

中国宝安集团股份有限公司  
及其发行的 16 宝安 01 与 17 宝安 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(2020)100685】

**评级对象:** 中国宝安集团股份有限公司及其发行的 16 宝安 01 与 17 宝安 02

	16 宝安 01	17 宝安 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日
<b>前次跟踪:</b>	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 26 日	AA+/稳定/AAA/2019 年 6 月 26 日
<b>首次评级:</b>	AA+/稳定/AA/2015 年 11 月 2 日	AA+/稳定/AAA/2017 年 8 月 17 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	2.68	2.62	3.03	2.21
刚性债务	82.01	77.78	90.87	91.80
所有者权益	32.10	30.65	32.30	31.91
经营性现金净流入量	6.95	7.28	-8.48	-0.72
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	271.09	298.50	302.10	302.39
总负债	171.64	193.99	195.02	194.73
刚性债务	118.48	113.37	118.25	119.57
所有者权益	99.46	104.51	107.08	107.67
营业收入	70.24	117.16	119.49	16.14
净利润	3.23	6.65	7.12	1.14
经营性现金净流入量	3.91	27.23	13.38	1.15
EBITDA	12.51	20.10	22.61	—
资产负债率[%]	63.31	64.99	64.56	64.40
权益资本与刚性债务 比率[%]	83.94	93.11	90.55	90.05
流动比率[%]	164.16	156.61	160.02	147.39
现金比率[%]	49.72	46.15	51.63	46.07
利息保障倍数[倍]	1.83	2.97	2.91	—
净资产收益率[%]	3.58	6.52	6.73	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	3.71	22.74	10.63	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	1.90	11.35	4.43	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.80	3.95	3.85	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.17	0.21	—
<b>担保人数据(合并口径):</b>				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前 三季度
股东权益	65.59	111.96	117.87	144.52
风险准备金	3.74	4.25	4.97	5.49
平均资本回报率	10.94	9.4	9.86	-

注:根据中国宝安经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。担保人数据根据深圳高新投经审计的 2016~2018 年及 2019 年前三季度未经审计的财务数据整理、计算。

### 分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com  
黄梦姣 hmj@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)对中国宝安集团股份有限公司(简称中国宝安、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 宝安 01 与 17 宝安 02 的跟踪评级反映了 2019 年以来中国宝安在部分业务发展空间、主要细分产品竞争力、收入结构等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在资产变现能力、偿债及投融资、股权质押及财务管理等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **高新技术业务和医药生物业务发展空间较大。**中国宝安现有高新技术、生物医药和房地产三大业务板块,其中高新技术和生物医药板块面临的市场环境较好,未来仍具有较大的发展空间。
- **主要细分产品市场竞争力较强。**跟踪期内,中国宝安子公司贝特瑞在全球锂电池正负极材料市场占有率排名靠前,并不断扩展石墨应用领域;生物医药板块“马应龙”系列治痔药品市场占有率仍为国内第一,具有较强的市场竞争力。

#### 主要风险:

- **本部流动性压力较大,面临一定的集中偿付风险。**中国宝安本部货币资金存量较少,且集中了合并范围内的较多债务,流动性压力较大,2021 年大量刚性债务集中到期,面临一定的集中偿付压力。
- **期间费用高企。**中国宝安的期间费用持续上升,盈利空间受到抑制。同时公司证券投资收益因二级市场波动导致公允价值变动损失较大,在目前证券市场持续波动的背景下,公司将面临较大的证券投资风险。
- **资金大量沉淀于房地产业务。**中国宝安的存货

大部分为在建和在售房地产项目等，其中深圳城市更新项目投资规模大，开发周期长，短期变现能力偏弱，降低了资金使用效率。

- 贝特瑞投融资压力较大。中国宝安的主要子公司贝特瑞现阶段在建及拟建项目较多、金额较大，且贝特瑞经营性现金流表现一般，后续面临的投融资压力较大。

## ➤ 未来展望

通过对中国宝安及其发行的 16 宝安 01 与 17 宝安 02 主要信用风险要素的分析，本评级机构维持中国宝安 AA<sup>+</sup>主体信用等级，评级展望为稳定；认为 16 宝安 01 还本付息安全性仍很高，并维持 16 宝安 01 AA<sup>+</sup>信用等级；认为深圳高新投为 17 宝安 02 提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效，17 宝安 02 还本付息安全性仍极高，并维持 17 宝安 02 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



# 中国宝安集团股份有限公司

## 及其发行的 16 宝安 01 与 17 宝安 02

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照中国宝安集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、中国宝安集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（分别简称“16 宝安 01”与“17 宝安 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中国宝安提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对中国宝安的财务状况、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。

截至本评级报告日，该公司仍在存续期内的债券情况如图表 1 所示。公司已发行债券均正常付息或兑付。

**图表 1. 公司尚未到期债券概况**

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
16 宝安 01	10.00	5 年	5.60	2016/3/28	未到期，付息正常
17 宝安 02	10.00	5 年	6.08	2017/8/29	未到期，付息正常
17 宝安集 MTN001	16.00	3 年	6.20	2017/8/18	未到期，付息正常
19 宝安集 MTN001	10.00	3 年	7.00	2019/1/4	未到期，付息正常
19 宝安集 MTN002	5.40	3 年	7.00	2019/4/30	未到期，付息正常
<b>合计</b>	<b>51.40</b>	--	--	--	--

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中

## 高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

### A. 锂电池材料行业

受上游原材料价格下降影响，近两年正极材料价格持续下降，行业利润空间受到压缩。同时以前年度下游新能源汽车行业的快速发展刺激了锂电池行业产能持续扩张，在当前新能源汽车增速逐渐放缓，行业已开始呈现结构性产能过剩局面，中小企业及低端产能将首先受到冲击。2020年新冠疫情爆发，对汽车销售造成冲击，并向锂电池材料行业传导，加大锂电池材料企业产品销售和资金回笼等风险。

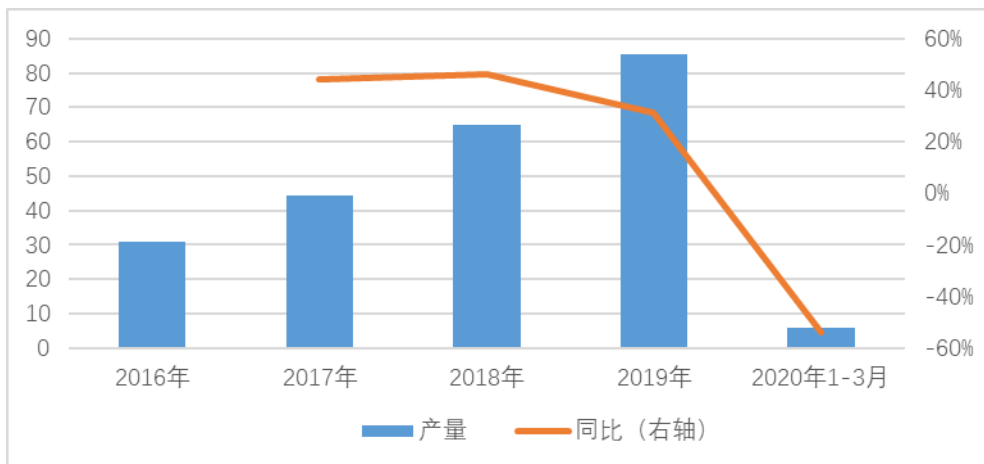
锂电池以储能高、寿命长、重量轻、充电快等优点，逐渐被广泛应用于移动通讯、手表、医疗器械、计算机、照相机等各类电子设备以及电动汽车。

我国锂电池业起步于20世纪90年代中后期，锂电池生产企业目前主要分布在广东、山东、江苏、浙江及天津等地。凭借下游电子制造业产业布局相对集中以及制造成本方面的比较优势，我国锂电池行业发展较迅速，2007年我国锂电池产量首次超过日本，成为世界锂电池产量第一大国。近年来随着新能源汽车产业迅速发展，锂离子电池需求量大幅增长。2016-2018年我国新能源车销量分别为50.7万辆、70.7万辆和125.6万辆，年均销量增幅达50%以上；2019年，受新能源补贴退坡影响，我国新能源汽车产销均有所下滑。根据中汽协数据显示，2019年新能源汽车产销分别为124.2万辆和120.6万辆，同比分别下降2.3%和4.0%；同期我国动力电池装机产量为85.4GWh，同比增长21.0%，主要是单车载电量提升所致。

2020年第一季度，受春节假期和新冠疫情爆发影响，我国新能源汽车市场需求受到抑制。根据中汽协发布的最新数据显示，2020年第一季度我国新能源汽车产销量分别为10.5万辆和11.4万辆，分别同比下降60.2%和56.4%；动力电池装机总量约5.68GWh，同比下降54%。在此背景下，政府已出台相关政策支持新能源汽车发展，有助于拉动汽车市场消费，对冲疫情影响。



图表 2. 近几年我国动力电池产量及增速情况 (GWH)

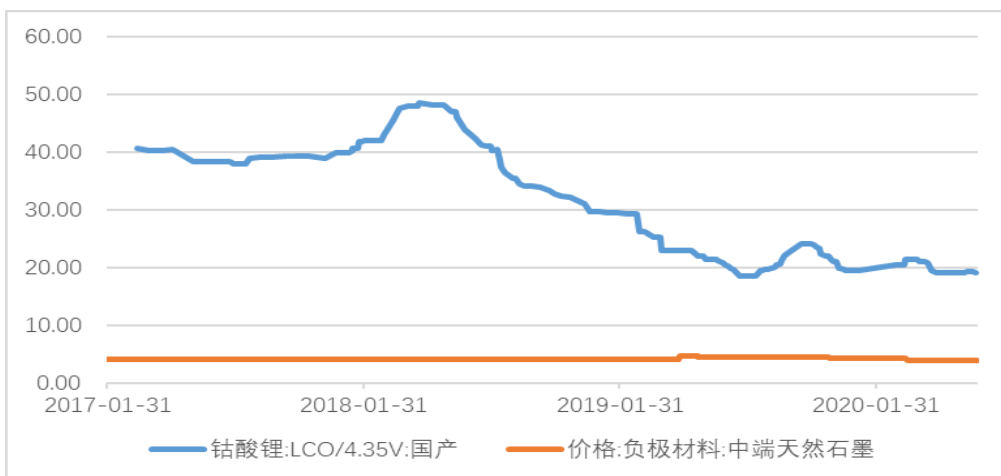


资料来源：高工锂电，智研咨询

随着锂电池安全性的提高及成本的下降，锂电池在小型动力市场（如电动自行车、电动叉车等）的应用开始出现高速增长态势，根据高工锂电的数据，2019年我国小动力锂电池出货量为 14.7GWH，产值规模已超 100 亿，小动力市场连续 2 年超 50% 的增速增长。随着 5G 手机的普及，手机带电量的提高及 TWS 耳机等新兴穿戴需求的兴起也促进了新的需求。据高工锂电数据，2019 年我国锂电池正极材料、负极材料出货量分别为 40.4 万吨、26.5 万吨，分别同比增长 32.5%、38.0%。

锂电池正极材料主要为钴酸锂、磷酸铁锂；负极材料主要为人造石墨和天然石墨其中负极材料价格较稳定。受上游原材料钴价格下降、新能源汽车补贴退坡背景下整车厂严控成本等因素影响，正极材料价格近两年降幅明显，由 2018 年 3 月的 48 万元/吨下降至 2020 年 5 月的 19.5 万元/吨。原材料及成品价格的大幅下跌使得相关正极材料生产企业毛利空间受到压缩。

图表 3. 正/负极材料价格波动情况 (单位：万元/吨)



资料来源：Wind

消费类电子产品和动力交通领域是锂电池消费的两大领域，随着人民生活水平的提高，传统电子产品在市场的渗透已逐渐趋于饱和，增长动力不足。近

年来中央政府密集出台政策支持新能源汽车产业发展，新能源汽车产销量迅速增长，持续支撑锂电池行业下游需求的增长。但同时，新能源汽车企业对政府补贴依赖度较高，目前补贴政策逐步退坡、补贴标准相应提高的趋势已明确。2017年8月，《乘用车企业平均燃料消耗量和新能源汽车积分并行管理办法》出台，同时设立企业平均燃料消耗量和新能源汽车两种积分，以实现节能降耗和促进新能源汽车发展两个目标。

2019年3月26日，四部委联合印发了《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，对2019年及过渡期间的新能源汽车补贴方法给出了最终指示。2019年新能源汽车补贴标准在2018年的基础上退坡超过50%，并取消“地补”，改为补贴充电基础设施。2019年3月26日至2019年6月25日为过渡期，6月26日新的补贴政策开始实施。与此同时，财政部文件还明确要求，过渡期后地方不再对新能源公交车和燃料电池汽车以外的新能源车给予购置补贴，财政资金转为支持充电基础设施和加氢设施的建设，否则中央将在财政补贴中予以扣除。

2020年初全国新冠疫情爆发，新能源汽车销售受阻。为支持新能源汽车发展，2020年3月31日国务院常务会议确定，将原本于今年年底到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税两项优惠政策延长两年。此次补贴政策延长有望强化政策延续性，有利于刺激新能源汽车全产业链的恢复。

该公司高新技术板块的龙头企业为贝特瑞新材料集团股份有限公司（简称“贝特瑞”），主要从事锂电池正/负极材料的生产和销售业务。锂电池负极材料是最早实现国产化的材料品种，目前国内锂电池负极材料生产企业众多，负极行业的竞争格局也已经非常稳定，行业集中度很高，前五名的市场占有率超过70%，其中天然石墨龙头贝特瑞和人造石墨龙头上海杉杉科技处于行业领先水平，且贝特瑞已进入LG、三星、松下等全球锂电池巨头的供应链。国内负极生产企业的竞争主要体现于国内领先企业与国际企业的竞争以及行业前三企业之间的竞争。

锂电池正极材料行业属于资本密集、技术密集型产业，国内正极材料行业集中度较高，贝特瑞、厦门钨业、宁波金和等前十大市场占有率约65%。随着下游对锂电池性能的要求提高，正极材料行业门槛也随之提高，龙头企业因多年的技术及经验积累，市场占有率或将继续提升。

**图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019年/末，亿元，%）**

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收帐款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
杉杉能源	37.20	12.78	3.21	5.70	52.14	26.88	2.80	4.66
厦门钨业	173.96	16.17	7.48	2.62	234.71	58.35	5.60	19.05
当升科技	22.84	19.69	3.16	7.38	45.88	25.40	-2.09	3.47
<b>贝特瑞</b>	<b>43.90</b>	<b>30.12</b>	<b>3.36</b>	<b>3.43</b>	<b>83.03</b>	<b>48.11</b>	<b>6.85</b>	<b>6.25</b>
天赐材料	27.55	25.64	3.38	3.15	53.30	44.25	-0.29	-0.18



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	应收帐款 周转率	存货周 转率	总资产	资产负 债率	净利润	经营性 净现金流
新宙邦	23.25	35.63	2.98	4.51	49.49	32.39	3.29	5.61
江苏国泰	392.90	11.86	8.38	11.12	235.23	52.40	14.46	21.13

资料来源：新世纪评级整理。

行业风险主要来自：（1）新能源汽车企业盈利易受国家政策影响，锂电池作为其上游行业关联影响较大；（2）锂电池行业出现结构性产能过剩，技术、规模等方面缺少竞争力的企业面临洗牌；（3）锂电池行业成本压力难以向下传导，盈利空间易受原材料价格波动影响。

## B. 医药行业

我国政府长期支持中医药行业的发展，相关政策的出台和实施将进一步加快中医药行业的发展，近年来行业整体保持了较高的景气度。中药行业作为医药制造业子行业之一，近几年行业增速、盈利能力总体高于其他医药细分行业。但同时，原材料中药材价格在供应紧缺和劳动力成本上涨等因素作用下，呈现波动上涨趋势，对国内中成药生产企业形成较大成本控制压力。

医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。

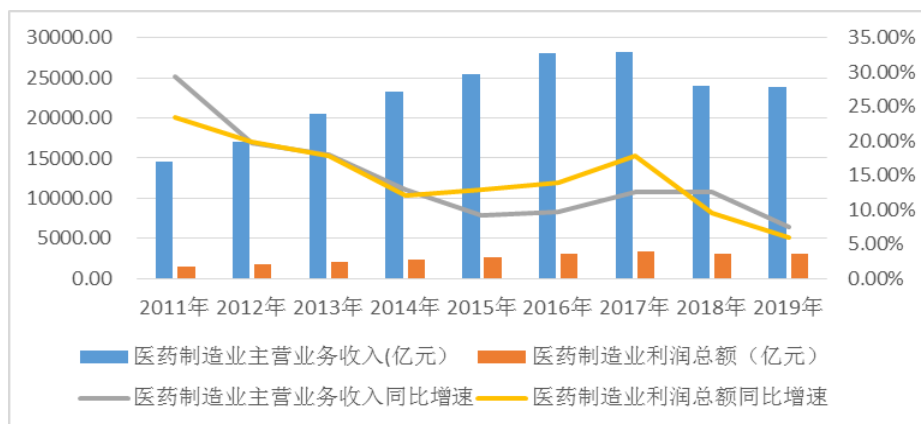
根据国家统计局数据显示，2019 年我国医药制造业<sup>1</sup>规模以上企业实现营业收入 23,908.60 亿元，同比增长 7.40%；利润总额 3,119.50 亿元，同比增长 5.90%。受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药品集中采购试点、“两票制”全面实施等医改深化推进的影响，我国医药制造行业营业收入增速依旧维持低位，利润增速大幅下滑。随着带量采购等政策的落地及全国推广，预计行业内企业短期内仍将承受较大的经营压力。

2020 年第一季度，我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入 5,018.70 亿元，同比减少 8.90%；利润总额 614.10 亿元，同比减少 15.70%。自新型冠状病毒肺炎疫情发生以来，全国各地相继启动了重大突发公共卫生事件一级响应，采取多种措施防控疫情，药企供应商和客户等均受到不同程度影响，导致其生产和销售等活动无法按期正常开展，短期内对医药企业经

<sup>1</sup> 根据国家统计局发布的公告为全面反映工业企业收入规模，从 2019 年起用“营业收入”替代“主营业务收入”，相关指标相应调整。规模以上工业企业利润总额、营业收入等指标的增速均按可比口径计算。

营造造成了一定影响。目前国内疫情已得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，疫情对医药企业后续经营的负面影响较为有限。

**图表 5. 我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）**



资料来源：Wind

从医药制造业未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加强发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

**图表 6. 2014 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况**

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
我国人口数（亿人）	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00
60 岁以上人口占比（%）	15.55	16.10	16.70	17.30	17.90	18.13
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	5.97	6.66	7.44	11.77	13.45	—
城镇基本医疗保险支出（千亿元）	8.13	9.31	10.77	14.42	—	—
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.88	3.12	3.36	3.64	3.93	4.24
我国医疗卫生机构总诊疗人次数（亿人次）	76.02	76.93	79.30	81.80	84.20	77.45
卫生费用（万亿元）	3.53	4.10	4.63	5.26	5.91	—

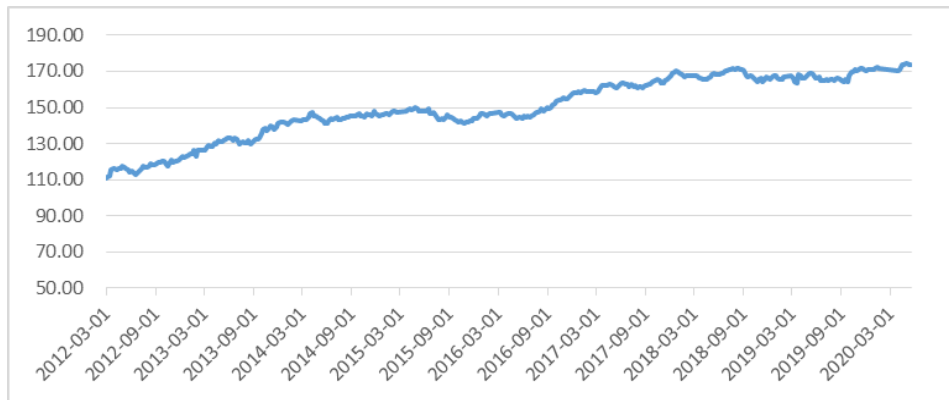
数据来源：Wind、新世纪评级整理

中药行业为医药制造业子行业之一，具体包括中药材、中药饮片和中成药行业。中药起源于我国，至今已有数千年的历史，具体是指在中医学理论指导下用于预防、诊断、治疗或调节人体机能的药物。中药因为药食同源的基础和临床功效，具有较大的市场潜力和开发空间，且其作为我国的民族医药产业，长期以来都是我国医药政策扶持的重要领域。尤其是近年来随着我国推动中药现代化工作的开展，中药行业取得了长足的发展。此外，与化学药品不同的是，目前我国中药行业受到行政保护，进入壁垒相对较高，且中药销售市场相当一

部分为零售市场，受政策调整的影响相对较小，因此，中药行业盈利水平总体高于其他医药子行业。

中药行业与上游的中药材行业之间存在较强的关联性。中药材是中药制造行业的原材料，其供应数量、质量和价格将直接影响中药制造行业的生产经营。近年来，我国的中药材行业得到了迅速发展，在栽培、引种驯化野生药材、引进国外中药材等方面都取得了重大进展，中药材的质量和安全性不断提高，品种不断获得丰富。然而，中药材生产受到气候、环境、日照等自然因素影响，其变化可能影响药材正常生长，从而导致产出减少；另一方面，由于野生药材的过度采挖，中药资源受到破坏，加之国家对珍稀野生药材实行禁采和限采，导致部分原材料出现短缺，价格呈现波动上涨趋势；此外，由于我国中药材种植滞后于农业发展，机械化程度较低，人工成本上涨也导致国内中药材价格的上涨，并对中成药生产企业成本控制形成较大压力。

**图表 7. 中国成都中药材价格指数**



数据来源：Wind、新世纪评级整理

近年我国出台了多项中医药政策扶持中医药行业的发展，2017年6月中医药管理局发布的《“十三五”中医药科技创新专项规划》，进一步完善中医药国际标准，形成不少于50项药典标准和100项行业标准，并完成多个中成药品种在欧美地区作为药品注册；建立中医药研究中心与联合实验室，加强与“一带一路”沿线国家的合作。2018年国家出台《全国道地药材生产基地建设规划（2018—2025年）》的文件；2019年发布《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》。国家层面出台政策，地方政府则积极布局，我国中医药行业将健康向好发展相关国家政策的扶持有利于中医药行业的快速发展。此外，2020年出新冠疫情爆发以来，中药在疫情中发挥了独特的优势，减少患者从轻型、普通型症状向重型发展；提高治愈率，降低病亡率，促进恢复期人群的机体康复。长远来看，随着国家系列政策支持，以及人们养生保健需求增长，对中医药的重新认识和认可程度提升，中医药行业发展将有所加快。

**图表 8. 近三年我国重要行业相关政策**

时间	文件	内容
2017年	《“十三五”中医药科技创新专项规划》	完善中医药国际标准，形成不少于50项药典标准和100项行业标准，实现20~30个中成药品种在EMA或者欧盟成员国作为传统药物注册，完成5~10个中成药品种在欧美等发达国家作为药品

时间	文件	内容
		注册；建立一批中医药研究中心与联合实验室，加强与“一带一路”沿线国家的合作。
2018年	《全国道地药材生产基地建设规划（2018—2025年）》	到2020年，建立道地药材标准化生产体系，基本建成道地药材资源保护与监测体系，加快建设覆盖道地药材重点产区的生产基地。到2025年，健全道地药材资源保护与监测体系，构建完善的道地药材生产和流通体系，建设涵盖主要道地药材品种的标准化生产基地，全面加强道地药材质量管理，良种覆盖率达到50%以上，绿色防控实现全覆盖。
2019年	关于印发诊所改革试点地区中医诊所和中医（综合）诊所基本标准（2019年修订版）的通知	各试点城市卫生健康行政和中医药主管部门要加强对中医诊所和中医（综合）诊所的监督管理，发现不符合标准的要限期整改，整改不落实的，由登记机关注销《医疗机构执业许可证》。
2019年	关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知	包括切实提高思想认识和政治站位、推进中医医院牵头组建多种形式的医联体、全面提升县级中医医院综合能力、加强政策保障。

数据来源：Wind、新世纪评级整理

长期以来，我国的中药行业处于小而散的市场竞争状况，行业集中度较低，竞争较为激烈。但在国家医改政策的推进和良好的外部发展环境下，我国中药现代化进程逐渐加快，中药材产业化水平不断提高，中药行业呈快速发展态势。

**图表 9. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）**

核心样本企业名称	核心经营指标（合并口径）		核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
同仁堂科技	44.76	47.83	104.70	29.18	7.41	10.52
片仔癀	57.22	44.24	88.11	20.90	13.87	-8.79
<b>马应龙</b>	<b>27.05</b>	<b>41.03</b>	<b>32.85</b>	<b>19.80</b>	<b>3.53</b>	<b>4.92</b>
以岭药业	58.25	63.84	90.69	12.31	6.03	0.69

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理。

医药行业风险主要来自：（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等药政政策影响较大；（2）中药制造企业数量日益增多，行业集中度低，竞争日益激烈；（3）受宏观经济及炒作等影响，中药原材料价格水平持续上涨，成本控制压力加大。

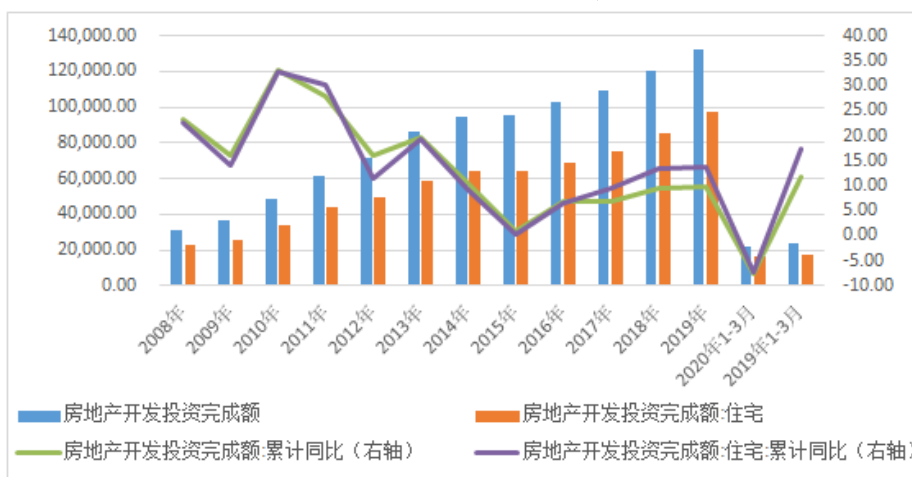
### C. 房地产行业

2019 年以来房地产调控坚持房住不炒定位，落实好因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。当年，我国住宅销售额虽仍保持正增长，但增速明显回落。2019 年下半年以来，房地产市场融资环境趋紧，同时销售去化趋缓，库存回升，行业持续开工势能不足。资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚。在调控政策形势下，房地产市场处于调整期，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升。

2020 年以来，叠加新冠肺炎疫情影响，对房地产开发行业的短期影响大，房地产企业短期内销售停滞、施工与交房延缓，一季度房企经营业绩受到冲击。同时，融资政策趋紧以及销售资金回笼不畅将使得房地产开发企业整体上面临的信用风险升高。

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2018年，我国房地产开发投资完成额从3.12万亿元升至12.03万亿元，其中住宅开发投资完成额从2.24万亿元升至8.52万亿元，住宅投资为房地产开发投资主力。2019年我国房地产开发投资完成额为13.22万亿元，较上年增长9.9%，增速较前几年略有提升。其中住宅开发完成投资额为9.71万亿元，较上年增长13.9%，增速高于房地产开发投资增速。2020年以来，受新冠肺炎疫情防控影响，大量房地产项目停工，2020年1-3月我国房地产开发投资完成额2.20万亿元，同比下滑7.7%，其中住宅开发投资完成额1.60万亿元，同比下滑7.2%。

图表 10. 2008 年以来房地产投资情况（单位：亿元，%）

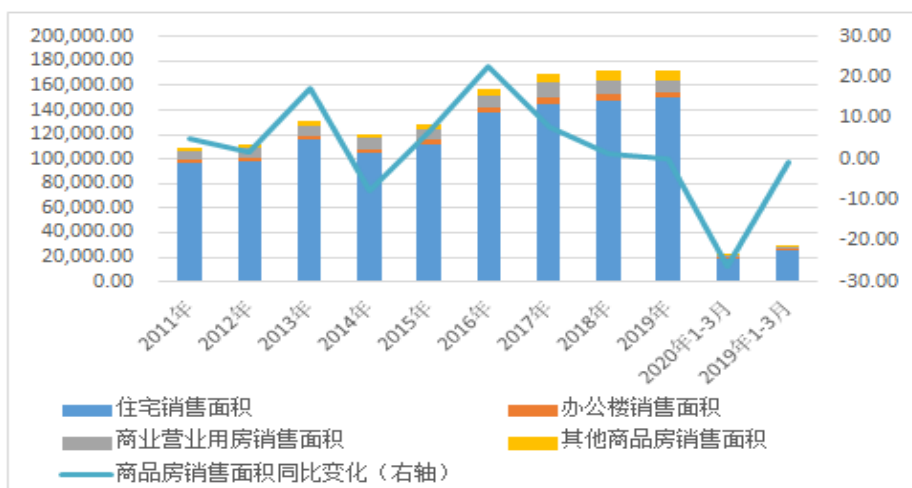


资料来源：Wind、国家统计局

2019年我国商品房销售面积为17.16亿平方米，同比下降0.10%，为近年来首次下滑；其中住宅销售面积为15.01亿平方米，同比上涨1.50%，增幅较上年收窄0.70个百分点。依托均价的小幅提升，房地产销售额有所增长。2019年我国商品房销售额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增幅较去年收窄5.70个百分点；同期住宅销售额13.94万亿元，同比增长10.30%，增幅较去年收窄4.40个百分点。根据中国指数研究院百城价格指数，2019年以来，百城住宅均价整体呈上升趋势，其中2019年12月均价15,168.00元/平方米，同比上升3.34%，环比上升0.42%；其中一线、二线、三线城市均价分别为41,660.50元/平方米、14,157.45元/平方米和9,478.36元/平方米，分别同比上升0.71%、4.24%和4.60%，增幅分别较去年提高0.31个百分点、下降2.84个百分点和下降4.11个百分点，一线城市价格基本稳定而略有上涨，二三线城市价格虽有所上升但增速有所回落。2020年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，一季度国内商品房销售面积为2.20亿平方米，同比下降26.3%；销售额2.04万亿元，同比下滑24.7%。



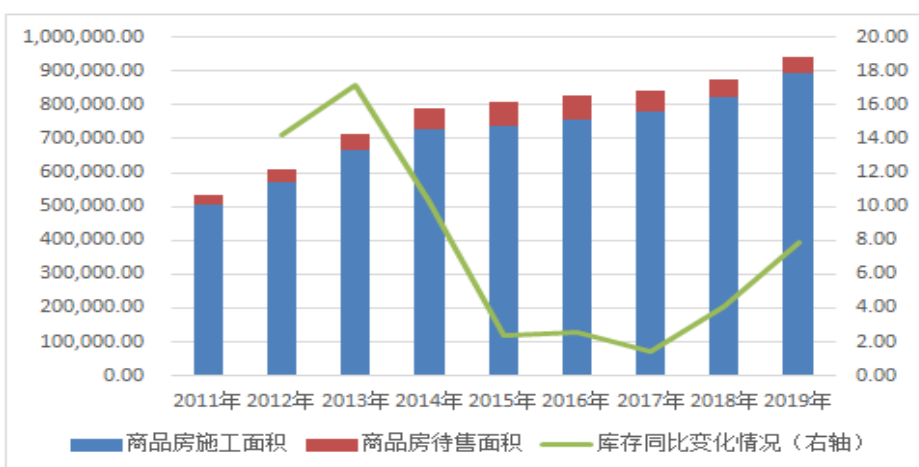
图表 11. 2011 年以来我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

库存方面，以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2018 年以来我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，2018 年住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速回升。2019 年以来则延续上年趋势，年末我国商品房市场库存为 94.36 亿平方米，同比增长 7.88%，具体来看，商品房待售面积为 4.98 亿平方米，商品房施工面积 89.38 亿平方米。

图表 12. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

深圳市房地产市场方面，2019 年深圳市完成房地产开发投资累计完成额 3,059.9 亿元，同比增长 15.9%，其中住宅投资累计完成额 1,518.9 亿元，同比增长 16.5%。全年深圳市商品住宅新开工 772.83 万平方米，竣工 303.76 万平方米；新建商品住宅销售 371.7 万平方米，同比增长 28.2%，新建商品住宅的供应量与成交量均实现稳定增长。

政策方面，2019 年以来我国房地产政策主体基调为坚持“房住不炒”，调控以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制由构建和完善转向初步实施的



进程有所加快。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，地方根据区域特点承担更多的调控主体责任。各地落实“因城施策”，有收有放，不断优化调控措施。国家层面高度关注房地产金融风险防范，相关管理部门从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面构建起有效的风险防范机制。下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化，地方层面亦陆续跟进。市场秩序维护方面，各地加强市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。调控工作频繁发力，目的明确，落实性强。

竞争格局方面，经过近年的一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资能力受限，面临更大的市场竞争压力和整合风险。在销售端增速放缓下头部企业对资源的把控将对中小房企形成挤压，后者信用风险趋于上升。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2019年，CR10/CR20/CR50 该比值有所提高，由 10.75%/14.98%/20.90% 提升至 26.28%/37.14%/52.92%。预计未来行业集中度将进一步提升。

现阶段房地产行业主要风险关注点包括：（1）长效调控机制背景下，行业后续投资增长乏力。（2）市场融资环境趋紧，行业整体流动性风险上升。（3）行业集中度持续提升，中小型房产经营愈加困难。（4）新冠疫情影响冲击下，中小型房企经营及债务压力加重。

## 2. 业务运营

该公司主业较为突出，其中高新技术业务和生物医药业务的主要细分产品有较强的竞争优势和较突出的市场地位。现阶段，贝特瑞的产能扩建项目投资规模较大，需关注投产后的产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对其运营情况的影响。公司房地产业务现有存量库存和在建项目规模仍较大，且天津及新疆部分存量项目去化压力大。另外，公司部分城市更新项目资金占用量大、开发周期长，关注相关风险。公司主业毛利水平较高，但期间费用逐年上升，侵蚀了主业盈利空间，交易性金融资产公允价值变动、投资收益和政府补助对公司利润影响较大，其盈利稳定性需持续关注。

该公司是一家多产业复合型集团企业，目前主业涉及高新技术、生物医药和房地产三大板块。高新技术业务方面，贝特瑞仍为公司高新技术板块的核心企业，是国内乃至国际领先的锂电池石墨类正负极材料供应商；生物医药业务方面，公司控股的上市公司马应龙生产的“马应龙”品牌治痔药品在国内市场具有较高知名度，市场占有率超过 40%，地位突出；房地产业务方面，公司仍主要对存量房源进行去库存工作，部分楼盘销售进入尾声。整体来看，跟踪期

公司各业务板块经营稳步发展，2019 年实现营业总收入 119.49 亿元，同比小幅增至 2.01%；同期毛利率 35.11%，同比小幅下降 1.89 个百分点。

2020 年以来新冠疫情爆发并在全国范围内蔓延，国内各地通过临时交通管制、居家隔离、延迟复工等措施，以避免疫情进一步扩散。受此影响，公司高新技术、生物医药和房地产三大业务均受到不同程度影响。2020 年第一季度，公司实现营业总收入 16.14 亿元，同比减少 27.94%；毛利率 36.17%，同比基本持平。

**图表 13. 公司主业基本情况**

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式
高新技术业务	全国/日韩	横向规模化/纵向一体化
生物医药业务	全国	横向规模化
房地产业务	深圳、海南、山东、天津、新疆等	横向规模化

资料来源：中国宝安

该公司其他业务包括租金收入、服务性收入和投资性房地产处置收入和其他金融类收入等，2019 年业务收入 3.27 亿元，占公司营业总收入的比重均不超过 5%。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 14. 公司核心业务收入及变化情况**

主导产品或服务	2017 年度	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	70.71	117.68	119.49	16.14	22.50
其中：（1）高新技术业务（亿元）	42.19	58.74	59.00	9.72	13.25
在营业收入中所占比重（%）	60.07	50.14	49.38	60.22	59.18
（2）生物医药业务（亿元）	18.89	24.81	30.97	4.50	7.15
在营业收入中所占比重（%）	26.90	21.17	25.92	27.88	31.90
（3）房地产业务（亿元）	5.87	30.33	26.24	1.14	1.29
在营业收入中所占比重（%）	8.35	25.89	21.96	7.06	5.74
毛利率（%）	33.72	37.00	35.11	36.17	35.77
其中：高新技术业务（%）	28.88	27.27	28.91	29.83	28.19
生物医药业务（%）	51.25	48.02	45.81	58.15	49.16
房地产业务（%）	29.30	50.83	40.49	24.57	52.13

资料来源：中国宝安

#### A. 高新技术业务

该公司高新技术业务的核心运营子公司为贝特瑞<sup>2</sup>，主要产品为锂电池正负极材料，在该板块中收入占比约 74%。同时，公司还控股有宁波拜特测控技术股份有限公司（简称“宁波拜特”）、江西宝安新材料科技有限公司（简称“宝安新材料”）、深圳市泰格尔航天航空科技有限公司（简称“泰格尔”）、张家港

<sup>2</sup> 截至 2020 年 3 月末公司共持有贝特瑞 75.48% 的股权，无股权质押。

友诚新能源科技股份有限公司（简称“友诚科技”）<sup>3</sup>等高新技术企业。这些公司产品包括复合材料航天航空结构件、电源类产品、电池测试类设备、新能源汽车充电桩充电连接器等，部分企业具有军工资质，但目前这些产品占公司高新技术业务收入的比重仍较小。此外公司控股合并的国际精密集团有限公司（简称“国际精密”）<sup>4</sup>，亦对公司高新技术板块收入有一定的贡献。2019年，公司高新技术业务实现营业收入59.00亿元，同比变化不大，占营业总收入比重的49.38%。2020年第一季度，受新冠疫情影响，公司高新技术业务收入同比减少26.64%至9.72亿元；毛利率29.83%，同比增加1.64个百分点。

**图表 15. 公司近三年一期高新技术业务主导产品收入成本情况（单位：亿元）**

公司名称	产品名称	2017年		2018年		2019年		2020年第一季度	
		主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本
贝特瑞新材料集团股份有限公司	锂电池负极材料	15.10	10.29	23.58	15.26	29.30	17.83	5.93	3.85
	锂电池正极材料	11.14	8.37	9.36	7.86	8.06	7.19	0.59	0.61
	其他 <sup>5</sup>	3.02	2.30	5.80	4.15	5.03	4.17	0.42	0.15
深圳市大地和电气股份有限公司	电机控制器系统	2.19	1.89	4.73	4.72	1.59	1.45	0.61	0.56
武汉永力科技股份有限公司	电源类产品	1.23	0.73	0.47	0.33	--	---	---	---
宁波拜特测控技术有限公司	电池测试类设备	0.71	0.55	0.30	0.23	0.42	0.26	0.06	0.06
武汉华博通讯有限公司	通话器类和模拟训练器类产品	0.66	0.13	1.25	0.79	1.59	1.05	-	-
张家港友诚科技机电有限公司	充电桩连接线及通用插座插头	1.75	0.99	2.30	1.33	2.05	1.18	0.32	0.21
国际精密集团有限公司	精密结构件	4.91	3.22	8.09	5.60	7.22	5.68	1.53	1.21
-	<b>合计</b>	<b>41.11</b>	<b>28.68</b>	<b>57.23</b>	<b>41.44</b>	<b>55.26</b>	<b>38.81</b>	<b>9.46</b>	<b>6.65</b>

资料来源：中国宝安

跟踪期内，贝特瑞持续优化产品结构，锂电池负极材料收入有所提升，带动贝特瑞营业收入保持增长，2019年为43.90亿元，同比增长9.51%；净利润6.85亿元，同比增长21.17%。其中锂电池负极材料收入为29.30亿元，同比增长24.26%；锂电池正极材料收入为8.06亿元，同比减少13.89%，受上游原材料价格钴、锂价格大幅下跌，正极材料产品价格有所下降。此外受新冠疫情影响，2020年第一季度贝特瑞采购、生产及销售环节均受到一定影响，目前贝特瑞的日常运营已经基本恢复正常，但从全年来看，下游新能源汽车、消费电子等行业需求萎缩，境内销售业务受到一定影响。另外欧美等国外区域的疫情开始蔓延并进入爆发期，预计未来境外下游需求亦出现一定程度下降。

<sup>3</sup>2019年2月11日，友诚科技正式挂牌新三板。截至2019年末该公司持有友诚科技0.27亿股股票，占比85.77%。

<sup>4</sup>国际精密集团有限公司系香港主板上市公司，主要业务为制造及销售应用于硬盘驱动器、液压设备及汽车零件之精密金属零件以及其他用途之零件。该公司通过子公司合计持有国际精密5.34亿股，占其总股本的53.13%，并改选了国际精密新一届董事会，派驻了过半董事，对其实现控制，于2017年6月纳入合并范围。截至2019年末，国际精密资产总额21.04亿港元，净资产17.16亿港元；2019年实现营业收入8.15亿港元，净利润0.43亿港元。

<sup>5</sup>其他业务主要是指对外销售天然鳞片石墨、销售生产过程产生的副产品、承接石墨加工服务。

贝特瑞生产所需原料主要为石墨原料和少量辅料等。目前贝特瑞已形成负极材料、正极材料、石墨烯三大业务体系，拥有较为完整的产业链，拥有广东、华北、东北、江苏及四川五大产业基地，具备从石墨矿到石墨产品的完整产业链，技术储备领先，市场竞争力较强。其中东北产业基地主要负责前端石墨原材料的开采、生产及销售；其余产业基地负责锂离子正负极材料、磷酸铁锂正极材料与 NCA/NCM 三元正极材料的研发、生产及销售。生产设备方面，贝特瑞部分生产设备从国外进口，生产技术和自动化程度较高，节省生产人力成本，保证了高效的产出。

2019 年通过对生产线的新建和改扩建，贝特瑞的负极材料总产能增至 7.13 万吨，因新增产能涉及的设备调试和下游客户导入尚未全部完成，导致 2019 年产能利用率同比小幅下降，但总体处于较高水平。正极材料方面，贝特瑞生产的正极材料产品主要包括磷酸铁锂正极材料、锰系多元复合正极材料及三元系正极材料 NCA。2019 年，贝特瑞在江苏新建的 1.50 万吨三元正极材料产线和 1.50 万吨磷酸铁锂正极材料产线部分投入运营，因生产时间较短及新增产能仍需时间释放，2019 年正极材料产能利用率水平同比有所下降。

**图表 16. 贝特瑞近三年产销情况（吨）<sup>6</sup>**

		2017 年	2018 年	2019 年
负极材料	产量	33342	45360	59699
	产能	52000	55000	71333
	产能利用率	64.12	82.47	83.69
	产销率	99.01	99.59	98.81
正极材料	产量	14448	11612	14737
	产能	22000	22000	36167
	产能利用率	65.67	52.78	40.75
	产销率	95.76	100.79	91.84

资料来源：中国宝安

注：季度产能数据已年化

贝特瑞产品销售分为外销和内销，销售方式为直销。贝特瑞设立营销总部，统一管理、分配各个公司的销售业务。目前销售体系主要由贝特瑞母公司、天津贝特瑞科技、惠州贝特瑞等组成，各个公司在营销总部的统一管理下分别与客户签订合同，并开展业务活动。目前贝特瑞主要下游客户为锂电池生产商，其国内主要客户包括比亚迪、天津力神和宁德时代等；国外主要客户包括松下、LG 等。2019 年公司内、外销售额占比分别为 59.96% 和 40.04%。结算方面，国内、外客户一般均采用月结 30-60 天的结算方式。

研发方面，贝特瑞先后被认定为国家高新技术企业、国家火炬计划项目实施企业、高效能量转换与储能材料产学研战略联盟、广东省产学研示范基地、广东省绿色动力电池负极材料工程技术研究中心、深港创新圈能源材料龙头企

<sup>6</sup> 该表格中贝特瑞设计产能与实际产量之间有较大差距，主要原因是公司预计相关产品市场潜力较大，尤其是在动力电池领域，因此提前布置了大量产能。

业、深圳市自主创新行业龙头企业，并承担多项国家 863 计划项目，起草编制了“锂离子二次电池石墨类负极材料”国家标准，填补了国内行业空白。2019 年末，贝特瑞已获授权专利权 248 项，其中发明专利 191 项（国内发明专利 152 项，国外发明专利 39 项）。

整体看，贝特瑞作为该公司高新技术业务收入的重要来源，营业收入和利润均保持增长。但目前贝特瑞在建项目较多、投资金额较大，资金来源主要是自有资金或自筹，后续将面临较大的投融资压力，需关注贝特瑞资金平衡情况及项目未来投资回报情况。

除贝特瑞外，该公司目前高新技术板块收入占比较大的还有国际精密。国际精密主要从事精密金属结构件的生产和销售业务，主要客户以国外知名汽车厂商为主。2019 年受中美贸易摩擦、全球汽车市场销量下滑以及硬盘驱动器行业衰退的影响，国际精密整体经营业绩较去年同期有所下降，当年实现营业收入 7.22 亿元，同比减少 10.76%；实现净利润 0.34 亿元，同比减少 56.30%。总体上看，短期内公司高新技术板块仍将以贝特瑞为龙头，在贝特瑞产能进一步提升后，收入占比可能进一步提升，但也需关注其产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对公司高新技术板块运营情况的影响。

## B. 生物医药业务

该公司生物医药运营子公司包括马应龙、深圳大佛药业股份有限公司和成都绿金高新技术股份有限公司<sup>7</sup>，截至 2019 年末，公司分别持有上述 3 家子公司股权比例为 30.14%、85.89%和 61.63%。马应龙为公司医药生物板块核心子公司，2019 年其营业收入占该业务比重的 87.34%。

马应龙品牌始创于 1582 年，是一家“中华老字号”医药企业，其生产的“马应龙”系列治痔药品在国内乃至国际市场均具有较高的知名度，市场占有率超过 40%，位居国内市场第一。2019 年马应龙实现营业收入 27.05 亿元，同比增长 23.11%；实现净利润 3.60 亿元，同比增长 104.29%。马应龙生产基地位于湖北武汉，受新冠疫情影响，2020 年第一季度营业收入同比减少 45.05%至 3.35 亿元；净利润同比减少 20.34%至 1.04 亿元。马应龙已于 2020 年 3 月 23 日正式复工复产。

该公司主要产品为“马应龙”品牌治痔药品，包括药膏、胶囊、注射液等品种，处于下消化道肛肠细分市场领先地位。除药品生产外，马应龙还涉及医药零售及痔疮专科医院领域，近年来也取得一定成效。

<sup>7</sup> 截至 2019 年末，深圳大佛药业股份有限公司资产总额 2.14 亿元，净资产 0.92 亿元；2019 年实现营业收入 3.06 亿元，净利润 0.13 亿元。截至 2019 年末，成都绿金高新技术股份有限公司资产总额 1.14 亿元，净资产 0.49 亿元；2019 年实现营业收入 0.86 亿元，净利润-0.07 亿元。



图表 17. 马应龙主要产品收入及构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
痔疮类产品	7.58	41.74	8.16	35.98	9.27	32.97	1.85	51.97
其他产品	3.67	20.23	4.63	20.41	5.67	20.16	0.39	10.96
零售、批发	5.18	28.56	7.87	34.70	11.63	41.38	1.15	32.29
医院诊疗	1.72	9.47	2.02	8.91	1.54	5.49	0.17	4.78
内部抵消	-0.79	-	-0.86	-	-1.12	-	-0.21	-
<b>合计</b>	<b>17.36</b>	<b>100.00</b>	<b>21.82</b>	<b>100.00</b>	<b>26.98</b>	<b>100.00</b>	<b>3.35</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中国宝安

马应龙生产过程采用标准化工艺流程和全过程质量监控，产品质量稳定<sup>8</sup>，产品工艺处于国内领先水平；该公司产品的灌装包装设备均采用德国和意大利的先进全自动生产流水线，具备物料自动监测、差错识别、自动报警等智能化控制，设备技术处于国际先进水平。公司生产所需的原材料主要包括人工麝香、珍珠、琥珀、人工牛黄、炉甘石等中药材，占生产成本的比重约 70%。跟踪期内，公司与主要供应商保持良好的合作关系，保证原材料的稳定供应，但中药原材料价格水平持续上涨，公司持续面临成本控制压力。产销方面，2019 年马应龙痔疮类和皮肤类产品的产销率均出现下滑，主要是马应龙为减轻 2020 年一季度的交付压力，在 2019 年底相应增加产品的库存储备，使得当年产量有较大幅度提升，产销率出现一定幅度的下滑。总体来看，公司生物医药板块现阶段经营稳定，市场地位可以维持，未来仍具有一定的发展空间。

图表 18. 马应龙近三年产销状况（单位：万支、万盒）

项目		2017 年	2018 年	2019 年
痔疮类	产量	8,899.84	11,116.13	14,048.86
	产能	10,789.69	12,870.49	12,870.49
	产能利用率	82.48%	86.37%	109.16%
	产销率	96.16%	94.75%	88.70%
皮肤类	产量	932.10	707.83	932.10
	产能	831.04	831.04	831.04
	产能利用率	112.16%	85.17%	112.16%
	产销率	87.35%	97.39%	87.35%

资料来源：中国宝安

<sup>8</sup> 根据马应龙 2017 年 5 月 13 日公告，就公司被《新京报》等媒体与 2017 年 5 月 11 日刊出的《马应龙、华润双鹤等 11 批次药品不合格》的文章，报道了公司生产的批号为 150609 的地奥司明片“不合格”做出澄清。公司称，经公司对该产品生产、检验过程调查分析，湖北省及武汉市食品药品监督管理局均对该批次产品进行了调查核实，该批次产品生产过程无异常，产品检验合格，符合药品生产质量管理规范要求；根据现行标准，该批次产品对消费者使用的安全性和有效性无影响，本次事件未对公司生产经营、财务状况和经营成果产生重大影响。



### C. 房地产业务

房地产业务是该公司的传统业务，由下属的各家房地产子公司负责运营。公司从事房地产开发已有 30 多年的历史，具备丰富的开发及项目管理经验，在部分区域市场有较高知名度，其中以“江南系列”为代表的房地产项目具备一定的行业影响力。

该公司在售房地产项目目前主要集中在深圳、天津及海南等省市，主要以库存住宅项目为主，项目开发时间较早，成本较低，虽然销售进度慢，但项目收益较有保障。截至 2019 年末，公司主要房地产项目规划可售面积 20.35 万平方米，2019 年累计销售面积 11.27 万平方米，实现收入为 26.24 亿元。公司全部在售项目均已经取得预售许可证。

**图表 19. 公司房地产业务概况**

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
销售金额（亿元）	5.53	30.85	26.24	0.62
销售面积(m <sup>2</sup> )	63,135.54	241,791.48	112,675.30	5,043.19
在售面积(m <sup>2</sup> )	285,679.76	246,118.98	203,537.32	119,017.90
已售未结转金额（亿元）	6.43	15.83	9.76	10.4
完工面积(m <sup>2</sup> )	277,087.70	328,227.37	195,358.82	-

资料来源：中国宝安

2019 年，该公司房地产业务实现营业收入 26.24 亿元，同比减少 13.48%，主要是 2018 年深圳市白石龙工业区城市更新项目（新彩苑）开盘销售，且销售情况较好，当年房地产业务收入增长较多所致。截至 2020 年 3 月末，新彩苑完成销售进度 78.27%。跟踪期内，公司房地产业务仍着重进行存量房源去库存，多个在售项目基本接近尾声，其余在售房地产项目销售进度亦有不同程度增长，但考虑到国内房地产调控政策等的实施，公司房地产业务持续存在周期性波动风险。截至 2020 年 3 月末，公司在售房地产项目情况如下表所示：

**图表 20. 截至 2020 年 3 月末公司主要在售房产项目情况（平方米、亿元）**

开发子公司名称	项目名称	所在地	建筑面积	项目类型	计划投资	截至 2020 年 3 月末已投资	是否开始销售	销售进度	已回笼资金
中国宝安集团海南实业有限公司	宝安公园家	海南省定安县	73,189.47	住宅、商业	4.00	4.76	是	96.15%	4.82
	万宁兴隆椰林湾	海南省万宁市	76,597.76	住宅、商业	5.40	5.65	是	89.52%	9.80
海南儋州宝安房地产开发有限公司	儋州宝山水龙城一期 A 区	儋州市那大镇	24,314.81	住宅、商业	2.25	1.67	是	11.19%	0.11
山东宝安房地产有限公司	江南城三期	山东文登南海	205,820.44	住宅、商业	9.69	7.66	是	86%	11.61
天津宝安房地产有限公司	江南城一期别墅	天津西青区	18,968.34	别墅	4.00	3.62	是	65%	2.48
	江南城二期别墅	天津西青区	18,109.87	别墅	5.70	6.31	是	19%	1.22

开发子公司名称	项目名称	所在地	建筑面积	项目类型	计划投资	截至2020年3月末已投资	是否开始销售	销售进度	已回笼资金
	江南城二期高层	天津西青区	85,783.97	高层	11.00	10.96	是	74%	13.90
武汉宝安房地产有限公司	山水龙城一期	武汉盘龙城	58,721.42	商业/别墅	2.07	2.07	是	97.59%	2.90
	山水琴台	武汉汉阳区	142,650.61	住宅/商业	7.80	7.69	是	90.14%	10.97
新疆宝安房地产有限公司	库尔勒宝安江南城区	库尔勒市	184,430.41	住宅、商业	9.80	8.94	是	54%	4.70
深圳市丹晟恒丰投资有限公司	深圳市白石龙工业区城市更新项目	深圳市龙华区	95,889.00	住宅、商业、办公	16.26	12.04	是	78.27%	27.14
惠州市华富投资有限公司	宝翠公馆	惠州市惠阳区	14,396.00	住宅、商业	1.02	0.76	是	40%	0.33
<b>合计</b>	-	-	<b>998,872.10</b>	-	<b>78.94</b>	<b>72.13</b>	-	-	<b>89.98</b>

资料来源：中国宝安

总体上看，该公司在售、在建项目土地取得时间较早，成本较低，如能顺利实现销售，有望给公司带来较大收益。但公司目前天津及新疆在售项目仍有一定规模的体量，存在去化压力，且深圳在建项目如果启动，短期内有较大的投资压力，后续销售情况可能会受到深圳的当地房地产政策影响，最终收益情况尚待时间检验。

旧改项目方面，该公司旧改项目主要包括深圳龙岗区横岗街道茂盛片区城市更新项目（简称“深圳横岗街道城市更新项目”）和深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目（简称“深圳布吉街道城市更新项目”）。

2016年9月2日，该公司与广东天行健投资集团有限公司天行健投资（简称“天行健投资”）签署《股权转让协议》<sup>9</sup>，以人民币13.2亿元收购深圳市华信达房地产开发有限公司55%的股权，与其合作进行深圳横岗街道城市更新项目开发，开发模式为城市更新项目，盈利模式为拆迁建成后返回原业主后，剩余楼盘销售获利。该项目尚在拆迁谈判阶段，计划分四期开发，目前处于一期拆迁谈判阶段。截至2019年末，该项目因收购土地及建筑物形成的开发成本31.07亿元。

由于深圳地区普遍存在历史遗留问题、城市规划问题、旧改项目特殊政策等，深圳地区拆除重建类城市更新项目不同于国内其他地区，流程具体如下图所示：

<sup>9</sup> 截至2020年3月末，公司已支付诚意金及部分股权转让款共计4.2亿元，其余款项将根据天行健投资对项目的完成节点分期支付，具体可见2016年9月3日公司发布的《关于收购股权的公告》。

图表 21. 深圳市拆除重建类城市更新流程图



目前，深圳横岗街道城市更新项目尚未被核发“更新单元规划批复”，即尚未取得专项规划。项目后期还将面临实施主体确认、拆迁补偿谈判、拆迁补偿协议签订、拆迁实施、土地规划许可证办理等一系列工作准备和行政审批，办理手续较为复杂且耗时较长，进入到实质开发的阶段时间不可预测。

深圳布吉街道城市更新项目系该公司子公司中国宝安集团控股有限公司、深圳市运通物流实业有限公司、深圳恒安房地产开发有限公司与中信置业（深圳）有限公司、深圳市桦盈实业有限公司（简称“桦盈实业”）共同合作推进深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目。截至 2020 年 3 月末，公司已收到合作方桦盈实业支付的两笔合同保证金，共计 6.10 亿元，未来项目的拆迁补偿工作、申报城市更新等政府审批手续、投资、建设施工及销售等工作全部由桦盈实业负责。目前该项目仍处于规划研究等前期工作阶段。

此外，2018 年该公司子公司海南儋州宝安房地产开发有限公司、海南儋州港宝置业有限公司、海南儋州恒通置地有限公司、海南儋州恒运实业有限公司（简称“相关子公司”）分别收到儋州市人民政府（以下简称“儋州市政府”）关于无偿收回土地使用权的决定文件，面积合计为 44,9876.7 平方米。为了维护公司的合法权益，相关子公司向海南省第二中级人民法院提起诉讼，要求撤销儋州市政府的相关决策文件。上述事件已于 2018 年 7 月 3 日结案，公司胜诉，儋州市政府无偿收回公司土地使用权的决定被撤销，且案件受理费由儋州市政府负担。

2020 年 5 月 28 日，该公司、海南儋州港宝置业有限公司、海南儋州恒通置地有限公司、海南儋州恒运实业有限公司（分别简称“港宝置业”、“恒通置地”、“恒运实业”，合并简称“儋州三家公司”）与陕西宝安鸿基房地产开发有限公司（简称“陕西鸿基”）签署了《海南儋州三家全资子公司股权转让合同书》，

拟将公司所持儋州三家公司 100% 的股权转让给陕西鸿基。交易总价款合计为 8.40 亿元（含三家目标公司全部股权的转让款和陕西鸿基代三家目标公司偿还的对本公司的欠款）。若本次交易成功，可产生约 3 亿元的收益。公司本次出售儋州三家公司股权系为优化产业结构，盘活存量资产，转让所得的现金将补充公司营运资金。

#### D. 投资业务

除三大业务板块外，该公司还涉及对外投资业务，主要包括股权投资和股票投资，其中股权投资业务主要由母公司及下属企业中国宝安集团资产管理有限公司<sup>10</sup>负责管理运营，主要工作是对下属子公司股权进行管理，并购符合公司发展战略的新企业并进行孵化，处置不符合公司发展战略的子公司股权等。近年来公司通过股权转让、新三板减持等方式实现了较好的投资收益。2019 年公司处置长期股权投资产生的投资收益为 2.14 亿元。

2019 年以来，该公司主要的投资事项有：（1）子公司贝特瑞拟以 12-13 元/股的价格向公司非关联方转让所持有的广东芳源环保股份有限公司（证券简称：芳源环保，证券代码：839247）不超过 700 万股。2019 年通过股权转让取得投资收益 0.50 亿元；（2）子公司贝特瑞转让所持山西贝特瑞新能源科技有限公司和宣城研一新能源科技有限公司全部股权<sup>11</sup>，转让股权比例分别为 28.75% 和 15%，转让价格分别为 1.00 亿元和 0.24 亿元，2019 年分别取得投资收益 1.45 亿元和 0.21 亿元。

该公司股票投资业务由本部及下属企业设立相关部门负责运营。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司交易性金融资产分别为 10.20 亿元、5.27 亿元、5.77 亿元和 7.61 亿元，当期取得的公允价值变动净收益分别为 0.35 亿元、-5.17 亿元、2.58 亿元和 1.48 亿元。其中 2018 年受到国内证券市场走势低迷的影响，公司证券市场投资出现较大亏损，未来证券市场的波动仍有可能导致公司持续面临较大的投资风险。

图表 22. 截至 2019 年末公司证券投资情况（亿元）

证券代码	证券简称	最初投资成本	本年公允价值变动损益	期末账面价值	核算科目
300676	华大基因	3.78	0.68	2.23	交易性金融资产
000572	*ST 海马	3.22	0.25	1.20	
01810	小米集团	0.41	-0.03	0.34	
00700	腾讯控股	0.32	0.10	0.33	
000063	中兴通讯	0.23	0.02	0.25	
601607	上海医药	0.22	0.03	0.20	
600589	广东榕泰	0.21	0.12	0.14	

<sup>10</sup> 截至 2019 年末，中国宝安集团宝安资产管理公司资产总额 1.93 亿元，负债总额 1.12 亿元，所有者权益 0.81 亿元，2019 年销售收入为 0.00 亿元，净利润为 0.35 亿元。

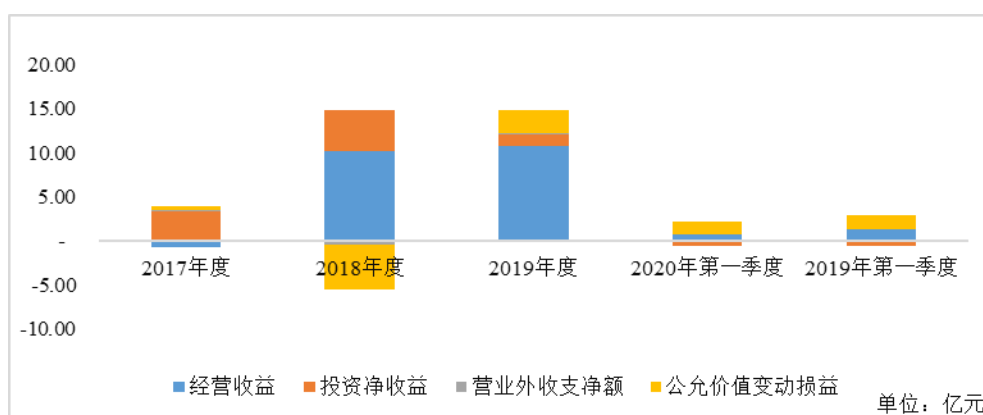
<sup>11</sup> 贝特瑞与山西晋沪碳素有限责任公司签署股权转让协议，转让所持山西贝特瑞新能源科技有限公司 28.75% 股权；与深圳市创新投资集团有限公司、江西红土创业投资有限公司和长江晨道（湖北）新能源产业投资合伙企业（有限合伙）签署股权转让协议，转让所持宣城研一新能源科技有限公司 15% 股权。

证券代码	证券简称	最初投资成本	本年公允价值变动损益	期末账面价值	核算科目
06030	中信证券	0.11	-0.01	0.11	
02342	京信通信	0.09	0.01	0.10	
688122	西部超导	0.04	0.06	0.09	
期末持有的其他证券投资	-	0.58	0.22	0.30	
<b>合计</b>	-	<b>9.21</b>	<b>1.46</b>	<b>5.28</b>	-

资料来源：中国宝安

## (2) 盈利性

图表 23. 公司盈利来源结构



资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司主业经营为利润主要来源。2019 年公司营业收入和营业毛利分别为 119.49 亿元和 41.95 亿元，分别同比增长 1.99% 和减少 3.21%。具体来看，2019 年公司高新技术、医药生物业务毛利保持增长，房地产业务毛利下降主要是 2018 年深圳新彩苑项目销售较多所致。

费用方面，随着经营规模扩大，该公司相应办公费、折旧摊销及研发支出费用增大，导致期间费用快速增长，2017-2019 年分别为 21.35 亿元、26.37 亿元和 27.76 亿元；期间费用率分别为 30.40%、22.50% 和 23.23%。公司期间费用主要是销售费用和管理费用，2019 年分别为 11.63 亿元和 7.25 亿元。其中销售费用主要包括业务费、职工薪酬和广告费等，同比增长 7.01%；管理费用主要包括管理人员薪酬、办公费等，同比减少 11.87%，主要是子公司贝特瑞股权激励业绩条件预计无法达成，对已确认的期权激励成本冲回所致。同期公司研发费用和财务费用分别为 4.01 亿元和 4.87 亿元，分别同比增长 8.07% 和 9.50%。整体看，公司期间费用规模较大，一定程度上侵蚀了公司的利润空间。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，公司业务经营活动减少，期间费用同比下降 21.63% 至 5.00 亿元；但因收入下降较多，期间费用率 30.99%，同比上升 2.50 个百分点。



**图表 24. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业收入（亿元）	70.24	117.16	119.49	16.14
毛利（亿元）	23.68	43.34	41.95	5.84
其中：高新技术业务	12.19	16.02	17.05	2.90
医药生物业务	9.68	11.92	14.19	2.61
房地产业务	1.72	15.42	10.62	0.28
期间费用率（%）	30.40	22.50	23.23	30.99
其中：销售费用率（%）	10.83	9.28	9.74	10.99
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>5.59</b>	<b>6.16</b>	<b>6.77</b>	<b>1.52</b>
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>1.21</b>	<b>1.42</b>	<b>1.31</b>	<b>0.24</b>

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

投资收益是该公司盈利的重要构成部分之一，主要来自处置股权投资产生的投资收益，2017-2019 年分别为 3.31 亿元、4.64 亿元和 1.28 亿元，其中 2018 年收益较多主要因公司连续出售永力科技和威海三家公司股权，共计取得投资收益 4.54 亿元。公司还通过投资证券市场获取收益，2017-2019 公允价值变动收益分别为 0.35 亿元、-5.17 亿元和 2.58 亿元，其中 2018 年由于证券市场表现低迷，公司证券投资亏损较大。公司每年可获得一定其他收益和营业外收入，主要是高新技术业务的政府补助，从短期来看，随着高新技术板块的持续发展，公司可获取的政府补助预计仍可维持。此外，公司因存货跌价损失、坏账损失、长期资产减值等产生一定规模的资产减值损失，2017-2019 年分别为 2.28 亿元、3.05 亿元和 2.34 亿元；2019 年信用减值损失 2.52 亿元，主要是高新技术业务<sup>12</sup>和其他业务的应收账款、应收票据的坏账损失，对利润产生不利影响。总体而言，公司利润对非经常损益的依赖程度较高，需持续关注其非经常损益的稳定性。

**图表 25. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	3.31	4.64	1.28	-0.55
其中：处置长期股权投资损益（亿元）	1.22	5.55	2.14	0.00
其它收益（亿元）	0.67	0.97	1.68	0.31
营业外收入（亿元）	0.35	0.29	0.29	0.05
公允价值变动损益（亿元）	0.35	-5.17	2.58	1.48
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（亿元）	0.35	-5.17	2.58	1.48
信用减值损失（亿元）	-	-	2.52	0.03
资产减值损失（亿元）	2.28	3.05	2.34	0.01

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

<sup>12</sup> 贝特瑞执行新准则，将原“资产减值损失”调整至“信用减值损失”，2019 年“信用减值损失”1.53 亿元。



2017-2019年，该公司分别实现净利润3.23亿元、6.65亿元和7.12亿元；同期净利润率分别为4.60%、5.68%和5.96%，总体经营效益尚可。2020年第一季度，公司实现净利润1.14亿元，同比减少38.55%。

### (3) 运营规划/经营战略

根据该公司规划，未来公司仍将着重发展高新技术板块，主要是继续拓展新材料、新能源汽车等战略新兴产业，通过收购、整合等手段实现相关产业链的延伸，强化子公司经营的同时寻找产业投资机会；医药生物方面，公司将继续强化马应龙肛肠药品品牌优势，提升肛肠类产品规模，同时加快诊疗产业资源的整合运营，推进马应龙肛肠中心合作共建；房地产方面，公司将继续进行非深圳项目的去库存和资产清理、处置，减少库存积压，加快资金回收。

该公司在建工程主要是贝特瑞产能扩张项目，整体投资规模较大，需关注投产后的产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对其运营情况的影响。贝特瑞产能建设项目具体如下：

**图表 26. 截至 2020 年 3 月末公司主要高新技术业务在建项目情况 (亿元)**

项目名称	预计总投资	设计年产能	资金来源		截至 2020 年 3 月末已投资金额	未来三年投资计划			预计完工时间
			自筹	贷款		2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	
惠州贝特瑞锂离子电池负极材料一期项目	3.24	2 万吨	-	-	0.47	1.20	1.25	0.32	2022 年
深圳贝特瑞坪山科技园	6.76	-	2.76	4.00	2.40	2.50	1.50	0.36	2021 年
黑龙江省鸡西市站前石墨矿详查探矿权与深加工一体化固定资产项目	6.86	球形石墨 1.5 万吨 二次造粒 1 万吨 精矿 8 万吨	4.46	2.40	6.36	0.05	0.40	0.05	-
深圳贝特瑞光明总部项目	5.56	-	2.80	2.80	2.15	1.50	1.50	0.41	2021 年
江苏贝特瑞生产厂区建设工程	20.00	NCA/NCM 3 万吨 负极材料 3 万吨 磷酸铁锂: 1.5 万吨	8.00	12.00	13.98	1.80	3.50	0.72	2020 年
<b>合计</b>	<b>42.42</b>	<b>-</b>	<b>17.93</b>	<b>21.20</b>	<b>25.36</b>	<b>7.05</b>	<b>8.15</b>	<b>1.86</b>	<b>-</b>

资料来源：中国宝安

贝特瑞在惠州投资建设“年产 4 万吨的锂离子电池负极材料项目”，计划总投资 6.44 亿元（含土地购置费），计划分两期投入建设，每期产能为 2 万吨，本项目为一期工程，预计投资总额 3.24 亿元，截至 2020 年 3 月末投资额 0.47 亿元，预计完工时间为 2022 年。

深圳贝特瑞坪山科技园项目计划建设锂离子电池正极材料科技园，并将其打造成集产品研发、检测、成果转化、知识产权服务、标准制定等功能于一体的锂离子电池正极材料产业服务平台。该项目占地面积 18,453.49 m<sup>2</sup>，总建筑面积 73,810 m<sup>2</sup>，目前已经完成土方基坑工程，正在进行楼层建设，预计可于 2021 年 3 月投入使用。该项目计划投资额 6.76 亿元，截至 2020 年 3 月末投资额 2.40 亿元。

贝特瑞为扩大石墨负极材料市场份额、保障原材料供应，于 2019 年 1 月，

与鸡西市人民政府签署相关投资协议<sup>13</sup>，共同开发投资黑龙江省鸡西市站前石墨矿详查探矿权与深加工一体化固定资产项目。该项目预计总投资额 6.86 亿元，包括建设年开采石墨矿石 100 万吨、年产 1 万吨二次造粒负极材料及 1.5 万吨小颗粒球形石墨。截至 2020 年 3 月末，已完成投资金额 6.36 亿元。

深圳贝特瑞光明总部项目计划建设贝特瑞总部及新能源研究院。项目占地面积 7,531.02 m<sup>2</sup>，总建筑面积 52,720 m<sup>2</sup>，计划总投资额 5.56 亿元。现阶段，该项目正在进行地下室建设，预计可于 2021 年 6 月投入使用。

江苏贝特瑞生产厂区建设工程位于江苏省常州市金坛区华罗庚科技产业园内，该项目同时建设 NCA/NCM、负极材料、磷酸铁锂生产线，现阶段均已完工，其中负极材料部分产能于 2019 年投产，其余产能处于试产阶段，预计可在 2020 年内正式投产时间。该项目计划投资额 20 亿元，截至 2020 年 3 月末，已完成投资金额 13.98 亿元。

此外，贝特瑞开展向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交申请股票公开发行并在精选层挂牌事项于 2020 年 6 月 16 日通过全国股转公司挂牌委员会审核，并于 6 月 18 日取得中国证监会的核准批文。此次贝特瑞公开发行股票拟募集资金 20 亿元，将用于主营业务投资及补充流动资金，具体如下所示：

**图表 27. 募集资金运用情况（亿元）**

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	项目备案情况	项目环评批发情况
惠州市贝特瑞年产 4 万吨锂电负极材料项目	6.44	6.44	惠州市惠阳区发展和改革局，项目代码：2018-441303-38-03-825030	(1) 惠州市生态环境局：惠市环(惠阳)建(2019)212 号；(2) 惠州市生态环境局：惠市环(惠阳)建(2020)203 号
年产 3 万吨锂离子动力电池正极材料项目（二期）	8.00	8.00	(1) 江苏省金坛经济开发区科技经贸局：坛开科经备字(2020)8 号 (2) 常州市金坛区发展和改革局：坛发改备字(2020)2 号	常州市生态环境局：常金环审(2019)188 号
补充流动资金	5.56	5.56	-	-
<b>合计</b>	<b>20.00</b>	<b>20.00</b>	-	-

资料来源：中国宝安

惠州市贝特瑞年产 4 万吨锂电负极材料项目与年产 3 万吨锂离子动力电池正极材料项目（二期）是依托于公司现有核心技术，围绕主营业务筹划实施，有利于公司扩张整体产能、提升生产技术水平、提高生产效率、进一步提升公司市场竞争力。其中惠州市贝特瑞年产 4 万吨锂电负极材料项目计划总投资 6.44 元（含土地购置费），共分两期投入建设，每期产能为 2 万吨，其中一期项目已开工建设（前述在建工程），截至 2020 年 3 月末已投资金额 0.30 亿元，先行投入部分金额待募集资金到位之后，将按照募集资金使用管理的相关规定予以置换。

<sup>13</sup> 贝特瑞下属子公司鸡西长源矿业有限公司与鸡西市人民政府签署相关投资协议，签署《探矿权出让合同》、《鸡西市人民政府与鸡西长源矿业有限公司鸡西市贝特瑞石墨产业园有限公司投资合作协议》，并出具《黑龙江省鸡西市站前石墨矿详查探矿权与深加工一体化项目承诺书》。

2017年,贝特瑞启动建设年产3万吨锂离子动力电池正极材料项目(一期),一期项目规划了年产1.5万吨高镍三元正极材料的生产线,2019年一期工程已经基本建设完毕。本次募投项目年产3万吨锂离子动力电池正极材料项目(二期)是在一期项目基础上进行的产能扩建,无需新建场地。本期项目总投资额8.00亿元,建成后将形成年产1.5万吨高镍三元正极材料的生产能力,为公司后续开拓高镍三元正极材料市场奠定基础,有利于提升公司高镍三元正极材料的市场占有率。截至2020年3月末,该项目尚处于拟建状态。

## 管理

**作为上市公司,该公司法人治理结构完善,管理团队的经验较丰富,组织架构建设合理,能够满足公司现阶段经营发展需要。**

该公司自成立之初股权就较为分散,目前最大股东持股未超过15%。虽然公司性质发生多次变更,但自然人陈政立自公司成立以来一直担任公司主要领导职务,负责公司主要经营策略的制定,对公司实际影响力较强。

陈政立1983年进入该公司工作至今,具有丰富的从业经验、管理经验和较广的人脉关系,能够为公司业务开拓提供一定便利,其担任公司领导职位的时间较长,对公司具有较强的实际影响力。

截至2020年3月末,深圳市富安控股有限公司为该公司第一大股东,持有公司股权比例11.91%,截至2020年3月5日已累计质押了所持公司股份1.72亿股,占其持公司股份总数的55.89%,占公司总股本的6.66%。公司第二大股东深圳市宝安区投资管理集团有限公司是深圳市宝安区下属的投融资平台,公司具有一定的国资背景,能够得到当地政府的一定支持。公司产权状况详见附录一。

2019年12月31日,该公司董事杨璐女士因工作原因辞去公司第十四届董事局董事职务,辞职后不在公司担任任何职务。2020年6月8日,公司监事卢平先生因工作原因辞去公司第十届监事会监事职务。由于卢平先生的辞职导致公司监事会成员低于法定最低人数,根据《公司法》、《公司章程》等有关规定,其辞职函在公司2019年度股东大会选举产生新任监事填补因其辞职产生的空缺后方能生效,在此之前,卢平先生仍将按照有关法律、行政法规和《公司章程》的规定继续履行监事职责。公司将按照《公司法》、《公司章程》等有关规定,尽快选举新任监事。卢平先生辞职后不再在公司及公司控股子公司担任任何职务。

该公司关联交易和关联往来在集团体系内产生,且金额较小,不存在与外部关联企业的资金往来现象。

图表 28. 公司不良行为记录列表（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	2020/5/21	未提供	正常	正常	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/5/21	未提供	正常	不涉及	不涉及
诉讼	年报及公开资料	—	未提供	正常	不涉及	未提供
工商	年报及公开资料	—	未提供	正常	正常	未提供
质量	年报及公开资料	—	未提供	正常	涉及 <sup>14</sup>	未提供
安全	年报及公开资料	—	未提供	正常	正常	未提供

资料来源：根据中国宝安所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

## 财务

跟踪期内，该公司负债总额保持增长，短期刚性债务占比较高，短期债务偿付压力较大。公司短期刚性债务占比较高，大规模的存货影响资金使用效率，公司资产流动性压力较大，面临一定债务集中偿付压力。公司货币资金存量较为充裕，经营获现能力仍较强，仍可为其即期债务的偿付提供一定缓冲。

### 1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）（简称“中审众环”）对该公司 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。公司执行《企业会计准则—基本准则》和其他各项会计准则的规定。

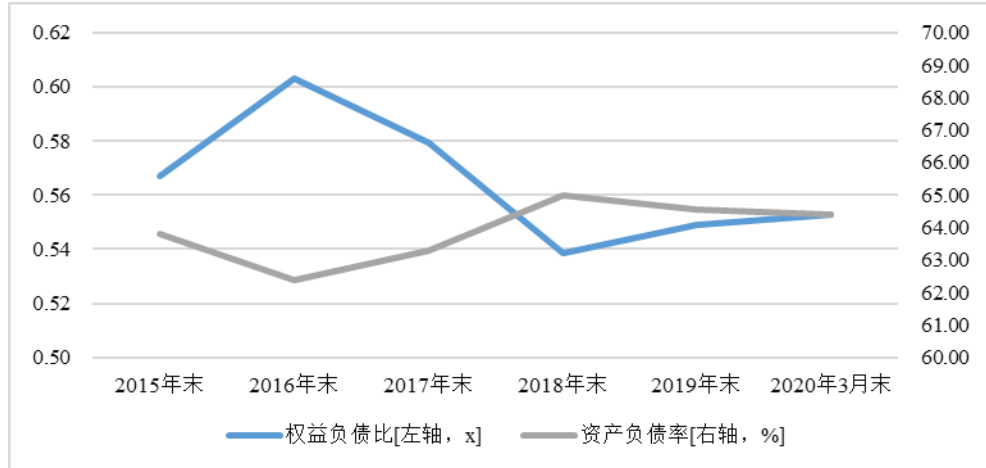
2019 年，该公司因设立、增资、股权收购纳入合并范围的子公司共 11 家；因处置股权、清算不再纳入合并范围的子公司共 8 家，合并范围发生一定变化。截至 2019 年末公司合并范围共 190 家子公司。

<sup>14</sup> 2019 年下半年，北京市药品监督管理局抽样检测出马应龙生产的红霉素软膏含量测定不符合规定项目，产品质量检验不合格。此外，近三年马应龙子公司马应龙大药房因一般违法行为及广告使用数据不实等原因被行政处罚 4 次。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 29. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司债务规模保持增长，但随着经营不断积累，公司负债经营程度相对稳定。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 195.02 亿元 194.73 亿元；同期末资产负债率分别为 64.56% 和 64.40%，目前负债经营程度总体尚可。

从权益资本来看，该公司所有者权益逐年增加，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 99.46 亿元、104.51 亿元、107.08 亿元和 107.67 亿元。公司所有者权益主要由股本、未分配利润和少数股东权益构成，2019 年末占比分别为 24.08%、20.92% 和 48.31%。公司 2018 年利润分配以资本公积 4.25 亿元转增股本，使得 2019 年末总股本增至 25.79 亿元。分红方面，公司根据利润分配政策进行利润分配，公司近三年，普通股现金分红情况如下表所示：

图表 30. 公司近年分红情况

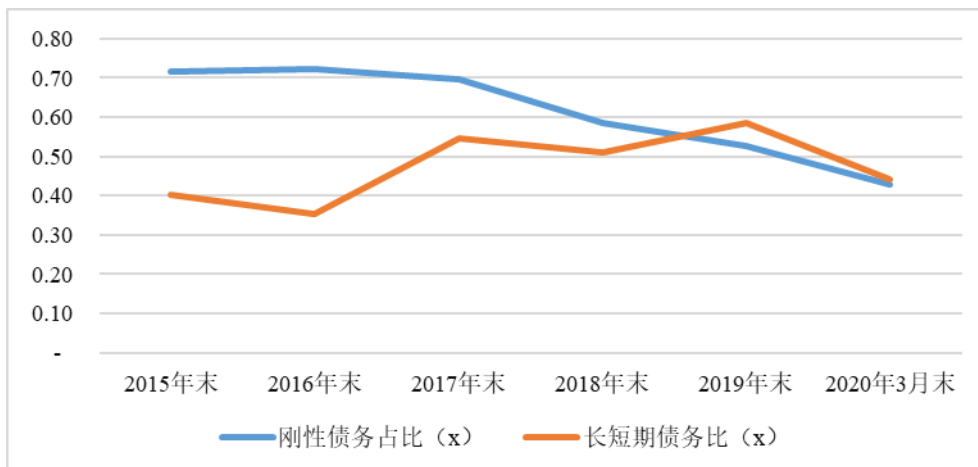
核心债务	2017 年	2018 年	2019
现金分红数（亿元）	0.43	0.43	0.52
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元）	1.33	2.14	3.01
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)	32.27	20.11	17.13

资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。



## (2) 债务结构

图表 31. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	82.76	97.35	118.48	112.24	118.25	119.57
应付账款 (亿元)	13.45	13.12	15.89	25.02	22.86	23.13
预收账款 (亿元)	3.51	3.23	11.31	19.66	10.46	-
合同负债 (亿元)	-	-	-	-	-	12.38
其他应付款 (亿元)	9.73	4.98	6.92	14.14	7.46	7.21
长期应付款 (亿元)	0.14	9.99	9.27	6.33	6.34	6.34
刚性债务占比 (%)	70.98	71.15	69.03	57.86	60.64	61.40
应付账款占比 (%)	11.67	9.73	9.26	14.58	11.72	11.88
预收账款占比 (%)	3.05	2.40	6.59	11.45	5.37	-
合同负债 (%)	-	-	-	-	-	6.36
其他应付款占比 (%)	8.44	3.70	4.03	8.24	3.83	3.70
长期应付款占比 (%)	0.12	7.41	5.40	3.26	3.25	3.26

资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

该公司债务集中于流动负债，2019 年末及 2020 年 3 月末长短期债务比分别为 58.44% 和 44.18%。其中 2020 年 3 月末流动负债占比进一步提高，系 16 宝安 01（10 亿元）转入一年内到期的应付债券所致。

该公司负债主要以刚性债务、应付账款、预收款项、其他应付款和长期应付款构成，2019 年末分别为 118.25 亿元、22.86 亿元、10.46 亿元、7.46 亿元和 6.43 亿元，其中刚性债务占比为 52.52%。公司应付账款主要为尚未支付的开发项目工程款、施工工程款等，较上年末减少 8.60%；预收账款包括预售房款和预收货款，年末余额分别为 7.15 亿元和 3.31 亿元，其中预售房款较上年末大幅减少 10.17 亿元，主要是天津宝安-江南城二期 2019 年完工交付，确认房地产业务收入所致，年末公司预收账款较上年末减少 46.76%；其他应付款主要是尚未支付的押金、保证金、暂扣款、开发项目工程质保金和往来款等，较上年末大幅减少 47.22%，主要是押金、保证金减少 5.16 亿元所致；长期应付款较上年末变化不大，主要是应付股权收购款（6.00 亿元）

和少量应付融资租赁款（0.19 亿元）<sup>15</sup>等。此外，公司其他非流动负债 6.96 亿元，其中布吉街道城市更新项目保证金 6.10 亿元。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额 119.57 亿元，较年初变化不大。其中 16 宝安 01（10 亿元）转入一年内到期应付债；因执行新会计准则，公司将原计入预收款项的预收货款、房款调整至合同负债，其余主要科目未发生重大变化。

### （3）刚性债务

图表 32. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>51.46</b>	<b>75.00</b>	<b>72.86</b>	<b>60.43</b>	<b>66.10</b>	<b>79.54</b>
其中：短期借款	45.95	45.45	56.96	49.48	38.85	40.61
一年内到期长期借款	2.17	7.21	10.03	6.31	7.91	9.74
应付票据	2.35	2.99	4.76	2.39	3.21	3.19
其他短期刚性债务	0.98	19.35	1.11	2.26	16.13	25.99
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>30.33</b>	<b>20.97</b>	<b>45.62</b>	<b>52.94</b>	<b>52.15</b>	<b>40.03</b>
其中：长期借款	12.40	10.90	9.75	16.98	16.74	14.57
应付债券	17.92	9.91	35.70	35.78	35.23	25.27
其他中长期刚性债务	-	0.16	0.17	0.18	0.19	0.19
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>5.71</b>	<b>5.18</b>	<b>5.23</b>	<b>5.60</b>	<b>5.76</b>	<b>5.62</b>

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 118.25 亿元和 119.57 亿元。目前刚性债务主要集中于短期，2020 年 3 月末短期刚性债务占比超过 66%，公司面临较大的即期债务偿付压力。

该公司刚性债务主要由银行借款、应付票据、应付债券和其他刚性债务构成，2019 年末分别为 63.50 亿元、3.21 亿元、35.23 亿元和 16.32 亿元。公司银行借款主要承债主体为母公司，其中短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款分别为 38.85 亿元、7.91 亿元和 16.74 亿元，其中短期借款较上末减少 21.48%，其余二者变化相对不大；其中银行借款方式主要包括抵、质押借款和担保借款，占比分别约为 15%、33%和 37%，其中抵押借款主要是以公司厂房和生产设备、在建房地产项目、无形资产、存货等作为抵押筹集的流动资金借款，担保借款的担保方为中国宝安集团控股有限公司；应付票据均为银行承兑汇票，较上年末减少 8.60%；公司应付债券包括 16 宝安 01、17 宝安 02 和 17 宝安集 MTN001 等 5 支债券，较上年末变化不大；其他刚性债务中包括其他短、长期刚性债务，年末余额分别为 16.13 亿元和 0.19 亿元，其中前者主要是一年内到期的应付债券（17 宝安集 MTN001，发行规模 16 亿元）和应付利息，后者主要是应付融资租赁款，规模不大。2020 年 3 月末，

<sup>15</sup> 已计入其他中长期刚性债务。

公司其他短期刚性债务较年初增加 9.86 亿元至 25.99 亿元，主要是 16 宝安 01 转入一年内到期非流动负债所致。

近三年，该公司融资成本区间为 5.23%-5.76%。2020 年 3 月末，公司一年内到期的刚性债务 76.63 亿元，占刚性债务总额比重的 63%左右，面临较大的债务集中偿付压力；债务利率区间集中在 4%-6%（不含 6%）之间，债务成本水平尚可。

**图表 33. 公司 2020 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）**

综合融资成本或利率区间	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 年以上
3%以内	2.51	-	1.75	-	-
3%~4%（不含 4%）	-	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	27.46	1	0.20	-	0.53
5%~6%（不含 6%）	29.83	1.70	-	-	1.34
6%~7%（不含 7%）	0.24	-	10.29	-	-
7%及以上	16.59	10.15	5.38	7.50	-
<b>合计</b>	<b>76.63</b>	<b>12.85</b>	<b>17.62</b>	<b>7.50</b>	<b>1.87</b>

资料来源：中国宝安

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

**图表 34. 公司经营环节现金流量状况**

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一 季度
营业周期（天）	762.53	643.84	750.61	536.59	513.45	-
营业收入现金率（%）	105.56	103.79	84.51	83.34	87.67	106.17
业务现金收支净额（亿元）	7.55	9.29	9.91	28.17	26.54	3.11
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.42	-9.41	-6.01	-0.94	-13.17	-1.96
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.13	-0.12	3.91	27.23	13.38	1.15
EBITDA（亿元）	16.97	12.30	12.51	20.10	22.61	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.24	0.14	0.12	0.17	0.20	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.99	2.68	2.80	3.95	3.85	-

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

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。

近三年，该公司营业周期分别为 750.61 天、536.59 天和 513.45 天，2018 年以来，公司房地产销售及去库存情况较好，公司营业周期明显缩短<sup>16</sup>；同期营业收入现金率分别 84.51%、83.34%和 87.67%。公司业务较为多样，受

<sup>16</sup> 2017-2019 年该公司存货周转速度分别为 0.55 次、0.79 次和 0.83 次。

到票据结算、原材料采购周期不稳定和关联往来等多方面因素的影响，尤其2018年新彩苑开盘销售使得公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长，2017-2019年分别为59.36亿元、97.64亿元和104.76亿元。公司经营环节主要是商品的购销活动，此外公司为支付职工薪酬、税费、管理费及往来款等每年均有一定规模的现金流出。同期公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.91亿元、27.23亿元和13.38亿元。2020年第一季度，新冠疫情影响公司正常业务经营，经营活动现金流入及流出分别同比减少34.09%和29.59%，导致当期经营活动产生的现金流量净额同比大幅减少66.79%至1.14亿元。

该公司EBITDA逐年增长，2017-2019年分别为12.51亿元、20.10亿元和22.61亿元，主要来源于同期的利润总额，占EBITDA的比重分别为30.34%、51.50%和51.50%。近三年，公司EBITDA/刚性债务的覆盖倍数逐年上升，分别为0.12倍、0.17倍和0.20倍；同期EBITDA/利息支出呈现波动，分别为2.80倍、3.95倍和3.85倍。

## (2) 投资环节

图表 35. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	6.71	-19.50	0.18	5.22	1.77	-0.05
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	-8.45	-9.28	-8.95	-11.58	-6.53	-1.67
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.79	1.09	7.77	-0.12	-	-0.18
投资环节产生的现金流量净额	-0.83	-27.69	-1.00	-6.48	-4.67	-1.90

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

投资活动方面，由于该公司参股控股企业较多，每年均会对不符合发展战略的子公司股权进行处置，同时公司也会利用闲置资金购买理财产品，加上高新技术仍有一定的产能扩张投资支出，综合作用下，导致公司近年来投资活动现金流也呈现一定波动。2017-2019年及2020年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.00亿元、-6.48亿元、-4.76亿元和-1.90亿元。考虑到公司后续仍有一定规模的投资需求，预计短期内公司投资性现金流仍将呈现波动。

## (3) 筹资环节

图表 36. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
权益类净融资额	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	2.02	1.34	1.61	-3.95	6.38	0.48
其中：现金利息支出	4.25	4.59	4.47	5.08	6.09	2.27
筹资环节产生的现金流量净额	17.71	9.38	16.49	-12.54	-1.98	-1.81

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

该公司外部融资规模一直较大，公司主要以银行借款和发行债券方式获取资金，筹资活动主要是资金的筹措与偿付，2017-2019年及2020第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为16.49亿元、-12.54亿元、-1.98亿元和-1.81亿元。短期内，公司融资渠道的畅通性对其资金周转有较大影响，外部融资仍将是公司补充资金的主要渠道，随着后续在建项目的推进，预计其筹资性现金流量净额仍将呈现净流入状态。

#### 4. 资产质量

图表 37. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	125.34	141.00	182.15	201.35	196.96	199.06
	69.19	65.21	67.19	67.45	65.20	65.83
其中：货币资金（亿元）	38.43	19.68	39.37	47.11	54.93	52.10
交易性金融资产（亿元）	3.24	4.48	10.20	5.27	5.77	7.61
应收票据（亿元）	5.48	6.28	6.33	7.52	3.63	3.14
应收账款（亿元）	9.97	14.29	20.65	28.55	19.33	17.01
应收款项融资（亿元）	-	-	-	-	4.10	3.38
存货（亿元）	62.12	77.89	90.43	95.60	91.48	94.29
其他应收款（亿元）	2.18	7.69	6.92	8.12	8.60	9.34
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	55.80	75.23	88.95	97.15	105.14	103.33
	30.81	34.79	32.81	32.55	34.80	34.17
其中：固定资产（亿元）	22.52	29.88	37.15	41.84	46.63	44.74
在建工程（亿元）	7.09	5.02	5.65	11.82	7.34	6.93
可供出售金融资产（亿元）	3.22	8.12	5.37	3.42	-	-
其他非流动金融资产（亿元）	-	-	-	-	4.28	4.28
无形资产（亿元）	5.43	9.48	10.70	10.97	10.98	10.90
长期股权投资（亿元）	6.82	11.97	11.44	10.31	13.25	13.56
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>17.90</b>	<b>12.61</b>	<b>11.66</b>	<b>9.75</b>	<b>14.10</b>	<b>9.95</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>30.38</b>	<b>25.79</b>	<b>33.09</b>	<b>36.79</b>	<b>未提供</b>	<b>未提供</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>9.88</b>	<b>5.83</b>	<b>4.30</b>	<b>3.27</b>	<b>4.67</b>	<b>3.29</b>

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

随着经营不断积累，该公司资产总额逐年增长，2017-2019年末及2020年3月末分别为271.09亿元、298.50亿元、302.10亿元和302.39亿元。从资产构成来看，公司以流动资产为主，近几年占资产总额的比重均超过65%。

2019年末，该公司流动资产196.96亿元，较上年末变化不大。公司流动资产主要由货币资金、其他非流动金融资产<sup>17</sup>、应收账款、其他应收款和存

<sup>17</sup> 公司持有的个别理财产品等，原分类为可供出售金融资产。由于其合同现金流量不仅仅为对本金和以未偿付本金为基础的利息的支付，公司在2019年1月1日及以后将其重分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，列报为交易性金融资产或其他非流动金融资产。



货构成,年末余额分别为 54.93 亿元、5.77 亿元、19.33 亿元、8.60 亿元和 91.48 亿元。其中货币资金较上年末增长 16.60%，其中用于银行承兑汇票保证金、信用证保证金和按揭保证金等形成的受限货币资金 2.52 亿元，货币资金存量较为充足。交易性金融资产主要是公司持有的股票投资，较上年末增长 9.40%。应收账款较上年末减少 32.31%，主要系上年末丹晟恒丰结转收入，确认了相关应收按揭款，导致上年末余额较大；公司应收账款主要来自高新技术业务的国内客户，年末账面余额 13.55 亿元，占应收账款总额的 70% 左右，相应计提坏账准备 0.88 亿元，其中账龄为一年内的应收账款占比超过 95%。其他应收款主要是往来款和保证金，年末账面余额分别为 8.45 亿元和 1.17 亿元，占其他应收款的比重分别为 81.95% 和 11.34%；公司与天行健投资的往来款余额 3.56 亿元，账龄为 1-4 年，与威海南海新区财政局的保证金 1.24 亿元，账龄为 1-2 年。存货较上年末变化不大，主要由房地产开发成本和开发产品构成，年末账面余额分别为 49.63 亿元和 21.62 亿元，合计占存货总额比重的 76.11%，其余为高新技术业务和生物医药业务产生的原材料、库存商品和在产品等，年末公司计提存货跌价准备 2.15 亿元。公司开发成本期末余额较上年末变化不大，其中横岗茂盛城市更新项目、儋州花果山项目余额分别 31.07 亿元、7.49 亿元，为开发成本的主要构成。整体看，存货的变现能力直接决定了公司的资产质量与偿债能力，但公司房地产项目占用了大量资金，影响了公司的资产质量和资金使用效率。2020 年 3 月末，公司流动资产为 199.06 亿元，其余额及构成均较年初变化不大。

2019 年末，该公司非流动资产为 105.14 亿元，较年初增加 7.99 亿元，主要由长期股权投资、固定资产、无形资产和在建工程构成，余额分别为 13.25 亿元、46.63 亿元、10.98 亿元和 7.34 亿元。其中长期股权投资为公司持有的参股公司股权，较上年末增长 28.53%。固定资产为公司拥有的房屋建筑物和生产设备等，较上年末增加 4.79 亿元，主要是贝特瑞常州项目部分工程完工，由在建工程转入固定资产所致；同时在建工程较上年末减少 4.48 亿元；无形资产主要是土地使用权、专利等，较上年末变化不大。2020 年 3 月末，公司非流动资产为 103.33 亿元，其余额及构成均较年初变化不大。

该公司存在一定规模的受限资产，包括货币资金、交易性金融资产、存货和固定资产等，截至 2019 年末公司受限资产为 14.10 亿元，占资产总额比重的 4.67%，主要用于开具银行承兑汇票及贷款抵质押<sup>18</sup>。

**图表 38. 2019 年末公司受限资产情况（亿元）**

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	2.52	开具银行承兑汇票、贷款质押
交易性金融资产	0.06	承兑汇票质押
应收票据	0.25	承兑汇票及贴现质押
应收账款	1.05	贷款质押
长期股权投资（母公司）	0.19	贷款质押

<sup>18</sup> 该公司抵质押贷款多为信用附加担保抵质押贷款，故抵质押物账面价值小于借款金额。

项目	期末账面价值	受限原因
投资性房地产	1.88	贷款抵押
固定资产	4.69	贷款抵押、融资租入
无形资产	3.20	贷款抵押
在建工程	0.25	贷款抵押
<b>合计</b>	<b>14.10</b>	-

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 39. 公司资产流动性指标（单位：%）**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率	152.08	141.37	164.16	156.61	160.02	147.39
速动比率	75.63	61.46	79.27	80.50	84.31	74.98
现金比率	56.82	29.91	49.72	46.15	51.63	49.07

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

跟踪期内，该公司整体资产流动性保持较好水平，但考虑到公司存在一定规模的受限资产，且大量资金沉淀于房地产项目中，实际资产流动性弱于指标所示。

## 6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司无大诉讼事件。

截至 2019 年末，该公司向山西贝特瑞新能源科技有限公司提供担保余额 0.13 亿元，担保期限为 2019 年 9 月 19 日至 2020 年 7 月 3 日。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要从事投资及管理事务，无经营性业务。2019 年末，母公司资产总额 135.19 亿元，其中货币资金 3.03 亿元，负债总额 102.89 亿元，资产负债率为 76.11%；2019 年母公司实现营业收入 77.14 万元，净利润 1.78 亿元，盈利主要依靠投资收益；经营性现金流量净额-8.48 亿元。整体看，母公司无经营性业务，但集中了集团较多债务，且货币资金存量少，流动性压力大。另外，公司主要经营资源集中在下属子公司，存在一定程度的“子强母弱”现象。但公司对下属子公司具有较强的控制力度，根据公司章程可通过董事会实施控制或指派关键管理人员管控，在必要时可以调动非上市子公司资源满足偿债需求。

该公司本部质押了持有马应龙的部分股票。根据马应龙 2019 年 10 月 11 日公告，公司本部累计质押持有的马应龙 1.00 亿股股票，占其所持股票数量的 79.26%，占马应龙总股本的 23.20%，剩余未质押马应龙股票数量为 0.26 亿股。2020 年 6 月 19 日马应龙收盘价格为 18.55 元/股，公司未质押马应龙股票的市值约 4.82 亿元。公司对上市子公司的股权质押均为银行借款附加担保，

不设平仓线，受到证券市场波动导致被动减持的风险较小。

截至 2019 年末，该公司本部分别持有友诚科技、大地和及贝特瑞 0.27 亿股、0.54 亿股和 3.32 亿股股票，目前未质押所持有的上述三家子公司股票，对应股票市值分别为 5.87 亿元、1.18 亿元和 129.71 亿元。

## 外部支持因素

该公司与多家银行建立了长期合作关系，并获得较多银行授信额度。截至 2020 年 3 月末，公司（合并报表口径）取得的银行贷款授信总金额为 151.46 亿元，其中已使用的授信金额为 87.74 亿元，尚未使用的授信金额为 63.72 亿元。

**图表 40. 来自金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	可使用余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	151.46	63.72	2.915%~8.28%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	17.19	5.52	2.915%~5.23%	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	39.01	18.86	4.35%~5.94%	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	37.11%	38.26%	2.915%~8.28%	-

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理（截至 2020 年 3 月 31 日）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 16 宝安 01 及 17 宝安 02:

16 宝安 01 及 17 宝安 02 均未设置特殊条款。

### 2. 17 宝安 02: 外部担保增信措施及效果

深圳市高新投集团有限公司（简称“深圳高新投”）为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，跟踪期内该担保仍然有效，可为本次债券本息偿付提供进一步保障。

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，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共同出资设立，初始注册资本为 1 亿元。深圳高新投于 2004 年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，并于 2011 年更名为现名。经过多次增资及股权转让，截至 2014 年末，深圳高新投注册资本为 22 亿元。2014 年 9 月，深圳高新投通过引进战略投资者（简称“引战”）方式增资扩股约 40% 股权。深圳高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）（以下简称“远致富海三号”）、深圳市海能达投资有限公司及恒大企业

集团有限公司三家战略投资者，合计向深圳高新投增资 26.52 亿元（其中 12.13 亿元作为股本溢价计入资本公积）。2016 年末，深圳高新投注册资本增至 48.52 亿元。2017 年 12 月，深圳高新投股东深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和远致富海三号合计向深圳高新投增资 40.00 亿元（其中 24.25 亿元计入注册资本，15.75 亿元计入资本公积），注册资本增至 72.77 亿元，其中深圳投控持股比例为 41.80%，仍为深圳高新投控股股东。2018 年 10 月，深圳高新投将资本公积中的 15.75 亿元转增股本，注册资本增至 88.52 亿元。2018 年 12 月，深圳市启动“四个千亿”计划支持区域内民营企业经营发展，深圳高新投及深圳市中小企业融资担保集团有限公司成为该计划的实施主力单位。在此背景下，2019 年底，深圳高新投再获深圳市平稳发展基金增资 50 亿元，目前增资款已经到位，待增资协议签署完成后将进行工商变更，增资后资本实力将进一步增强。

深圳高新投是深圳市人民政府为支持全市中小科技企业发展而设立的一家专业担保机构，是国内最早成立的担保机构之一，经营范围包括：从事担保业务；投资开发，信息咨询；贷款担保；自有物业租赁。经过多年发展，深圳高新投逐步形成了以融资担保、保证担保、创业投资为主，资金管理及咨询、典当、小额贷款等为辅的经营格局。

截至 2018 年末，深圳高新投经审计的合并口径资产总额为 205.27 亿元，所有者权益为 117.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 117.79 亿元；当年实现营业收入 20.85 亿元<sup>19</sup>，其中担保业务收入 8.24 亿元，资金管理业务收入 8.25 亿元，实现净利润 11.33 亿元。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投未经审计的合并口径资产总额为 236.06 亿元，所有者权益为 144.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 124.41 亿元；当期实现营业收入 19.29 亿元，其中担保业务收入 7.31 亿元，资金管理业务收入 8.72 亿元，实现净利润 10.26 亿元。

整体来看，深圳高新投提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

## 跟踪评级结论

该公司系综合性集团企业，为深交所主板上市公司，法人治理结构完善，管理团队的经营较丰富，组织架构建设合理，能够满足公司现阶段经营发展需要。

该公司主业较为突出，其中高新技术业务和生物医药业务的主要细分产品有较强的竞争优势和较突出的市场地位。现阶段，贝特瑞的产能扩建项目投资规模较大，需关注投产后的产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对其运营情况的影响。公司房地产业务现有存量库存和在建项目规模仍较大，

<sup>19</sup> 营业收入包括非融资担保业务收入、融资担保业务收入、资金管理业务收入、咨询服务收入和其他业务收入。

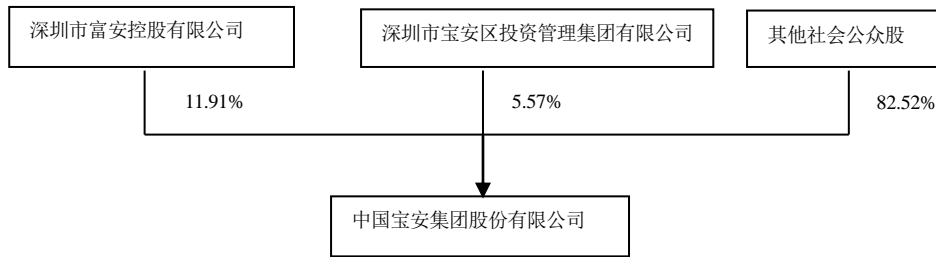
且天津及新疆部分存量项目去化压力大。另外，公司部分城市更新项目资金占用量大、开发周期长，关注相关风险。公司主业毛利水平较高，但期间费用逐年上升，侵蚀了主业盈利空间，交易性金融资产公允价值变动、投资收益和政府补助对公司利润影响较大，其盈利稳定性需持续关注。

跟踪期内，该公司负债总额保持增长，短期刚性债务占比较高，短期债务偿付压力较大。公司短期刚性债务占比较高，大规模的存货影响资金使用效率，公司资产流动性压力较大，面临一定债务集中偿付压力。公司货币资金存量较为充裕，经营获现能力仍较强，仍可为其即期债务的偿付提供一定缓冲。



附录一：

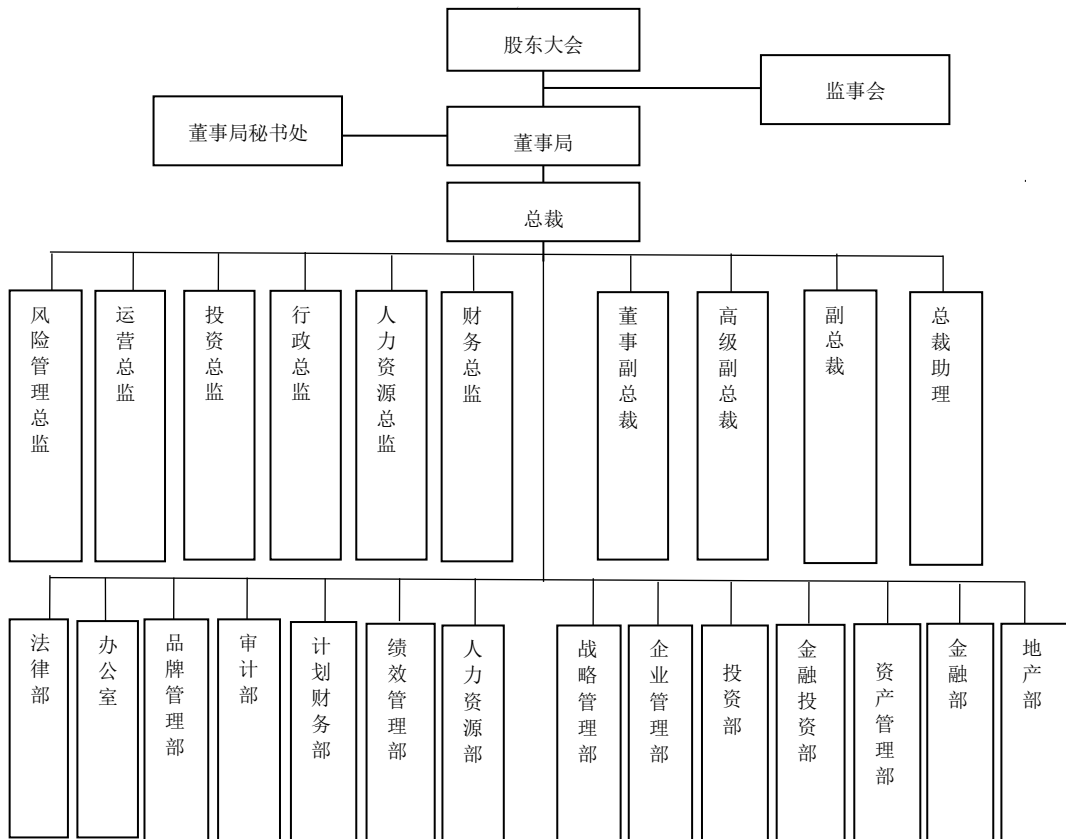
公司与实际控制人关系图



注：根据中国宝安提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据中国宝安提供的资料绘制（截至 2019 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	2019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	
中国宝安集团股份有限公司	中国宝安	母公司	--	高新科技、生物医药、房地产	90.87	32.30	0.01	1.78	-8.48	
贝特瑞新材料集团股份有限公司	贝特瑞	子公司	75.49	新能源、新材料	22.38	43.09	43.90	6.85	6.25	
马应龙药业集团股份有限公司	马应龙	子公司	30.14	医药	0.39	26.35	27.05	3.53	4.92	
国际精密切集团有限公司	国际精密	子公司	53.15	精密制造	2.32	15.38	7.22	3.45	1.99	

注：根据中国宝安 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	271.09	298.50	302.10	302.39
货币资金 [亿元]	39.37	47.11	54.93	52.10
刚性债务[亿元]	118.48	112.24	118.25	119.57
所有者权益 [亿元]	99.46	104.51	107.08	107.67
营业收入[亿元]	70.24	117.16	119.49	16.14
净利润 [亿元]	3.23	6.65	7.12	1.14
EBITDA[亿元]	12.51	20.10	22.61	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.91	27.23	13.38	1.15
投资性现金净流入量[亿元]	-1.00	-6.48	-4.76	-1.90
资产负债率[%]	63.31	64.99	64.56	64.40
权益资本与刚性债务比率[%]	83.94	93.11	90.55	90.05
流动比率[%]	164.16	156.61	160.02	147.39
现金比率[%]	49.72	46.15	51.63	46.07
利息保障倍数[倍]	1.83	2.97	2.91	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	750.61	536.59	513.45	—
毛利率[%]	33.72	37.00	35.11	36.17
营业利润率[%]	5.09	9.15	9.61	11.61
总资产报酬率[%]	3.35	5.30	5.69	—
净资产收益率[%]	3.58	6.52	6.73	—
净资产收益率*[%]	2.81	4.16	13.18	—
营业收入现金率[%]	84.51	83.34	87.67	106.17
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.71	22.74	10.63	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.90	11.35	4.43	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.80	3.95	3.85	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.17	0.20	—

注：表中数据依据中国宝安经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、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：**

**深圳高新投主要财务数据及指标表**

主要财务数据与指标	2016年	2017年	2018年	2019年前三季度
实收资本（亿元）	48.52	72.77	88.52	88.52
股东权益（亿元）	65.59	111.96	117.87	144.52
总资产（亿元）	78.94	134.7	205.27	236.06
货币资金（亿元）	10.38	30.14	22.03	19.52
风险准备金（亿元）	3.74	4.25	4.97	5.49
营业收入（亿元）	11.01	15.05	20.85	19.29
营业利润（亿元）	9.52	11.1	15.21	13.57
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33	10.26
平均资本回报率（%）	10.94	9.4	9.86	-
融资担保风险准备金充足率（%）	4.46	5.19	8.37	7.10
担保放大倍数（倍）	17.83	8.73	11.38	10.65
担保发生额（亿元）	345.18	491.38	704.7	965.61
期末在保责任余额(亿元)	480.8	583.14	1092.39	1531.63
银行贷款担保累计担保代偿率（%）	1.04	0.81	0.51	0.58
保证担保累计担保代偿率（%）	0.04	0.03	0.04	0.03
金融产品担保累计担保代偿率（%）	-	-	-	-
银行贷款担保累计代偿回收率（%）	29.85	28.9	58.51	61.11
保证担保累计代偿回收率（%）	22.08	13.09	19.04	19.90
金融产品担保累计担保代偿率（%）	-	-	-	-

注 1：根据深圳高新投经审计的 2016-2018 年和未经审计的 2019 年前三季度财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：担保放大倍数由深圳高新投计算并提供。

**附录六：**

## 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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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）
- 《工商企业信用评级方法概论》（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。