截至目前，本次发行仍在申报中。

表13 公司向特定对象发行股票募集资金拟投向情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟投入募集资金
冷循环射频消融机及射频针生产车间建设项目	17,442.10	15,400.00
南通和佳康复医院扩建项目	7,462.07	7,000.00
医用中心制氧系统及制氧机生产车间建设项目	26,780.70	23,100.00
补充流动资金	19,500.00	19,500.00
合计	71,184.87	65,000.00

资料来源：公司向特定对象发行股票并在创业板上市预案，中证鹏元整理

新业务的孵化培育、现有业务的产能扩增未来可能为公司营业收入发展带来新的增长点。需关注，新领域仍以投入为主，市场还需孵化，实现收入较少；现有业务的产能扩增，未来能否消化存在一定不确定性。随着各业务领域的投入增加，经营风险也随之提高。

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中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见

的2019年审计报告、经亚太（集团）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2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，仍以应收账款、应收融资租赁款、医院整体建设代垫款为主，整体资产流动性欠佳且存在一定信用减值损失风险

2020年底公司资产同比略有增长，资产增长主要集中在长期股权投资科目。随着部分应收融资租赁款转入一年内到期的非流动资产，2020年底公司流动资产占比同比提高1.75个百分点。

表14 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	37,552.10	5.72%	53,385.49	8.04%	54,572.05	8.39%
应收账款	77,624.58	11.82%	80,682.88	12.15%	111,076.94	17.09%
合同资产	33,862.79	5.16%	23,204.13	3.50%	-	0.00%
一年内到期的非流动资产	186,492.60	28.41%	160,924.17	24.24%	139,873.33	21.52%
流动资产合计	377,231.20	57.46%	352,050.20	53.04%	333,399.04	51.28%
长期应收款	163,591.46	24.92%	198,660.02	29.93%	223,531.17	34.38%
长期股权投资	20,860.35	3.18%	20,093.32	3.03%	9,346.51	1.44%
其他非流动资产	48,485.37	7.39%	46,143.78	6.95%	42,701.44	6.57%
非流动资产合计	279,279.27	42.54%	311,741.40	46.96%	316,694.81	48.72%
资产总计	656,510.48	100.00%	663,791.60	100.00%	650,093.84	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

表15 公司受限资产情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1,921.44	0.29%	10,258.37	1.58%
应收账款	13,395.63	2.02%	1,216.34	0.19%
固定资产	5,209.13	0.78%	6,900.62	1.06%
长期应收款	77,598.18	11.69%	80,477.41	12.38%
无形资产	645.18	0.10%	674.80	0.10%
其他非流动资产	37,371.15	5.63%	22,309.54	3.43%
合计	136,140.72	20.51%	121,837.08	18.74%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年底，公司货币资金受限比率为3.60%，受限货币资金系贷款履约保证金、质押存单等。应收账款主要系应收医用工程款、设备销售款等，2020年底按进度确认收入但未结算的应收账款转入合同资产科目核算，应收账款规模同比有所减少。公司应收账款相对分散，应收对象主要系公立医院以及



国有建设公司，回收风险相对可控，但整体账龄偏长，回收时间仍具有一定的不确定性，对公司资金形成较大占用。一年内到期的非流动资产主要系一年内到期的应收融资租赁款。

表16 公司长期应收款（含一年内到期）构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
融资租赁款	238,692.13	66.38%	215,109.21	59.19%
分期收款销售商品	24,666.12	6.86%	33,571.16	9.24%
医院整体建设代垫款	92,691.67	25.78%	113,394.51	31.20%
其他	3,534.27	0.98%	1,329.63	0.37%
合计	359,584.19	100.00%	363,404.51	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司长期应收款由应收融资租赁款、医院整体建设代垫款以及分期收款销售的商品款构成，2020年医院整体建设业务资金有所回笼，医院整体建设代垫款同比下降18.26%，故长期应收款规模同比下降11.13%，公司部分应收融资租赁款、医院整体建设代垫款出现逾期，需关注回收风险。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（以下简称“深圳阳和”）等联营企业的投资，以权益法进行核算。2020年深圳阳和投资的南京伟思医疗科技股份有限公司（以下简称“伟思医疗”）科创板上市、确认投资收益0.56亿元；此外，公司对四川康兴医疗投资有限公司、深圳拉尔文生物技术有限公司等11家企业增加投资合计0.52亿元，2020年底公司长期股权投资同比增长1.07亿元。其他非流动资产主要系永顺项目的工程建设款、预付工程建设款等。需关注，公司用于借款质押的长期应收款、医院整体建设代垫款规模较大。

总体来看，公司资产规模继续增长，仍以应收账款、应收融资租赁款、医院整体建设代垫款为主，资金回笼时间较长且受限比例较高，资产整体流动性仍欠佳且存在一定的信用减值风险。

盈利能力

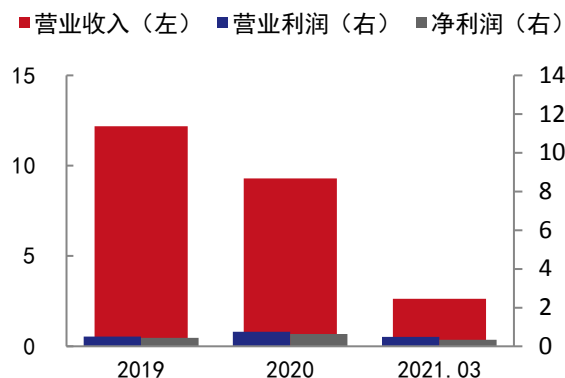
公司主营业务盈利能力偏弱，2020年受疫情影响，营业收入同比下滑，期间费用及信用减值损失规模仍较大、仍对利润造成较大侵蚀，净利润剔除投资收益、政府补助后仍呈负值

受疫情影响，医院项目招投标延后、项目施工进度放缓，2020年公司实现营业收入9.30亿元，同比下降23.64%，销售毛利率同比变动不大。2020年公司期间费用、信用减值损失分别为3.82亿元、0.77亿元，同比有所下滑，但规模仍较大，仍对利润造成较大侵蚀。2020年联营企业参股公司伟思医疗科创板上市，公司确认投资收益0.53亿元，同比增长0.40亿元；同期确认政府补助0.46亿元，同比增长0.13亿元。受益于投资收益、政府补助增长，2020年公司净利润同比增长45.77%。公司主营业务盈利能力仍偏弱，净利润中投资收益、政府补助占比较高，净利润剔除投资收益、政府补助后仍呈负值。

受疫情影响，公司主营业务盈利能力同比下滑，EBITDA利润率同比下降。总资产回报率同比略有

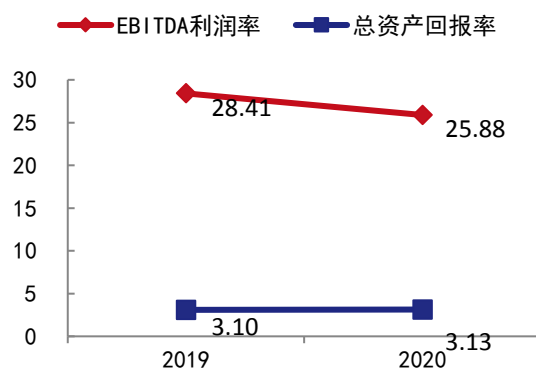
提升，主要系伟思医疗上市、公司投资收益同比大幅增加所致。

图5 公司收入及利润情况（单位：亿元）



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6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



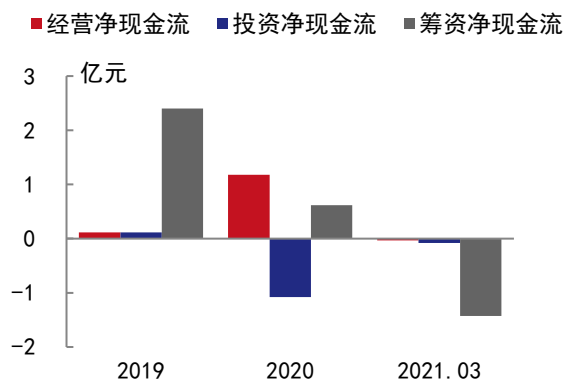
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司在建、拟建项目尚需投资金额较大，仍面临一定的资金压力

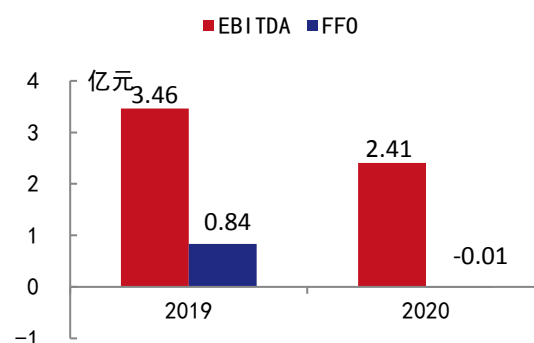
2020年受疫情影响，公司主营业务现金生成能力下降，EBITDA、FFO同比大幅下降，但医院整体投资建设业务、医用工程及医用设备等业务资金回笼情况好转，公司经营活动净额为1.18亿元，同比大幅增加。公司投资活动主要为理财投资，长期股权投资，在建工程建设等，2020年公司投资活动现金净流出1.08亿元。筹资活动方面，2020年公司发行了20和佳S1，偿还了17和佳02，同时银行借款规模下滑、融资租赁借款规模增长，筹资活动现金净流入0.62亿元。截至2020年底，公司在建、拟建医院建设项目后续仍需投资10.13亿元，仍面临一定大的资金压力。

图7 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8 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

公司总债务规模继续增长，仍面临较大的短期偿债压力

受益于经营盈余积累，2020年底公司所有者权益同比增长2.41%，继续小幅增长；同期公司总负债亦同比小幅增长。2020年底公司产权比率同比变动略有下滑，所有者权益对负债的保障能力略有提升。

图9 公司资本结构

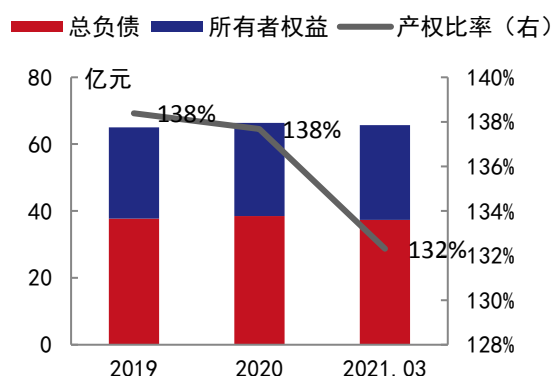
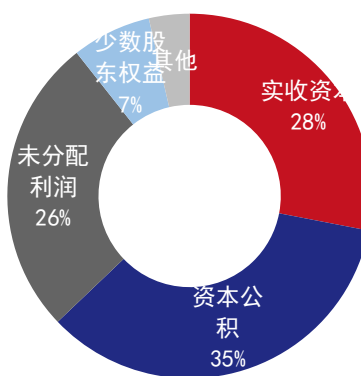


图10 2021年3月末公司所有者权益构成



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：公司未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

2020年底公司负债仍以非流动负债为主。公司短期借款主要系抵押借款、质押借款、保证借款、信用借款等，2020年底同比下降16.16%。2020年底公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的应付融资租赁款、长期借款。公司长期借款主要系质押借款。应付债券系应付本期债券。长期应付款系应付融资租赁款、1年以上融资租赁项目保证金以及固定收益投资者投入款，其中，应付融资租赁款系子公司恒源融资租赁质押长期应收款取得。递延收益系政府补助。

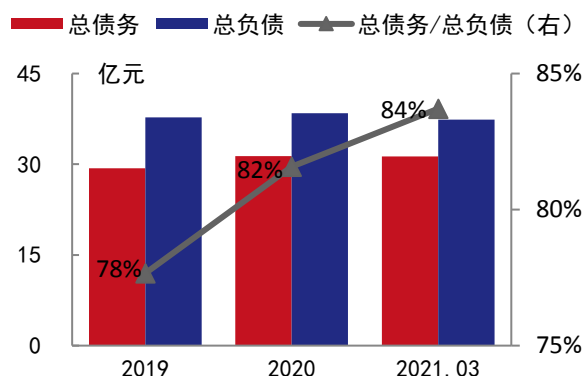
表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

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	21,716.83	5.81%	22,631.69	5.89%	26,994.96	7.15%
应付账款	17,286.18	4.62%	16,600.78	4.32%	16,209.48	4.30%
一年内到期的非流动负债	87,299.52	23.35%	87,185.63	22.67%	78,462.94	20.79%
流动负债合计	145,998.04	39.05%	146,411.93	38.08%	151,850.67	40.24%
长期借款	50,200.00	13.43%	50,080.78	13.02%	55,464.34	14.70%
应付债券	46,975.12	12.56%	46,857.63	12.19%	20,722.38	5.49%
长期应付款	106,799.86	28.56%	115,509.35	30.04%	121,678.66	32.24%
递延收益-非流动负债	18,553.70	4.96%	18,740.96	4.87%	19,219.98	5.09%
非流动负债合计	227,909.73	60.95%	238,104.58	61.92%	225,536.20	59.76%
负债合计	373,907.77	100.00%	384,516.51	100.00%	377,386.87	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

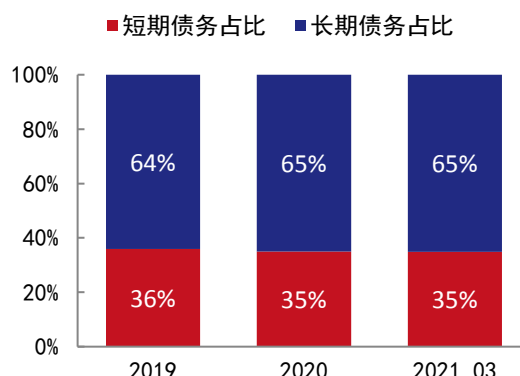
受应付融资租赁款增长影响，2020年底公司总债务规模为31.37亿元，同比增长7.03%，占总负债的比重为81.58%。2020年底公司总债务中短期债务占比35.01%，同比略有下滑，长短期债务结构一般。

图11 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12 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年公司融资结构有所变动，总债务规模同比增长不大，财务杠杆整体较为稳定，仍保持在较高水平。公司净债务规模较大，EBITDA、FFO对净债务保障能力欠佳，偿债主要依赖对外再融资，面临较大的偿债压力。2020年受疫情影响，公司业绩同比大幅下滑，整体偿债能力同比下降。

2021年6月1日，公司发布公告《向特定对象发行股票并在创业板上市预案》，若向特定对象发行股票能成功发行，公司资本结构将得以优化，一定程度缓解公司的资金及偿债压力。本次发行目前仍在申报中，能否成功发行不确定性较大。

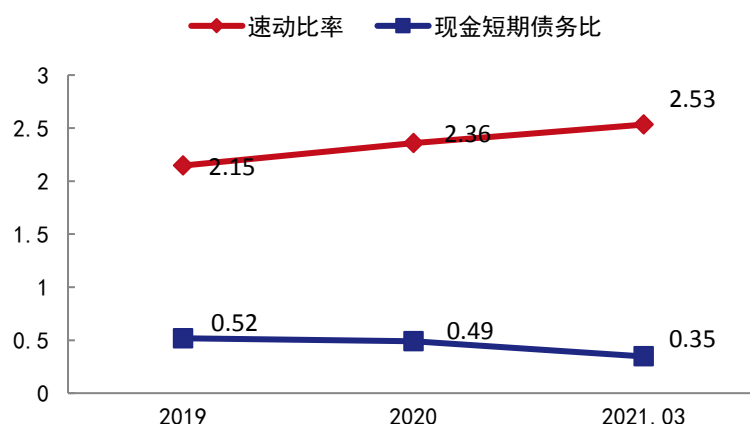
表18 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	56.95%	57.93%	58.05%
净债务/EBITDA	--	10.87	6.96
EBITDA 利息保障倍数	--	1.67	2.59
总债务/总资本	52.55%	52.90%	51.80%
FFO/净债务	--	-0.05%	3.47%

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年底公司现金短期债务同比略有下滑，现金类资产对短期有息债务保障能力仍欠佳，面临较大的短期偿债压力。需关注，19和佳S1、20和佳S1第2年末附投资者回售选择权，若投资者选择提前回售，公司短期偿债压力将进一步加大。公司速动比率表现尚可，但速动资产中应收账款、一年内到期的应收融资租赁款占比较大，若相关款项不能按时收回，将会对公司短期偿债能力形成较大不利影响。公司实际控制人持有公司股份已全部质押，公司自身可质押资产主要系未质押的应收账款、长期股权投资、应收融资款等，整体融资弹性一般。

图13 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

根据公司提供的公司本部、子公司恒源融资租赁、和佳医疗建投的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月19日），公司本部、恒源融资租赁、和佳医疗建投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

第三方担保

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“深圳市高新技术产业投资担保有限公司”，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



股有限公司持有深圳高新投31.17%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如下表所示

表19 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20 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21 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“19和佳S1”及“20和佳S1”信用等级为AAA。



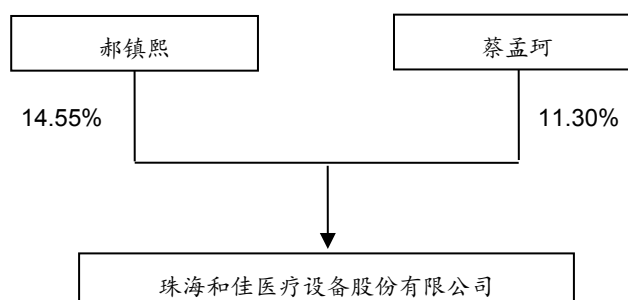
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	3.76	5.34	5.46	2.16
应收账款	7.76	8.07	11.11	10.39
一年内到期的非流动资产	18.65	16.09	13.99	10.41
流动资产合计	37.72	35.21	33.34	25.87
长期应收款	16.36	19.87	22.35	26.92
非流动资产合计	27.93	31.17	31.67	32.91
资产总计	65.65	66.38	65.01	58.78
短期借款	2.17	2.26	2.70	2.17
一年内到期的非流动负债	8.73	8.72	7.85	6.27
流动负债合计	14.60	14.64	15.19	12.51
长期借款	5.02	5.01	5.55	2.78
应付债券	4.70	4.69	2.07	3.35
长期应付款	10.68	11.55	12.17	11.32
非流动负债合计	22.79	23.81	22.55	19.85
负债合计	37.39	38.45	37.74	32.36
总债务	31.30	31.37	29.31	24.68
归属于母公司的所有者权益	26.27	25.97	25.31	24.97
营业收入	2.64	9.30	12.18	11.96
净利润	0.33	0.64	0.44	1.09
经营活动产生的现金流量净额	-0.03	1.18	0.12	-5.92
投资活动产生的现金流量净额	-0.08	-1.08	0.12	0.66
筹资活动产生的现金流量净额	-1.43	0.62	2.40	0.10
财务指标	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	51.50%	49.26%	50.33%	51.47%
EBITDA 利润率	--	25.88%	28.41%	26.12%
总资产回报率	--	3.13%	3.10%	4.46%
产权比率	132.31%	137.68%	138.39%	122.45%
资产负债率	56.95%	57.93%	58.05%	55.05%
净债务/EBITDA	--	10.87	6.96	7.28
EBITDA 利息保障倍数	--	1.67	2.59	3.20
总债务/总资本	52.55%	52.90%	51.80%	48.30%
FFO/净债务	--	-0.05%	3.47%	3.91%
速动比率	2.53	2.36	2.15	2.01
现金短期债务比	0.35	0.49	0.52	0.26

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
		直接持股	间接持股	
珠海保税区和佳泰基医疗设备工程有限公司	160	75.00%		- 制造安装
珠海保税区和佳医学影像设备有限公司	3,000.00	100.00%		- 医用设备销售
中山和佳医疗科技有限公司	32,087.41	38.72%	0.62%	医疗技术研究、开发
珠海和佳生物电子科技有限公司	200	70.00%		- 医用仪器研发
珠海恒源融资租赁有限公司	91,696.96	89.33%		- 融资租赁
深圳市君和管理咨询有限公司	10	-	89.33%	信息咨询；管理咨询；投资咨询；国内贸易
英大国际商业保理（深圳）有限公司	5,000	-	89.33%	商业保理；信息咨询；管理咨询；投资咨询；
珠海弘陞生物科技开发有限公司	329.41 (万美元)	78.75%		- 医用设备研发、销售
四川欣阳科技有限公司	2,000.00	84.00%	16.00%	软件的开发及销售
和佳企业（香港）有限公司	1 (万港币)	100.00%		- 一般商业
珠海和佳康泰医疗投资有限公司	10,000.00	100.00%		- 医疗投资、投资管理
贵州和奇医疗投资管理有限公司	1,350.00	75.00%		- 医疗项目投资、管理
珠海和佳医疗器械创新研究院有限公司	6,000.00	80.00%	20.00%	医疗器械、医疗技术研究、开发及服务
南通和佳国际康复医院有限公司	13,000.00	-	100.00%	日用百货等销售、餐饮、保洁、环境绿化养护等服务
珠海和佳医疗建设投资有限公司	60,000.00	100.00%		- 投资及投资管理
安乡县和佳医疗建设有限公司	35,100.00	-	30.16%	医疗建设项目的股权投资、项目投资、投资管理、投资咨询、信息咨询、资产管理
施甸和佳医疗建设投资有限公司	15,100.00	-	30.43%	医疗项目投资、投资管理、投资咨询、资产管理
南雄和佳医疗建设投资有限公司	15,800.00	-	20.89%	医疗项目投资、投资管理、投资咨询、信息咨询、资产管理
珠海保税区和佳钜鑫医疗投资中心（有限合伙）	100,100.00	-	29.97%	医疗产业投资、非上市企业投资
尉氏县和佳医疗建设投资有限公司	3,000.00	-	100.00%	医疗项目投资
平塘和佳医疗建设有限公司	8,300.50	-	73.49%	医疗机构改扩建，整体建设项目的开发，建设与管理
河口和佳医疗建设有限公司	3,000.00	-	100.00%	医疗机构改扩建、整体建设项目的开发、建设与管理
珠海和佳信息技术有限公司	10,200.00	100.00%		- 软件的开发及销售
广州卫软信息科技有限公司	510.00	-	100.00%	软件的开发及销售
永顺和佳医疗建设投资有限公司	16,550.25	79.00%		医疗项目建设投资、管理及信息咨询
永顺和佳公卫建设投资有限公司	5,462.50	89.00%		医疗项目建设投资、管理及信息咨询
珠海和佳医疗服务管理有限责任公司	2,000.00	45.00%		- 医院后勤管理服务
绍兴和融医疗设备有限公司	200.00	51%		- 医疗器械销售

资料来源：公司提供，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。