

跟踪评级公告

联合〔2020〕2048号

蓝帆医疗股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

蓝帆医疗股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

蓝帆医疗股份有限公司公开发行的“蓝帆转债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

蓝帆医疗股份有限公司

可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
蓝帆转债	31.44 亿元	6 年	AA	AA	2019/10/18

跟踪评级时间：2020 年 6 月 29 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	18.37	126.98	132.59	133.65
所有者权益（亿元）	14.28	78.00	84.63	87.10
长期债务（亿元）	0.00	24.36	19.45	4.84
全部债务（亿元）	0.61	37.58	36.80	36.12
营业收入（亿元）	15.76	26.53	34.76	8.97
净利润（亿元）	2.02	3.55	5.19	1.49
EBITDA（亿元）	3.11	5.76	8.89	--
经营性净现金流（亿元）	2.28	6.49	7.83	1.34
营业利润率（%）	30.14	39.48	45.90	40.58
净资产收益率（%）	14.81	7.70	6.04	1.70
资产负债率（%）	22.25	38.58	36.17	34.83
全部债务资本化比率（%）	4.11	32.51	30.30	29.31
流动比率（%）	1.96	1.41	1.30	0.86
EBITDA 全部债务比（倍）	5.08	0.15	0.24	--
EBITDA 利息倍数（倍）	157.26	7.60	7.78	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.10	0.18	0.28	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径，因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；
2. 公司 2020 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；
3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，蓝帆医疗股份有限公司（以下简称“公司”或“蓝帆医疗”）整体经营情况良好，健康防护手套和心脏介入器械产销量均有所增长，产销率保持在较高水平；收入和净利润规模大幅增长，主营业务毛利率水平有所提高，经营活动现金流状况较好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处医疗器械行业受政策影响大、商誉规模很大、长期借款存在一定集中偿付压力以及汇率波动等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目产能释放以及销售网络的不断拓展，公司整体竞争实力有望增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“蓝帆转债”的债项信用等级为 AA。

优势

1. 公司心脏介入器械销售收入大幅增长，毛利率水平进一步提高。2019 年，公司心脏介入器械销售收入较上年增长 71.55% 至 17.37 亿元，同时，由于部分原材料实现自产，心脏介入器械毛利率较上年上升 10.20 个百分点至 77.76%。

2. 公司收入和净利润规模大幅增长，经营活动现金流状况较好。2019 年，公司实现营业收入 34.76 亿元，较上年增长 31.00%，实现净利润 5.19 亿元，较上年增长 46.19%；经营活动产生的现金净流入 7.83 亿元，较上年增长 20.55%。

3. 新冠肺炎疫情疫情影响下，公司健康防护手套需求大幅增长。2020 年初爆发的新冠肺炎疫情导致全球范围内口罩、防护服、防护手套等物资需求激增。公司作为防护手套龙头企业，

关注

1. **国际贸易摩擦加剧，同时汇率变动会对公司经营产生一定影响。**2019年，公司境外销售占比高达69.42%，公司境外订单和售价易受国际贸易摩擦和汇率波动影响。此外，公司防护手套业务的主要原材料价格波动性较大，不利于公司生产成本控制。

2. **公司商誉规模很大。**截至2019年底，公司商誉为64.84亿元，若被收购企业经营业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

3. **公司长期借款存在一定集中偿付压力。**截至2020年3月底，公司一年内到期的非流动负债为23.92亿元，较年初增长14.54亿元，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

分析师

李 彤 登记编号（R0040218110005）

高佳悦 登记编号（R0040219050005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



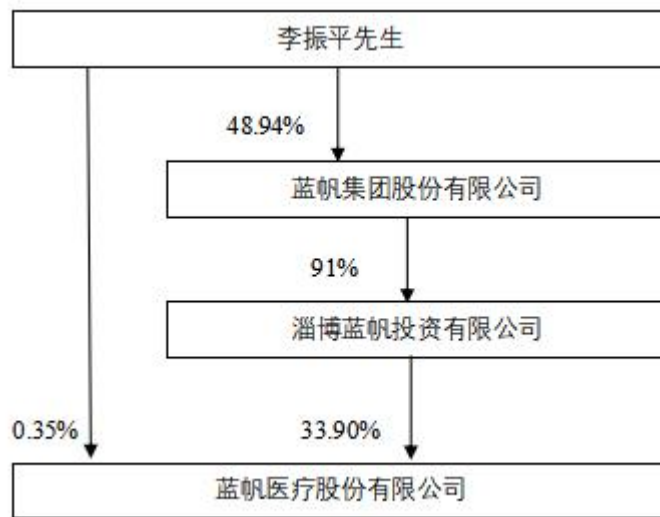
联合信用评级有限公司

一、主体概况

蓝帆医疗股份有限公司（以下简称“公司”或“蓝帆医疗”）前身为淄博蓝帆塑胶制品有限公司（以下简称“蓝帆塑胶”），成立于2002年12月，系由山东齐鲁增塑剂股份有限公司以及中轩投资有限公司共同发起设立的中外合资企业，初始注册资本1,000万元。2007年9月，蓝帆塑胶整体变更为股份公司。2010年4月，公司首次面向公众投资者公开发行2,000万股股票，并在深圳证券交易所上市，股票简称为“蓝帆股份”，股票代码为“002382.SZ”。2014年7月，公司名称变更为现名，股票简称变更为“蓝帆医疗”，股票代码维持不变。

2018年，公司向淄博蓝帆投资有限公司（以下简称“蓝帆投资”）、北京中信投资中心（有限合伙）以及特定投资者非公开发行共计46,969.11万股股份。截至2020年3月底，公司注册资本为96,403.11万元，控股股东为蓝帆投资，持股比例为33.90%；李振平先生为公司实际控制人。截至2020年3月底，蓝帆投资已质押股份23,190.00万股，占其持有公司股本总数的比例为70.96%，质押比例高；实际控制人李振平先生持有的公司股份未被质押。公司股权结构如下：

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织架构未发生变化。截至2020年3月底，公司纳入合并范围子公司共41家，拥有在职员工4,236人。

截至2019年底，公司合并资产总额132.59亿元，负债合计47.96亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.63亿元，其中归属于母公司所有者权益84.32亿元。2019年，公司实现营业收入34.76亿元，净利润（含少数股东损益）5.19亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.90亿元；经营活动产生的现金流量净额7.83亿元，现金及现金等价物净增加额4.27亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额133.65亿元，负债合计46.55亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.10亿元，其中归属于母公司所有者权益86.72亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入8.97亿元，净利润（含少数股东损益）1.49亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.45亿元；经营活动产生的现金流量净额1.34亿元，现金及现金等价物净增加额-1.27亿元。

公司注册地址：山东省淄博市齐鲁化学工业区清田路21号；法定代表人：刘文静。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于2020年5月28日发行“蓝帆医疗股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本期可转债”）发行规模为31.44亿元，债券期限为6年。本期可转债于2020年6月19日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“蓝帆转债”，债券代码“128108.SZ”。

“蓝帆转债”采取累进利率，第一年为0.40%、第二年为0.60%、第三年为1.00%、第四年为1.50%、第五年为1.80%、第六年为2.00%。本期可转债采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日，即2020年5月28日。每年的付息日为本期可转债发行首日起每满一年的当日。偿还方式上，在“蓝帆转债”期满五个交易日内，公司将以债券票面面值的108%（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。

转股期限方面，“蓝帆转债”转股期为2020年12月3日至2026年5月27日止。

转股价格方面，“蓝帆转债”的初始转股价格为17.79元/股，截至本报告出具日，尚未发生调整。

截至本报告出具日，“蓝帆转债”募集资金已按照募集说明书中约定使用12.51亿元，尚未到第一个付息日。

三、行业分析

2019年，我国医疗器械行业仍处于快速发展时期，未来市场潜力较大；进入2020年以来，新冠肺炎疫情爆发导致防护物资需求旺盛；国家政策的陆续出台有助于规范业内竞争秩序，行业发展前景较好。

公司主要从事健康防护手套、心脏支架及介入性心脏手术相关器械的研发、生产和销售，属于医疗器械行业。

2019年，中国医疗器械市场销售规模约为4,519亿美元，较上年增长5.63%。与医药市场相比，我国医疗器械市场仍处于发展早期阶段。随着我国医疗行业发展逐渐从治疗向康复、预防阶段过渡，医疗器械开始呈现从医院用医疗器械到家用医疗器械的发展趋势。

行业供需方面，随着经济发展，我国人均可支配收入（城镇居民）从2018年的39,251.00元增长至2019年的42,359.00元，较上年增长7.92%。同时，人口老龄化也是推动医药行业发展驱动因素，从2001年到2020年是我国快速老龄化阶段。这一阶段，中国将平均每年增加596.00万老年人口，年均增长速度达到3.28%，大大超过总人口年均0.66%的增长速度，人口老龄化进程明显加快。截至2019年底，全国医疗卫生机构数达101.40万个，比上年增加1.66万个。其中医院3.40万个，医院中，公立医院1.20万个，民营医院2.20万个；基层医疗卫生机构96.00万个，其中乡镇卫生院3.60万个，社区卫生服务中心（站）3.50万个，门诊部（所）26.7万个，村卫生室62.1万个；专业公共卫生机构1.7万个，其中疾病预防控制中心3,456个，卫生监督所（中心）3,106个。

上游原材料方面，健康手套行业所需原料主要为PVC糊树脂等大宗商品，供应量充足但价格易产生波动。2019年，PVC期货结算价持续波动，不利于行业生产成本控制。

图 2 2019 年 PVC 期货结算价（活跃合约）走势图



资料来源：公司提供

2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，各类医疗防护物资需求急速增长。2020 年 3 月，世卫组织宣布新冠肺炎疫情构成全球大流行，尽管国内疫情逐渐得到控制，全球疫情仍处于高发阶段，对医用防护手套等防护物资的需求依然旺盛。

行业政策方面，2019 年，国家食品药品监督管理总局先后发布了《药品经营许可证管理办法》《免于进行临床试验的第三类医疗器械目录》《医疗器械分类规则》《医疗器械生产监督管理办法》《医疗器械生产企业分类分级监督管理规定》，旨在提高注册审查质量、鼓励医疗器械研发创新、加强标准实施的监督检查，助推医疗器械的创新发展，强化医疗器械不良事件监督，使得医疗器械行业发展更加规范化、健康化和创新化。

四、管理分析

跟踪期内，公司内部管理制度保持连贯，高级管理人员有所变动，管理运作正常。

跟踪期内，公司各项内部管理制度未发生重大变化，高级管理人员变动情况如下表所示：

表 1 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因	变动时间
顾磊敏	原副总裁	离任	个人原因	2019 年 4 月 12 日
李炳容	原董事、总裁	离任	退休	2020 年 1 月 10 日
刘文静	总裁	聘任	董事会审议	2020 年 1 月 10 日
钱克强	副总裁	新任	董事会审议	2020 年 1 月 10 日

资料来源：联合评级整理

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受公司心脏介入器械业务规模扩大影响，公司收入及净利润规模均大幅增长；由于高毛利的介入器械业务收入占比提高，公司主营业务毛利率较上年有所提高。

公司业务主要为从事健康防护手套、心脏支架及介入性心脏手术相关器械的研发、生产和销售。2019 年，公司实现营业收入 34.76 亿元，较上年增长 31.00%，主要系心脏介入器械业务营业收入大

幅增长所致；实现净利润 5.19 亿元，较上年增长 46.19%。2019 年，公司主营业务收入占营业收入的 99.79%，主营业务仍十分突出。

从收入构成来看，2019 年，公司健康防护手套业务收入 16.78 亿元，较上年增长 4.95%，占营业收入的比重较上年下降 11.99 个百分点至 48.28%；心脏介入器械业务收入 17.37 亿元，较上年增长 71.55%，主要系 2019 年将 CB Cardio Holdings II Limited(以下简称“CBCH II”)、CB Cardio Holdings V Limited(以下简称“CBCH V”)纳入合并范围所致，占营业收入比重较上年上升 11.82 个百分点至 49.99%。

从毛利率情况来看，2019 年，公司健康防护手套业务毛利率为 15.30%，较上年下降 8.61 个百分点，主要系受健康防护手套行业周期波动影响，2019 年产品售价下降所致；心脏介入器械业务毛利率为 77.76%，较上年上升 10.20 个百分点，主要系评估增值摊销额较上年同期下降所致。受上述因素影响，2019 年，公司主营业务毛利率 46.63%，较上年提高 6.06 个百分点。

表 2 2017-2019 年公司营业收入构成和毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
健康防护手套	152,059.45	96.49	31.95	159,893.98	60.27	23.91	167,815.66	48.28	15.30
心脏介入器械(包括自产和代理)	--	--	--	101,273.30	38.17	67.56	173,733.61	49.99	77.76
其他	5,535.08	3.51	--	4,144.73	1.56	--	6,012.14	1.73	--
合计	157,594.53	100.00	31.40	265,312.01	100.00	40.57	347,561.42	100.00	46.63

资料来源:公司提供

2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 8.97 亿元，较上年同期增长 7.33%，净利润 1.49 亿元，较上年同期增长 46.86%，主要系受年初新冠肺炎疫情爆发影响，公司健康防护手套类产品售价与销量均出现增长所致。

2. 产品生产

2019 年，公司健康防护手套业务产能及产量小幅增长，产能利用率处于较高水平；心脏介入器械产能小幅增长，产量和产能利用率较上年有所提高。

产能方面，2019 年，健康防护手套业务产能为 175.00 亿支/年，较上年小幅增长；心脏介入器械业务实际人工产能为 84.00 万支/年，较上年小幅增长。产量方面，2019 年，健康防护手套业务产量 167.89 亿支，较上年增长 8.63%；心脏介入器械业务产量 86.95 万支，较上年增长 13.07%。

产能利用率方面，2019 年，健康防护手套业务产能利用率为 95.94%，较上年略有下降；心脏介入器械业务产能利用率为 103.51%，较上年上升 7.27 个百分点。

表 3 2017-2019 年公司主要产品产能及产量情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
健康防护手套	产能(亿支/年)	149.50	160.50	175.00
	产量(亿支)	141.04	154.55	167.89
	产能利用率(%)	94.34	96.29	95.94
心脏介入器械	产能(万支/年)	--	79.90	84.00
	产量(万支)	--	76.90	86.95
	产能利用率(%)	--	96.24	103.51

注:心脏介入器械产能为实际人工产能
资料来源:公司提供

3. 原材料采购

2019年，公司健康防护手套业务原材料整体采购量增加，但整体采购价格有所下降，以及心脏介入器械业务部分原材料实现自产，均有利于生产成本控制。公司整体采购集中度一般。

公司健康防护手套业务主要原材料采购包括糊树脂、增塑剂和降粘剂等。采购量方面，2019年，糊树脂、增塑剂和丁腈胶乳采购量分别较上年增长2.25%、6.52%和169.91%，其中丁腈胶乳采购量大幅增长主要系丁腈手套产量增长所致；同时，降粘剂采购量较上年下降16.15%，主要系新增降粘剂回收装置使得总使用量减低所致。采购均价方面，2019年，增塑剂、降粘剂和丁腈胶乳采购均价分别较上年下降9.56%、11.32%和12.93%，糊树脂采购均价较上年增长7.69%。

表4 2017-2019年公司健康防护手套业务原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料	项目	2017年	2018年	2019年
糊树脂	采购量	44,604.95	35,412.86	36,209.20
	平均采购价格	6,996.73	6,261.20	6,742.76
增塑剂	采购量	28,961.91	30,552.66	32,544.70
	平均采购价格	7,395.88	7,997.71	7,233.48
降粘剂	采购量	10,500.02	9,379.96	7,865.35
	平均采购价格	5,533.21	6,094.99	5,404.90
丁腈胶乳	采购量	1,069.38	11,271.70	30,423.99
	平均采购价格	6,261.01	7,555.80	6,578.77

资料来源：公司提供

2019年，公司心脏介入器械业务原材料不锈钢支架与钴铬合金支架实现自产；原材料药物的采购金额和采购均价分别较上年增长7.34%和15.48%。原材料海波管由于库存较大，2019年采购量同比下降，同时采购价格下降3.40%，海波管整体采购金额下降11.43%。

表5 2017-2019年公司心脏介入器械原材料采购均价及采购量情况

名称	项目	2017年	2018年	2019年
不锈钢支架	采购金额（万美元）	319.74	264.33	--
	平均采购价格（美元/支）	19.82	17.88	--
药物	采购金额（万美元）	371.70	374.17	401.64
	平均采购价格（美元/毫克）	8.67	7.43	8.58
海波管	采购金额（万美元）	329.69	366.68	324.78
	平均采购价格（美元/根）	4.70	4.41	4.26
钴铬合金支架	采购金额（万美元）	8.96	20.27	--
	平均采购价格（美元/支）	15.00	17.46	--

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2019年，公司向前五大供应商采购金额合计5.20亿元，占当期采购总额的比例为29.91%，原材料采购集中度一般。

2019年，公司采购结算方式较上年无变化。

4. 产品销售

2019年，公司主要产品销量均有所增长，产销率维持在较高水平，客户集中度仍较低；公司产品主要销往国外，易受汇率波动的影响。

销量方面，2019年，健康防护手套和心脏介入器械销量较上年分别增长11.19%和16.82%，主

要系下游需求增长所致。2019年，健康防护手套和心脏介入器械产销率分别较上年上升2.38个百分点和2.87个百分点。

表6 2017-2019年公司主要产品销售情况

产品	项目	2017年	2018年	2019年
健康防护手套	产量(亿支)	141.04	154.55	167.89
	销量(亿支)	146.19	156.02	173.48
	产销率(%)	103.65	100.95	103.33
心脏介入器械	产量(万支)	--	76.90	86.95
	销量(万支)	--	66.60	77.80
	产销率(%)	--	86.61	89.48

资料来源：公司提供

2019年，国外销售额占公司销售总额的比重为69.42%，较上年下降8.83个百分点，公司销售仍以境外为主，主要销售区域为欧美、亚太、中东等地；结算仍以美元为主，存在一定汇率波动的风险。

表7 2017-2019年公司主要产品销售区域情况(单位：万元、%)

区域	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	11,328.85	7.45	56,793.40	21.75	104,459.15	30.58
境外	140,730.60	92.55	204,373.88	78.25	237,090.13	69.42
合计	152,059.45	100.00	261,167.28	100.00	341,549.28	100.00

资料来源：公司提供

从销售集中度来看，2019年，公司对前五大客户的销售额合计5.21亿元，占销售总额的比例为15.00%，较上年下降2.13个百分点，公司销售集中度较低。

5. 在建项目

截至2020年3月底，公司在建项目待投资规模较小，资金支出压力不大；未来随着在建项目的完工投产，公司健康防护业务产能将进一步扩大。

截至2020年3月底，公司主要在建项目为“60亿支/年健康防护(新型手套)项目(二期40亿支/年)”“40亿支/年健康防护PVC手套项目”“锅炉项目”和“烟气无组织处理项目”，原计划总投资10.23亿元，已累计投资6.36亿元，未来计划投资6.02亿元，公司资金支出压力不大。

表8 截至2020年3月底公司在建工程情况(单位：万元)

项目名称	原计划投资额	截至2020年3月底实际累计投资额	未来计划投资
60亿支/年健康防护(新型手套)项目(二期40亿支/年)	52,560.00	46,322.48	27,786.00
40亿支/年健康防护PVC手套项目	31,000.00	4,096.96	26,903.04
锅炉项目	8,800.00	5,360.54	3,439.46
烟气无组织处理项目	9,933.30	7,846.70	2,086.60
合计	102,293.30	63,626.68	60,215.10

注：60亿支/年健康防护(新型手套)项目(二期40亿支/年)超出预算，仍需投资2.78亿元，主要系二期升级改造工程以及环保设备升级等因素超出预算所致，现已变更为二期20亿支/年和三期20亿支/年，截至2020年3月底实际累计投资额包含超出预算部分

资料来源：公司提供

6. 经营关注

(1) 原材料价格波动风险

公司健康手套业务原材料成本占营业成本的比重较大，原材料价格的波动对营业成本及毛利率会有较大影响，对公司成本控制造成一定有压力。

(2) 国际贸易摩擦及外汇汇率变动的风险

近年来，国际间贸易摩擦不断增多，以及中美贸易摩擦的不断升级，公司产品境外销售占比高，汇率的变动与国际贸易摩擦均会对公司以外币结算的经营业务产生一定影响。

(3) 商誉减值和管理整合风险

公司并购 Biosensors International Group, Ltd.（以下简称“柏盛国际”），形成较大商誉，柏盛国际系公司心脏介入器械的经营主体，若经营业绩不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险；同时，柏盛国际的心脏支架业务与公司原有防护手套业务关联不大，公司对新业务领域的经营运作经验有待积累，且柏盛国际实体运营地位于新加坡，在企业内部运营管理体系等方面与公司存在一定差异，公司面临一定的管理整合风险。

7. 未来发展

公司发展战略目标明确，有利于提升公司综合竞争力。

公司制定了医疗器械跨科室的发展战略，谋求构建以低值、中值和高值耗材产品为主体的商业模式互补、风险对冲的多业务板块布局。未来新的发展阶段中，公司将从品类扩充、品牌建设、多元化消费群体等方面着手，发掘医疗器械市场巨大的增长潜力。

根据多科室业务战略的发展思路，公司未来将持续完善商业模式互补、风险对冲的业务板块布局，深挖已有板块的业务潜力，打造更加全面的医疗器械产业布局，为将来向更多的科室扩张医疗器械相关业务奠定了的基础。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2020 年一季度财务报表未经审计。公司已经根据新的企业财务报表格式的要求编制财务报表，财务报表的列报项目因此发生变更的，已经按照相关规定对可比期间的比较数据进行调整。上述会计政策变更不会对公司以前年度及 2019 年度财务报表产生重大影响。

2019 年，公司新纳入合并范围内子公司共 4 家；2020 年 1—3 月，公司新纳入合并范围内子公司共 5 家。截至 2020 年 3 月底，合并范围内共有 41 家子公司。公司会计政策连续，新增子公司规模较小，合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 132.59 亿元，负债合计 47.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 84.32 亿元。2019 年，公司实现营业收入 34.76 亿元，实现净利润（含少数股东损益）5.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.83 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.27 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 133.65 亿元，负债合计 46.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）87.10 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 86.72 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.97 亿元，实现净利润（含少数股东损益）1.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润

为 1.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.27 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模略有增长，资产结构仍以非流动资产为主；流动资产中货币资金受限比例高；非流动资产主要为商誉，公司整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 132.59 亿元，较年初增长 4.42%。其中，流动资产占 25.98%，非流动资产占 74.02%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产方面，截至 2019 年底，公司流动资产 34.45 亿元，较年初增长 6.20%。公司流动资产主要由货币资金（占 65.12%）、应收账款（占 19.89%）和存货（占 12.08%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 22.43 亿元，较年初增长 18.57%，主要系 2019 年销售规模较上年增长所致；主要由银行存款（占 48.60%）和其他货币资金（占 51.40%）构成，受限资金 11.52 亿元，受限比例为 51.36%，主要为银行借款质押、股权回购款、受限资金应计利息，货币资金受限比例高。

截至 2019 年底，公司应收账款 6.85 亿元，较年初增长 3.86%，累计计提坏账 0.40 亿元，计提比例为 5.48%；应收账款前五大欠款方合计金额为 1.21 亿元，占比为 16.62%，集中度较高；从账龄来看，应收账款主要由 1 年以内应收账款（占 99.91%）构成。

截至 2019 年底，公司存货 4.16 亿元，较年初下降 1.51%；存货主要由原材料（占 26.64%）、在产品（占 15.29%）、库存商品（占 46.76%）和发出商品（占 5.00%）构成，累计计提跌价准备 0.31 亿元，计提比例为 6.99%。

截至 2019 年底，公司非流动资产 98.14 亿元，较年初增长 3.80%，公司非流动资产主要由固定资产（占 16.16%）、无形资产（占 9.61%）和商誉（占 66.07%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产 15.86 亿元，较年初增长 6.89%；固定资产主要由房屋及建筑物（占 55.18%）和机器设备（占 43.54%）构成，累计计提折旧 5.19 亿元；固定资产成新率 72.69%，成新率尚可。

截至 2019 年底，公司无形资产 9.43 亿元，较年初下降 3.30%；无形资产主要由土地使用权（占 18.24%）、专利权（占 28.16%）和商标权（占 51.00%）构成，累计摊销 2.06 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年底，公司商誉 64.84 亿元，较年初增长 1.65%，变化不大，主要为并购 CBCH II、CBCH V 形成的商誉 64.68 亿元。公司商誉规模很大，未来如被收购单位经营业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

截至 2019 年底，公司受限资产总额 16.13 亿元，主要由受限货币资金（占 71.44%）、受限固定资产（占 20.54%）和受限无形资产（占 8.02%）组成；公司受限资产占资产总额的 12.17%。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 133.65 亿元，较年初增长 0.80%，变化不大。其中，流动资产占 25.68%，非流动资产占 74.32%；公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债和所有者权益

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债规模略有下降，负债结构相对均衡；整体债务负担处于合理水平，债务结构合理。截至 2020 年 3 月底，公司负债规模小幅下降，流动负债占比大幅上升，债务负担仍处于合理水平，但短期债务占比大幅上升，存在一定集中偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 47.96 亿元，较年初下降 2.10%。其中，流动负债占 55.42%，非流动负债占 44.58%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升 8.33 个百分点。

截至 2019 年底，公司流动负债 26.58 亿元，较年初增长 15.22%。公司流动负债主要由短期借款（占 29.98%）、应付账款（占 16.25%）、其他应付款合计（占 12.24%）和一年内到期的非流动负债（占 35.30%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 7.97 亿元，较年初增长 433.71%，主要系通过质押取得的借款和通过保证与抵押方式取得的借款大幅增长所致；短期借款主要由质押借款（占 49.08%）、保证借款（占 23.09%）和保证与抵押借款（占 27.61%）构成。

截至 2019 年底，公司应付账款 4.32 亿元，较年初下降 10.62%，主要系公司心脏介入器械业务部分原材料实现自产，导致原材料采购减少所致。应付账款账龄以 1 年以内应付账款（占 96.13%）为主。

截至 2019 年底，公司其他应付款合计 3.25 亿元，较年初下降 3.54%，公司其他应付款主要由股权收购款（占 12.15%）和应付营销等费用款（占 69.73%）构成。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 9.38 亿元，较年初下降 16.41%，主要系公司偿付一年内到期的长期借款所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 21.38 亿元，较年初下降 17.51%，主要系长期借款与长期应付款较年初减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 90.93%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 19.44 亿元，较年初下降 20.18%；长期借款主要由抵押与质押借款构成。按借款期限看，期限为 3 年的长期借款占比 90.43%，抵质押物为股权质押和利息储备账户质押；期限为 5 年以上的长期借款占比为 9.57%，抵质押物为公司的固定资产和无形资产。

截至 2019 年底，公司全部债务 36.80 亿元，较年初下降 2.07%。其中，短期债务占 47.15%，长期债务占 52.85%，债务结构合理。短期债务 17.35 亿元，较年初增长 31.27%，主要系短期借款大幅增长所致；长期债务 19.45 亿元，较年初下降 20.16%，主要系长期借款减少所致。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 36.17%、30.30%和 18.69%，较年初分别下降 2.41 个百分点、2.21 个百分点和 5.11 个百分点，公司债务负担处于合理水平。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 46.55 亿元，较年初下降 2.94%。其中，流动负债占 85.47%，非流动负债占 14.53%，以流动负债为主，流动负债占比上升较快。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 36.13 亿元，较年初下降 1.82%。其中，短期债务占 86.58%，长期债务占 13.42%，短期负债占比较大。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 34.83%、29.32%和 5.27%，较年初分别下降 1.34 个百分点、0.98 个百分点和 13.42 个百分点，公司债务负担处于合理水平。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益较年初小幅增长，权益结构稳定性较强。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计（含少数股东权益）84.63 亿元，较年初增长 8.51%，主要系其他综合收益与未分配利润大幅增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.63%，少数股东权益占比为 0.37%。归属于母公司所有者权益 84.32 亿元，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润占比分别为 11.43%、67.21%、6.16%、1.00%和 14.19%，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计（含少数股东权益）87.10 亿元，较年初增长 2.92%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.55%，少数股东权益占比为 0.45%。归属于母公司所有者权益 86.72 亿元，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润占比分别为 11.12%、65.36%、7.08%、0.98%和 15.47%。

4. 盈利能力

2019年，公司营业收入和利润规模均大幅增长，但由于期间费用大幅增长，整体盈利能力较上年变化不大。

2019年，公司实现营业收入34.76亿元，较上年增长31.00%，主要系2019年将CBCH II、CBCH V纳入合并范围，同时心脏介入器械类产品营业收入大幅增长所致；营业成本18.55亿元，较上年增长17.63%，主要系销量增加导致成本提高；实现营业利润5.68亿元，较上年增长56.24%；实现净利润5.19亿元，较上年增长46.19%。

2019年，公司期间费用总额为10.45亿元，较上年增长52.96%，主要系2019年将CBCH II、CBCH V纳入合并范围导致期间费用大幅增长所致。从构成看，2019年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为53.75%、19.91%、18.90%和7.44%，以销售费用为主。其中，销售费用为5.62亿元，较上年增长56.20%，主要系因销量增加导致的宣传费、职工薪酬和差旅费大幅增长所致；管理费用为2.08亿元，较上年增长28.47%，主要系中介机构费用大幅增长所致；研发费用为1.98亿元，较上年增长47.97%，主要系公司加大产品研发以及相关生产设备的创新与改进所致；财务费用为0.78亿元，较上年增长175.77%，主要系利息支出大幅增长所致。2019年，公司费用收入比为30.06%，较上年上升4.32个百分点，公司费用控制能力一般。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为45.90%，较上年上升6.42个百分点。2019年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为5.35%、5.32%和6.39%，较上年分别下降1.26个百分点、0.65个百分点和1.31个百分点。

2020年1—3月，由于新冠肺炎疫情影响下，防护用品需求旺盛，公司实现营业收入8.97亿元，较上年同期增长7.33%，净利润1.49亿元，较上年同期增长46.86%。

5. 现金流

2019年，公司经营活动现金仍为净流入状态，收入质量有所提高；投资活动现金流保持净流出状态，但净流出规模大幅下降；筹资活动现金流为净流入状态。

从经营活动来看，2019年，受公司2019年将CBCH II、CBCH V纳入合并范围同时收入规模大幅增长影响，公司经营活动现金流入量较上年增长40.00%至38.32亿元，经营活动现金流出量较上年增长46.05%至30.50亿元。综上，2019年公司经营活动产生的现金净流入7.83亿元，较上年增长20.55%。2019年，公司现金收入比为102.74%，较上年上升3.73个百分点，收入实现质量有所提高。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入0.69亿元，较上年下降9.17%；投资活动现金流出4.57亿元，较上年下降76.50%，主要系上年公司并购CBCH II、CBCH V使得基数较高所致。综上，2019年，公司投资活动现金净流出3.88亿元，较上年下降79.24%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入26.37亿元，较上年增长25.43%，主要系收回受限的本金和利息所致；筹资活动现金流出26.08亿元，较上年增长450.13%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。综上，2019年，公司筹资活动现金净流入0.28亿元，较上年下降98.27%。

2020年1—3月，公司经营活动现金净流入1.34亿元，投资活动现金净流出1.31亿元，筹资活动现金净流出1.35亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现良好，整体偿债能力仍很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的1.41倍和1.22

倍下降至1.30倍和1.14倍，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。截至2019年底，公司现金短期债务比由年初的1.44倍下降至1.29倍，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2019年，公司EBITDA合计8.89亿元，较上年大幅增长54.39%，主要系利润总额增长所致；EBITDA主要由折旧（占14.80%）、摊销（占7.49%）、计入财务费用的利息支出（占12.86%）和利润总额（占64.86%）构成。2019年，公司EBITDA全部债务比由2018年的0.15倍上升至0.24倍，EBITDA对全部债务的保障能力有所提高；EBITDA利息倍数由2018年的7.60倍上升至7.78倍，EBITDA对利息的保障能力强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2020年3月底，公司为关联方湖北高德急救防护用品有限公司（以下简称“高德防护”）提供担保3,000万元。高德防护系武汉必凯尔救助用品有限公司（以下简称“武汉必凯尔”）的子公司，公司实际控制人、董事李振平先生和公司董事长刘文静女士在武汉必凯尔担任董事，目前公司通过发行“蓝帆转债”募集资金收购武汉必凯尔100%股权的工作正在推进交割中。截至2019年底，高德防护资产总额4,114.71万元，净资产2,115.68万元。2019年，高德防护实现营业收入16,804.91万元、实现净利润572.79万元。武汉必凯尔资产总额1.22亿元，净资产1.05亿元；2019年，武汉必凯尔实现营业收入2.23亿元、实现净利润0.25亿元。

截至2020年3月底，公司及合并范围内子公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至2020年3月底，公司获得各银行授信合计9.65亿元，已使用额度6.48亿元，未使用额度3.17亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司作为A股上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（编号：NO.2020042014391192562811），截至2020年4月20日，无未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 公司本部财务概况

截至2019年底，公司本部资产总额小幅增长，仍以非流动资产为主；负债规模大幅增长，以流动负债为主，债务负担较轻；权益稳定性较强。2019年，公司本部营业收入大幅增长，经营活动现金和筹资活动现金为净流入状态。

截至2019年底，公司本部资产总额81.88亿元，较年初增长6.02%。其中，流动资产6.76亿元（占8.26%），非流动资产75.12亿元（占91.74%），仍以非流动资产为主。截至2019年底，公司本部非流动资产主要由长期股权投资（占85.36%）和固定资产（占9.28%）构成。

截至2019年底，公司本部负债总额11.18亿元，较年初增长61.85%。其中，流动负债10.75亿元（占96.15%），非流动负债0.43亿元（占3.85%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占29.76%）、应付票据及应付账款（占24.07%）、其他应付款（占44.60%）构成，非流动负债主要由递延收益（占60.08%）、递延所得税负债（占39.92%）构成。截至2019年底，公司本部资产负债率为13.66%，较年初上升4.71个百分点。

截至2019年底，公司本部所有者权益为70.69亿元，较年初增长0.54%。其中，股本为9.64亿元（占13.64%）、资本公积合计56.67亿元（占80.17%）、未分配利润合计3.02亿元（占4.27%）、盈余公积合计0.85亿元（占1.20%）。

2019年，公司本部实现营业总收入8.06亿元，较上年增长32.83%，主要为健康防护手套销售收入；实现净利润0.07亿元，较上年下降98.33%；投资收益0.03亿元，较上年下降99.25%，主要系各子公司未进行分红所致。

2019年，公司本部经营活动产生的现金流量净额1.02亿元；投资活动产生的现金流量净额-4.90

亿元；筹资活动产生的现金流量净额 3.81 亿元。

七、可转换公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收账款融资）达 20.85 亿元，约为“蓝帆转债”待偿本金（31.44 亿元）的 0.66 倍，公司现金类资产对本期可转债待偿本金的覆盖程度一般；净资产达 87.10 亿元，约为“蓝帆转债”待偿本金（31.44 亿元）的 2.77 倍，公司较大规模的净资产对“蓝帆转债”的按期偿付起到了积极的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 8.89 亿元，约为“蓝帆转债”待偿本金（31.44 亿元）的 0.28 倍，公司 EBITDA 对“蓝帆转债”待偿本金的覆盖程度较低。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 38.32 亿元，约为“蓝帆转债”待偿本金（31.44 亿元）的 1.22 倍，经营活动现金流入量对“蓝帆转债”待偿本金的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司在经营规模、行业地位、技术水平以及客户质量等方面的竞争优势，联合评级认为，公司对“蓝帆转债”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司整体经营情况良好，健康防护手套和心脏介入器械产销量均有所增长，产销率保持在较高水平；收入和净利润规模大幅增长，主营业务毛利率水平有所提高，经营活动现金流状况较好。同时，联合评级也关注到公司所处医疗器械行业受政策影响大、商誉规模很大、长期借款存在一定集中偿付压力以及汇率波动等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目产能释放以及销售网络的不断拓展，公司整体竞争实力有望增强。

综上，联合评级维持蓝帆医疗的主体长期信用等级为 AA 评级展望为“稳定”，同时维持“蓝帆转债”债项 AA 的信用等级。

附件 1 蓝帆医疗股份有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	18.37	126.98	132.59	133.65
所有者权益(亿元)	14.28	78.00	84.63	87.10
短期债务(亿元)	0.61	13.22	17.35	31.28
长期债务(亿元)	0.00	24.36	19.45	4.84
全部债务(亿元)	0.61	37.58	36.80	36.12
营业收入(亿元)	15.76	26.53	34.76	8.97
净利润(亿元)	2.02	3.55	5.19	1.49
EBITDA(亿元)	3.11	5.76	8.89	--
经营性净现金流(亿元)	2.28	6.49	7.83	1.34
应收账款周转次数(次)	7.65	5.84	4.88	--
存货周转次数(次)	4.77	4.27	4.14	--
总资产周转次数(次)	0.92	0.37	0.27	0.07
现金收入比率(%)	100.54	99.01	102.74	108.84
总资本收益率(%)	14.62	6.61	5.35	--
总资产报酬率(%)	14.93	5.97	5.32	--
净资产收益率(%)	14.81	7.70	6.04	1.70
营业利润率(%)	30.14	39.48	45.90	40.58
费用收入比(%)	13.66	25.75	30.06	21.85
资产负债率(%)	22.25	38.58	36.17	34.83
全部债务资本化比率(%)	4.11	32.51	30.30	29.31
长期债务资本化比率(%)	0.00	23.80	18.69	5.27
EBITDA利息倍数(倍)	157.26	7.60	7.78	--
EBITDA全部债务比(倍)	5.08	0.15	0.24	--
流动比率(倍)	1.96	1.41	1.30	0.86
速动比率(倍)	1.32	1.22	1.14	0.75
现金短期债务比(倍)	3.96	1.44	1.29	0.67
经营现金流动负债比率(%)	58.17	28.15	29.46	3.38
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.10	0.18	0.28	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因；本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 公司2020年1-3月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。