

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(2019)100472】

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
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 26 日	AA+/稳定/AAA/2019 年 6 月 26 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AAA/2018 年 6 月 27 日
首次评级:	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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.20	2.68	2.62	2.12
刚性债务	74.24	82.01	77.78	82.75
所有者权益	34.36	32.10	30.65	33.96
经营性现金净流入量	-11.54	6.95	7.28	-4.11
合并口径数据及指标:				
总资产	216.23	271.09	298.50	300.12
总负债	134.88	171.64	193.99	197.09
刚性债务	95.97	118.48	113.37	116.40
所有者权益	81.35	99.46	104.51	103.03
营业收入	64.12	70.24	117.16	22.40
净利润	4.19	3.23	6.65	1.86
经营性现金净流入量	-0.12	3.91	27.23	3.46
EBITDA	12.30	12.51	20.10	—
资产负债率[%]	62.38	63.31	64.99	65.67
权益资本与刚性债务 比率[%]	84.76	83.94	92.18	88.52
流动比率[%]	141.37	164.16	156.61	165.97
现金比率[%]	29.91	49.72	46.15	50.08
利息保障倍数[倍]	2.04	1.83	2.97	—
净资产收益率[%]	5.71	3.58	6.52	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-0.13	3.71	14.89	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-22.21	1.90	22.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.68	2.80	3.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.12	0.17	—
担保人数据(合并口径):				
所有者权益合计	63.96	65.59	111.96	114.17
风险准备金	3.28	3.74	4.25	4.25
资本充足率[%]	12.23	5.61	11.45	12.57

注:根据中国宝安经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 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 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、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 2018 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。**跟踪期内,中国宝安本部货币资金存量依然较少,且集中了合并范围内的较多债务,本部流动性压力仍较大。
- **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,变现能力偏弱,导致公司资金大量沉淀,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⁺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⁺ 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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 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	2019/1/2	未到付息日
19 宝安集 MTN002	5.40	3 年	7.00	2019/4/30	未到付息日
合计	51.40	--	--	--	--

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标

区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持

实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

A. 高新技术行业

随着下游新能源汽车产业迅速发展，我国锂电池材料需求量大幅增长，2016年以来正极材料等价格出现明显上升。但同时行业产能持续扩张，在新能源汽车增速逐渐放缓及补贴退坡的背景下，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或将受到冲击。

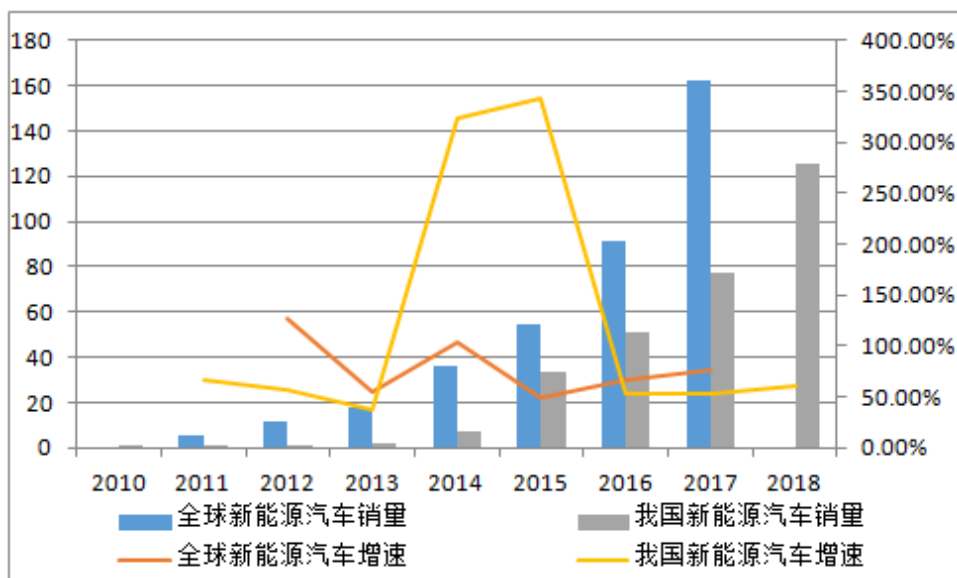
行业概况

锂电设备主要应用于锂电池生产过程的各个工艺环节，根据锂电池制造过程，锂电设备可以分为前道设备（制片环节，主要工艺包括配料、搅拌、涂布、辊压和分切）、中道设备（电芯装配，主要工艺包括电芯卷绕、电芯叠片、封装、干燥、封口、注液等）和后道设备（电池组装环节，主要工艺包括化成、分容、电池组装等）。近年来下游锂电池厂商积极扩产带动了我国锂电池设备行业实现较快增长。根据高工产研锂电研究所（GGII）统计，2018年我国锂电设备需求达到206.80亿元，2015-2018年复合增长率为19.89%。其中，国产锂电设备产值为186.1亿元，占设备总需求量的近90%。

在国家政策驱动下，我国新能源汽车销量在过去几年呈现快速增长，尤其是2013-2015年国家补贴政策进入推广应用，行业实现了爆发式增长。2011年

我国新能源汽车销量 0.82 万辆，占全球新能源汽车销量的 16.00%，而到了 2015 年，我国新能源汽车销量达到了 33.11 万辆，占全球新能源汽车销量的 60.64%，是全球最大的新能源汽车市场。但是 2016 年之后，随着新能源汽车补贴政策调整与退坡机制形成，市场增速受到影响。按照 2020 年以后补贴退出的制度安排，2019 年补贴标准将在 2018 年基础上平均退坡 50%，至 2020 年底前退坡到位，而现阶段看，到 2020 年取消补贴时新能源汽车下降的成本尚无法完全抵消补贴退坡的影响，短期内如果新能源汽车无法在价格、使用便利性、安全性等方面达到燃油车目前的水平，将对新能源汽车销售造成影响。

图表 2. 全球及我国新能源汽车销售情况（单位：万辆）



资料来源：高工锂电，ev-volumes，中国汽车工业协会

政策环境

消费类电子产品和动力交通领域是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。而 2014 年开始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。

2016 年 11 月 19 日，国务院正式发布《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，再一次明确了新能源汽车、新能源和节能环保等绿色低碳产业的战略地位。要求大幅提升新能源汽车和新能源的应用比例，全面推进高效节能、先进环保和资源循环利用产业体系建设，推动新能源汽车、新能源和节能环保等绿色低碳产业成为支柱产业，到 2020 年，产值规模达到 10 万亿元以上。

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。2016 年，财政部对 90 家主要的新能源汽车生产企业补助资金进行专项核查，受“骗补”¹事件影响，新能源汽车企业补贴延迟发放，对相关企业资金链及生产计划造成较大影响。2016 年 12 月，四

¹ 指部分新能源汽车生产企业通过虚假改装、电池重复使用、关联交易等在内的多种方式骗取国家新能源汽车补贴的行为。

部委联合出台《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，对新能源汽车补贴标准和技术要求做出调整，其中乘用车补贴退坡 20%，客车补贴退坡 40%，同时对电池能量密度提出了更高的要求。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。补贴政策的退坡或将压缩新能源汽车全产业链的盈利空间，影响上游锂电池材料价格及货款回收。

竞争格局

该公司高新技术板块的龙头企业为深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司（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，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，市场占有率或将持续提升。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	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	46.68	17.19	4.10	3.84	55.93	29.58	5.15	5.00
厦门钨业	195.57	16.90	8.66	2.83	225.05	59.29	8.02	3.71
当升科技	32.81	18.27	4.09	9.89	43.98	24.94	3.16	2.86
贝特瑞	40.09	29.04	3.27	3.55	75.68	52.10	5.40	1.78
天赐材料	20.80	24.32	2.95	3.06	49.35	39.89	4.47	-3.18
新宙邦	21.65	34.19	2.97	4.70	44.10	35.42	3.29	3.52
江苏国泰	368.60	12.53	7.65	15.32	216.11	53.06	16.68	17.30

资料来源：新世纪评级整理。

风险关注

高新技术行业风险主要来自：（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游传导，盈利空间易受原材料价格波动影响。

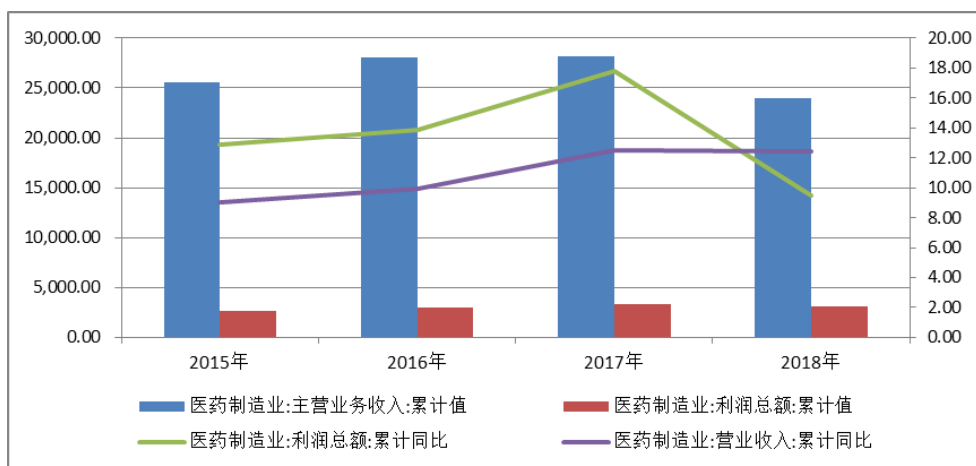
B. 医药行业

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。

行业概况

医药行业是按国际标准划分的 15 个国际化产业之一，是国民经济的重要组成部分，与人民群众生命健康和生活质量等切身利益密切相关。医药行业需求具有刚性，抵御经济周期性风险能力较强。随着我国经济的发展，国民收入水平及其医疗支付能力持续提升，同时在我国医疗保险制度改革全面推进、城镇化水平不断提高及人口老龄化加快等因素影响下，医疗服务及药品的市场需求快速增长。2011~2018 年度，我国医药制造业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 23,986.30 亿元；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,094.20 亿元。其中，2018 年我国医药制造业实现主营业务收入同比增长 12.60%；利润总额同比增长 9.50%，受医保控费、招标降价等政策压力，利润总额增速同比下降 8.30 个百分点。

图表 4. 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、国家统计局

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《国务院关于加快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 5. 2011 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
我国人口数（亿人）	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90
60 岁以上人口占比（%）	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	—
城镇基本医疗保险支出（亿元）	4,431.37	5,543.62	6,801.03	8,133.59	9,312.11	10,767.09	—
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36	3.64
医疗机构诊疗人次及入院人数（亿人次）	62.71	68.88	73.14	76.02	76.93	79.30	66.10
卫生费用（亿元）	24,345.91	28,119.00	31,668.95	35,312.40	40,974.64	46,344.88	52,598.28

数据来源：Wind、新世纪评级整理

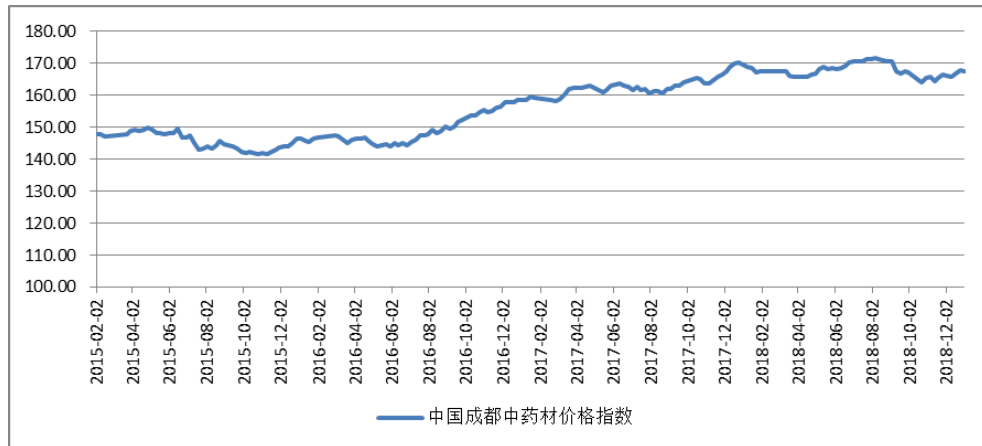
中药行业为医药制造业子行业之一，具体包括中药材、中药饮片和中成药行业。中药起源于我国，至今已有数千年的历史，具体是指在中医学理论指导下用于预防、诊断、治疗或调节人体机能的药物。中药因为药食同源的基础和临床功效，具有较大的市场潜力和开发空间，且其作为我国的民族医药产业，长期以来都是我国医药政策扶持的重要领域。尤其是近年来随着我国推动中药现代化工作的开展，中药行业取得了长足的发展。此外，与化学药品不同的是，目前我国中药行业受到行政保护，进入壁垒相对较高，且中药销售市场相当一部分为零售市场，受政策调整的影响相对较小，因此，中药行业盈利水平总体高于其他医药子行业。

未来，我国中药行业的发展，将更多的运用现代科学技术方法和制药手段，开发中成药新药及天然药物，发挥中医药特点优势，满足国内外回归自然、崇尚天然药物的需求。另外，人均收入水平提高后的消费升级还使人们对药品不良反应及副作用问题愈发重视，疾病预防、保健、日常养生及滋补等方面需求将不断增长。预计未来中药行业在医药制造业中所占比重将继续上升。按照十三五规划目标，到 2020 年，中药工业规模以上企业主营业务收入有望达到 12,523 亿元，年复合增速为 15%。

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 6. 中国成都中药材价格指数



数据来源：Wind、新世纪评级整理

政策环境

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月中成药管理局发布的《“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。相关国家政策的扶持有利于中医药行业的快速发展。

图表 7. 2015 年以来我国重要行业相关政策

时间	文件	内容
2015 年	《中医药健康服务发展规划（2015—2020年）》	提出大力发展中医养生保健服务和中医医疗服务，促进相关产业发展等重点任务，在市场准入、用地保障、投融资、财税补助等方面给予政策支持。
2016 年	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》	把中医药发展上升为国家战略，对新时期推进中医药事业发展作出系统部署。全面振兴中医药，中医药事业进入新的历史发展时期。
2016 年	《中医药发展“十三五”规划》	贯彻落实党中央、国务院发展中医药的方针政策，推进中医药振兴发展，更好地为建设健康中国服务。
2016 年	《“健康中国2030”规划纲要》	提出了一系列振兴中医药发展，服务健康中国建设的任务和举措。
2016 年	中医药白皮书《中国的中医药》	首部中医药方面白皮书，介绍了中医药的发展脉络及其特点，充分介绍了中国发展中医药的国家政策和主要措施，展示了中医药的科学价值和文化特点。
2016 年	《中华人民共和国中医药法》	坚持对中医药领域的扶持与规范政策，并规定了符合中医药特点和发展需要的中医医师和诊所准入、中药管理与保护、人才培养等制度。
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。

数据来源：Wind、新世纪评级整理

竞争格局/态势

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。此外，中药原材料受宏观经济及炒作等影响，整体价格水平持续上涨。虽然政府干预做出了部分调整，但价格上移趋势仍旧不容忽视。同时气候变化及自然环境等因素对原料野生资源也产生了极大的影响，部分原料野生资源逐年减少，对医药企业的资源规划和采购成本管理提出了更高的要求。

图表 8. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）		核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
云南白药	267.08	30.55	303.78	34.42	32.90	26.30
同仁堂科技	50.60	47.99	97.70	25.52	10.06	9.85
片仔癀	47.66	42.42	66.58	20.28	11.29	6.12
东阿阿胶	73.38	65.99	138.70	18.32	20.87	10.09
马应龙	21.98	45.10	29.27	19.64	1.65	3.08

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理。

风险关注

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

房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

行业概况

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年同期增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年同期增长 13.00%，增速高于房地产增速。

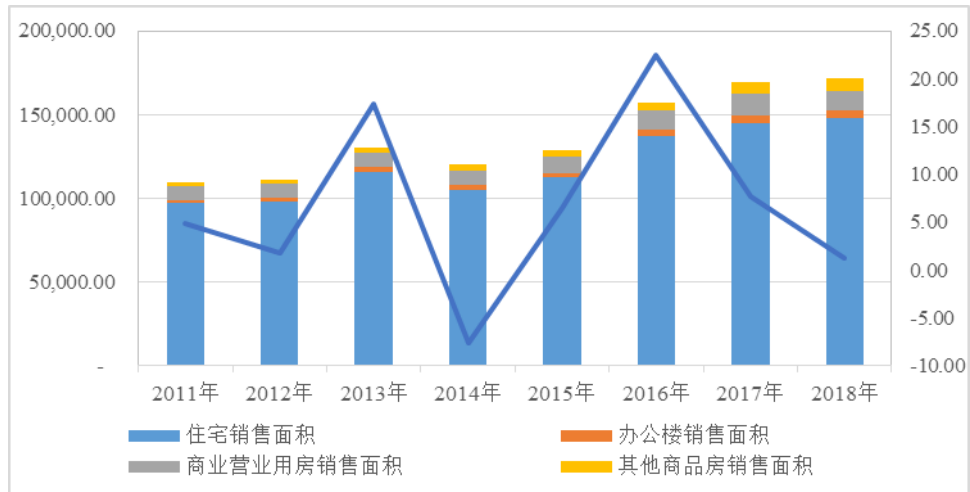
2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上

年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市²的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37% 收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00% 升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长 0.67% 和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

² 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

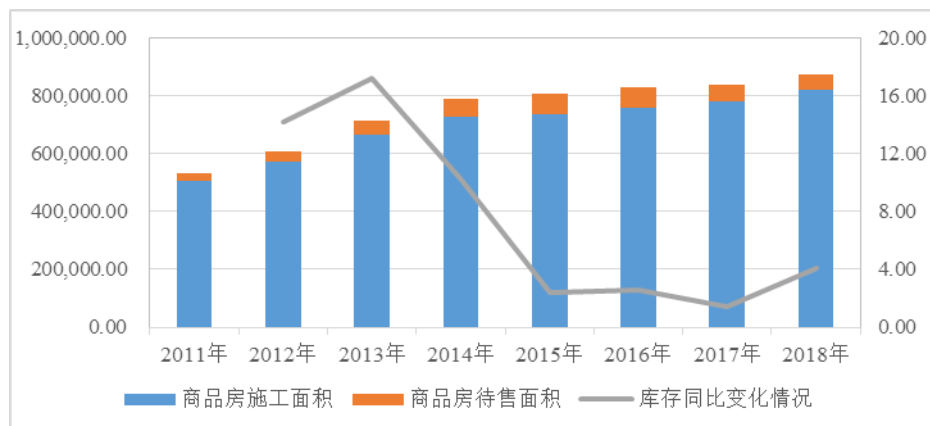
图表 9. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

库存方面，我们以施工面积+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。2010 年和 2011 年房地产投资的高速增长，带动了 2012 年和 2013 年库存的快速增长，随着 2012 年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014 年库存增速大幅回落。2015-2017 年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年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，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

图表 10. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

2018年以来,我国继续加大了住宅用地供应量。根据 Wind 数据显示,2018年,100 大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米,同比增长 16.82%,其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米,同比增长 22.89%。分城市来看,在棚改货币化政策推动下,二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24% 以上的增长;其中二线城市住宅推地 1.35 亿平方米,同比增长 24.37%;三线城市住宅推地 1.65 亿平方米,同比增长 25.96%;在地方政府融资收紧背景下,土地出让金仍为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应,2018 年住宅推地同比减少 11.84% 至 1,429.04 万平方米。

土地供应方面,房企受到限售限价、融资收紧等影响,拿地更为谨慎,土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 Wind 数据显示,2018 年,全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米,同比下跌 8.91%,平均溢价率为 12.04%,较上年减少 14.31 个百分点;其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米,同比下跌 5.20%,溢价率为 13.58%,较上年下降 17.30 个百分点。另外,2018 年以来土地流拍增多,土地市场呈现降温态势,2018 年,100 大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

图表 11. 2016-2018 年我国 100 个大中城市土地供应及成交情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积(亿平方米)	6.09	-7.31%	6.75	10.89%	7.88	16.82%
其中:住宅类用地推出面积(亿平方米)	2.22	1.21%	2.56	15.27%	3.14	22.89%
各类用地成交面积(亿平方米)	5.29	-3.04%	6.02	13.71%	6.66	10.69%
其中:住宅类用地成交面积(亿平方米)	1.86	1.44%	2.33	25.52%	2.51	7.33%
各类用地成交出让金(万亿元)	2.47	35.25%	3.32	34.31%	3.32	-0.02%
其中:住宅类用地出让金(万亿元)	1.94	43.44%	2.67	37.42%	2.67	-0.17%
各类用地成交楼面均价(元/平方米)	2,489.03	40.62%	2,862.29	15.00%	2,607.31	-8.91%
住宅类用地成交楼面均价(元/平方米)	4,302.28	48.68%	4,882.33	13.48%	4,628.38	-5.20%
各类用地成交溢价率		46.22%		26.36%		12.04%
住宅类用地成交溢价率		58.58%		30.88%		13.58%

资料来源: Wind

政策环境

2018 年以来,我国房地产调控政策在稳中推进,在“房住不炒”的大政方针指引下,继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给,支持居民自住购房需求,培育住房租赁市场,发展共有产权住房。对此,国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面,抑制购房投机行为,严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税法”,3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法,随着房地产税的逐步落地,购房需求或将回归刚需。

2018 年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

2018 年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

竞争格局/态势

经过一系列政策调控，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，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。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，2011-2018 年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90% 提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

2018 年，深圳市政府出台了多项房地产调控政策，发布的“三价合一”政策、“731”新政、住房供应与保障政策等，从需求端发力调整住房供给结构，增加有效供给比重。据统计，2018 年深圳市共计出让 73 宗土地，同比增长 62.22%，总成交额 125.66 亿元，同比下滑 84.52%，出让土地面积 134.98 万平方米，环比增幅 27.94%；其中出让商品住宅用地 12 宗，出让面积 8.6 万 m²，同比增长 16.20%。从出让总数和出让面积来看，总体均有一定幅度的上升。整体来看，新政策的颁布将加快推进深圳市供给侧结构性改革，促进深圳市房地产市场健康发展。

风险关注

房地产行业风险主要来自：（1）购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大；（2）融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。

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。公司房地产业务 2018 年收入增长较快，但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，公司房地产在建项目主要位于深圳，受深圳市房地产政策影响较大。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，目前盈利主要依靠投资收益和政府补助，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，贝特瑞目前为公司高新技术板块的核心企业，其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，近几年公司主要对存量房源进行去库存工作，2018 年公司位于深圳的新楼盘开售，使得该业务当年收入大幅增长。整体来看，公司近三年营业收入保持较快增长，2016-2018 年及 2019 年第一季度分别为 64.50 亿元、70.71 亿元、117.68 亿元和 22.50 亿元，分别同比增长 31.75%、9.63%、66.43% 和 10.63%；同期综合毛利率分别为 30.66%、33.72%、37.00% 和 35.77%，总体处于较高水平。

图表 12. 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/欧美	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，2016-2018 年及 2019 年第一季度分别实现业务收入 2.85 亿元、3.28 亿元、3.29 亿元和 0.81 亿元，占公司营业收入的比重不超过 5%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 13. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	64.50	70.71	117.68	22.50	20.33
其中：（1）高新技术业务（亿元）	29.24	42.19	58.74	13.25	9.41
在营业收入中所占比重（%）	45.60	60.07	50.14	58.89	46.29
（2）生物医药业务（亿元）	22.03	18.89	24.81	7.15	5.52
在营业收入中所占比重（%）	34.36	26.90	21.17	31.78	27.15
（3）房地产业务（亿元）	9.99	5.87	30.33	1.29	4.56
在营业收入中所占比重（%）	15.58	8.35	25.89	5.73	22.43

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
毛利率 (%)	30.66	33.72	38.07	36.52	39.26
其中：高新技术业务 (%)	31.75	28.88	27.27	28.19	28.44
生物医药业务 (%)	37.22	51.25	48.02	49.16	49.40
房地产业务 (%)	19.89	29.30	50.83	52.13	50.97

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，主要产品为锂电池正负极材料，在该板块中收入占比约 70%。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”）、张家港友诚新能源科技股份有限公司（简称“友诚科技”）³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，2017 年公司控股合并国际精密集团有限公司（简称“国际精密”）⁴，并表后对公司高新技术板块收入也有一定的贡献。

随着各子公司的快速发展，近年来该公司高新技术业务收入规模和收入占比均有所提升。2016-2018 年及 2019 年第一季度其高新技术业务分别实现营业收入 29.24 亿元、42.19 亿元、58.74 亿元和 13.25 亿元，占营业收入的比重分别为 45.60%、60.07%、50.14%和 58.89%。

³ 2019 年 2 月 2 日，友诚科技正式挂牌新三板，该公司持有友诚科技 0.27 亿股股票，占比 85.76%。

⁴ 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 50.70%，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 2018 年末，国际精密资产总额 19.76 亿元，净资产 14.83 亿元；2018 年实现营业收入 8.28 亿元，净利润 0.75 亿元。

图表 14. 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	2016 年度		2017 年		2018 年		2019 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
深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司	锂电池负极材料	12.92	8.32	15.10	10.29	9.36	7.86	2.09	1.68
	锂电池正极材料	6.23	5.01	11.14	8.37	23.58	15.26	6.68	4.40
	其他 ⁵	2.21	1.74	3.43	2.52	7.15	5.32	1.36	1.05
深圳市大地和电气股份有限公司	电机控制器系统	4.07	2.71	2.19	1.89	4.73	4.72	0.39	0.38
武汉永力科技股份有限公司	电源类产品	0.60	0.30	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	0.37	0.28	0.71	0.55	0.30	0.23	0.11	0.08
武汉华博通讯有限公司	通话器类和模拟训练器类产品	1.35	0.69	0.66	0.13	1.25	0.79	0.04	0.02
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	0.89	0.49	1.75	0.99	2.30	1.33	0.43	0.25
国际精密集团有限公司	精密结构件	-	-	4.91	3.22	8.09	5.60	1.81	1.35
-	合计	28.64	19.54	41.11	28.68	55.89	40.26	12.67	9.01

资料来源：中国宝安

该公司通过股权收购取得贝特瑞的实际控制权，收购之后，贝特瑞得到公司在资金、研发、供销渠道等多方面的支持，做大做强了石墨类负极材料主业，并从 2012 年起超越主要竞争对手日本日立化成，成为全球最大的锂电池负极材料供应商，全球市场占有率不断提升。截至 2018 年末公司共持有贝特瑞 77.04% 的股权⁶。贝特瑞主要从事锂离子电池正、负极材料的研发、生产和销售业务，经过多年经营，贝特瑞已与下游客户建立的稳定的合作关系，营业收入稳步增长。2016-2018 年及 2019 年第一季度，贝特瑞分别实现营业收入 21.36 亿元、29.67 亿元、40.09 亿元和 10.13 亿元，净利润分别为 2.62 亿元、3.51 亿元、5.40 亿元和 1.33 亿元。

生产方面，贝特瑞的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。公司生产所需原料主要为石墨原料和少量辅料等。2012 年公司投资 1.1 亿元在鸡西建立选矿厂，2013 年建成并投产，目前年选矿能力为 60 万吨，每年可供给贝特瑞 6 万吨石墨原料，基本能够满足生产原料需求。同时公司在深圳、惠州、鸡西和天津设有生产基地，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。

为延长石墨产业链，贝特瑞与鸡西市人民政府签署了《探矿权出让合同》等投资协议，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》（简称“《承诺书》”）⁷，投资黑龙江省鸡西市站前石墨矿详查探

⁵ 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，本次评级对该业务收入进行重新分类。

⁶ 该公司持有的贝特瑞股权均未质押。

⁷ 贝特瑞根据《承诺书》约定承担以下违约责任：（1）石墨采矿场项目建设工期届满后，采矿能力未达到 100 万吨/年或选矿能力不能与采矿能力匹配（在不新建选矿场前提下，达到年处理石墨矿石 160 万吨、年产精矿 8 万吨能力）情况下，贝特瑞愿承担违约责任，并向招标人缴纳违约金 300 万元人民币；（2）石墨深加工项目建设工期届满后（2021 年 5 月末），小颗粒球形石墨产能未达到 1.5 万吨/年、二次造粒负极材料产能未达到 1 万吨/年的情况下，贝特瑞愿承

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 2019 年 3 月末，公司已完成投资金额 6.25 亿元，预计可在 2019 年内完工。

贝特瑞主要下游客户为锂电池生产商，包括松下、LG 等世界知名企业，且随着新能源汽车特别是电动汽车的迅速发展，国际上对车载锂电池的需求量增大，公司已完成了车载动力电池负极材料的研究，并进入量产阶段，未来市场需求量有望持续上升，市场空间较广阔。根据公司 2019 年 1 月 15 日公告，贝特瑞拟在惠州投资建设“年产 4 万吨的锂离子电池负极材料项目”，项目计划总投资 77,711 万元（其中固定资产 32,376 万元），计划分两期投入建设年产 4 万吨的锂离子电池负极材料生产线，每期产能为 2 万吨，预计 2019 年内开工建设，建设周期约 22 个月，目前仍为拟建状态。

图表 15. 贝特瑞近三年一期产销情况（吨）⁸

时间段	设计产能	实际产量	产能利用率(%)	销售量	产销率(%)
2016 年	47,500	32,702	68.85	31,016	94.84
2017 年	71,400	48,205	67.51	46,574	96.62
2018 年	71,400	56,972	79.79	56,972	101.54
2019 年 1-3 月	71,400	9,920	55.57	9,311	93.86

资料来源：中国宝安

注：季度产能数据已年化

除负极材料外，贝特瑞还布局锂电池正极材料，近两年获得快速发展，成为贝特瑞新的增长点。公司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，依托石墨类负极材料研发优势，公司在正极材料方面也取得较大的研发成果。公司目前主要在建项目为江苏贝特瑞生产厂区建设工程，该项目位于江苏省常州市金坛区华罗庚科技产业园内，总投资额 20 亿元，资金来源主要是项目贷款（8 亿元）及自筹资金（12 亿元），截至 2019 年 3 月累计完成投资额 10.62 亿元，产业园内同时建设 NCA/NCM、负极材料、磷酸铁锂生产线。其中 NCA/NCM 生产线预计投资额 4.48 亿元，设计产能 1.5 万吨/年，截至 2019 年 3 月末已完成投资额 3.68 亿元，其厂房建设工程目前已完成，设备正在安装调试。磷酸铁锂生产线预计投资额 3.05 亿元，设计产能 1.5 万吨/年，截至 2019 年 3 月末已完成投资额 2.43 亿元，目前正在安装调试设备。负极材料生产线预计投资额 2.79 亿元，设计产能 3 万吨/年，截至 2019 年 3 月末已完成投资额 1.80 亿元，目前正在安装调试设备。上述生产线均预计于 2019 年内建设完成。此外，公司涉及的拟建项目相关手续目前正在办理中。

担违约责任，并向招标人缴纳违约金 300 万元；（3）上述产能建设目标均未达到，且项目累计总投资未达到 73,254.40 万元或固定资产投资未达到 68,075.7 万元的情况下，贝特瑞承担违约责任，并向招标人缴纳违约金 600 万元。同时，贝特瑞无条件放弃所取得的鸡西市站前石墨资源的矿业权。

⁸ 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。

图表 16. 截至 2019 年 3 月末公司主要高新技术业务在建、拟建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	状态	预计总投资	设计年产能 (万吨)	截至 2019 年 3 月末已投资金额	未来三年投资计划		
					2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
惠州贝特瑞锂离子电池负极材料一期项目	拟建	3.24	4 万吨	-	0.87	1.00	1.00
合计	-	3.24	-	-	0.87	1.00	1.00
深圳贝特瑞坪山科技园	在建	6.76	-	1.48	2.44	1.50	0.8
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	在建	6.86	球形石墨 1.5 万吨 二次造粒 1 万吨 精矿 8 万吨	6.25	0.61	-	-
深圳贝特瑞光明总部项目	在建	5.56	-	1.69	2.03	1.00	0.5
江苏贝特瑞生产厂区建设工程	在建	20.00	NCA/NCM 3 万吨 负极材料 3 万吨 磷酸铁锂: 1.5 吨	10.62	3.38	1.85	1.31
合计	-	39.18	-	20.04	8.46	4.35	2.61

资料来源：中国宝安

整体看，贝特瑞作为该公司高新技术业务收入的重要来源，近年来营业收入和利润保持增长，但由于所处产业链地位相比于下游客户较弱，因此经营性现金净流量表现一般，2016-2018 年及 2019 年第一季度分别为 2.68 亿元、-1.27 亿元、1.78 亿元和 1.49 亿元。现阶段贝特瑞在建及拟建项目较多、金额较大，资金来源主要是自有资金或自筹，后续面临的投融资压力大，需关注贝特瑞项目进展及未来投资回报情况。

研发方面，贝特瑞成立了国内首家新能源技术产业化研究院——贝特瑞新能源技术研究院，截至 2018 年末，研究院共有研发人员 350 人，占公司总人数的 11.53%，拥有授权专利 223 件。公司研发机构已经通过“广东省绿色动力电池负极材料工程研究中心”和“深圳市储能材料工程中心”的认定，获批组建了“广东省贝特瑞新能源材料院士工作站”和“深圳聚合物微粒子合成及应用工程实验室”。研究院分析测试中心也获得国家 CNAS 实验室认定，检测报告全国认可。贝特瑞在锂离子电池正负极材料制备技术、碳纳米材料制备及分散技术、碳材料纯化技术、纳米 Si 的制备及分散技术、粉体加工工程化技术、锂离子电池及其材料的评价及测试技术等多个技术领域已开发出自己的核心技术，并形成了自主知识产权。

近年来，贝特瑞通过实施股票期权激励计划及未分配利润转增股本方式，资本实力不断增强，截至 2019 年 3 月末所有者权益为 37.99 亿元。贝特瑞后续产能建设资金需求较大，仍面临一定的投融资压力，但项目若能如期建成并投产，或将给公司高新材料业务带来业务规模和经营效益的进一步提升。

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。但 2018 年受中美贸易摩擦、劳动成本上升以及借贷利率上调等因素影响，国际精密业绩有所下滑，2018 年实现营业收入 8.09 亿元，同比减少 4.94%；净利润为 0.77 亿元，同比下降 21.88%。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。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⁹，截至 2018 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%。目前马应龙为公司医药生物板块核心子公司，其营业收入占该业务比重的 92.69%。

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。2016-2018 年及 2019 年第一季度马应龙分别实现营业收入 21.03 亿元、17.51 亿元、21.98 亿元和 6.10 亿元，其中 2017 年收入下滑主要是马应龙为优化资源配置处置了湖北天下明药业有限公司，合并范围减少所致¹⁰；同期净利润分别为 2.33 亿元、3.09 亿元 1.65 亿元和 1.30 亿元，其中 2017 年净利润增长主要是公司在证券市场获得的投资收益较多所致，当年公司投资收益为 0.48 亿元，同比增长 0.49 亿元。

从具体收入构成来看，马应龙合并范围减少的同时，其收入构成亦发生变化。其中零售、批发业务收入占比由 2016 年的 48.29%降至 2018 年的 28.56%，其他业务收入占比均有不同程度提升。此外，公司以肛肠下消化道领域为核心市场延伸产业链，在武汉、北京、南京等地构建马应龙肛肠诊疗中心，截至 2018 年末控股和经营的专科连锁医院和肛肠诊疗中心共 45 家，医院诊疗业务收入逐年增长。2016-2018 年和 2019 年第一季度，公司医院诊疗分别实现业务收入 1.39 亿元、1.72 亿元、2.02 亿元和 0.39 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	2016 年度		2017 年		2018 年		2019 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
治疮类产品	6.38	30.28	7.58	41.74	8.16	35.98	2.78	44.06
其他产品	3.12	14.28	3.67	20.23	4.63	20.41	0.8	12.68
零售、批发	10.17	48.29	5.18	28.56	7.87	34.70	2.34	37.08
医院诊疗	1.39	6.61	1.72	9.47	2.02	8.91	0.39	6.18
内部抵消	-0.28	-	-0.79	-	-0.86	-	-0.23	-
合计	20.78	100.00	17.36	100.00	21.82	100.00	6.08	100.00

资料来源：中国宝安

⁹ 截至 2018 年末，深圳大佛药业股份有限公司资产总额 1.59 亿元，净资产 0.79 亿元；2018 年实现营业收入 2.13 亿元，净利润 0.09 亿元。截至 2018 年末，成都绿金高新技术股份有限公司资产总额 0.99 亿元，净资产 0.59 亿元；2018 年实现营业收入 0.70 亿元，净利润-0.02 亿元。

¹⁰ 为优化经营质量，2017 年 2 月马应龙将所持有的湖北天下明药业有限公司 51% 股权以人民币 2,000 万元的价格转让并不再持有其股份。湖北天下明药业有限公司主营药品批发业务。

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¹¹，产品工艺处于国内领先水平；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。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. 马应龙近三年一期产销状况（单位：万支、万盒）

年份	设计产能	实际产量	产能利用率(%)	销售量	产销率(%)
2016年	17,881.53	16,184.69	90.51	15,857.54	97.98
2017年	17,881.53	16,834.88	94.15	16,873.06	100.23
2018年	17,881.53	17,884.89	100.02	18,075.81	101.07
2019年一季度	4,470.38	6,021.57	134.70	6,146.08	102.07
2018年一季度	4,470.38	4,480.89	100.24	4,518.63	100.84

资料来源：中国宝安

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 20 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 2006 年通过二级市场股票收购成为宝安鸿基地产集团股份有限公司（简称“宝安地产”）的第一大股东。宝安地产为深圳证券交易所主板上市公司，股票代码 000040。在公司入主宝安地产后，原计划将宝安地产作为公司房地产业务的龙头企业和运营平台，整合公司原有的房地产资源，专注发展房地产业务。但近年来，受到房地产市场调仓、分化压力加大的影响，公司在售房地产项目销售进度较为缓慢，资金回收速度放缓，给公司带来了一定的融资压力和资产运营压力，公司房地产业务存在周期性波动风险。2015 年 8 月 16 日，公司全资子公司中国宝安集团控股有限公司与东旭集团有限公司（简称“东旭集团”）签署了《股份转让框架协议》，将其持有的宝安地产 7039 万股股份以每股 17 元价格转让，总价款为 11.97 亿元，公司获得约 8 亿元的投资收益。根据公司战略，公司未来将集中精力发展高新技术和医药板块业务，房地产板块业务将维持在较小规模（不超过营业总收入的 30%），后续开发以深圳等一线城市为主。

¹¹ 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。

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。其中深圳市白石龙工业区城市更新项目（新彩苑）于2018年6月开盘销售，截至2019年3月末已完成70.48%的销售进度，合同销售金额23.57亿元，销售情况较好，对当年房地产业务收入贡献大。近几年，公司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。2016-2018年及2019年第一季度，公司房地产业务分别实现营业收入9.99亿元、5.87亿元、30.33亿元和1.29亿元。

图表 19. 公司房地产业务概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
销售金额（亿元）	9.40	5.53	30.85	1.31
销售面积(m ²)	115,093.69	63,135.54	241,791.48	23,788.34
在售面积(m ²)	149,549.08	285,679.76	246,118.98	240,813.71
已售未结转金额（亿元）	0.23	6.43	15.83	4.25
完工面积(m ²)	759,825.73	277,087.70	328,227.37	-

资料来源：中国宝安

截至2019年3月末，该公司在售房地产项目情况如下表所示。

图表 20. 截至2019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2019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	731,89.47	住宅	4.0	4.67	是	96.14%	4.82
	万宁兴隆椰林湾	海南省万宁市	76,597.76	住宅、商业	5.4	5.38	是	75.59%	8.82
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	2.38	否	-	-
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	5.71	是	67.00%	9.11
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	4.0	3.62	是	63.00%	2.11
	江南城二期别墅	天津西青区	18,109.87	别墅	5.7	5.13	是	8.00%	0.51
	江南城二期高层	天津西青区	85,783.97	高层	11.0	9.09	是	70.00%	10.31
武汉宝安房地产有限公司	山水龙城三期	武汉盘龙城	57,962.83	别墅	3.0	2.72	是	99.50%	4.58
	山水龙城四期	武汉盘龙城	53,364.37	别墅	3.0	2.93	是	100%	4.79
	山水龙城一期	武汉盘龙城	58,721.42	商业/别墅	2.07	2.07	是	97.66%	2.87

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 2019 年 3 月末已投资	是否开始销售	销售进度	已回笼资金
	山水琴台	武汉汉阳区	142,650.61	住宅/商业	7.8	7.69	是	95.50%	10.94
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	11.1	8.94	是	43.46%	3.98
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	101,189.17	住宅、商业、办公	16.26	11.10	是	70.48%	21.02
合计	-	-	1,027,914.00	-	85.27	71.43	-	-	83.86

资料来源：中国宝安

该公司主要拟建项目包括深圳市华信达房地产开发有限公司负责的深圳龙岗区横岗街道茂盛片区城市更新项目¹²和深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目（简称“布吉街道城市更新项目”）¹³，其中前者仍处于前期拆迁谈判阶段，截至 2018 年末开发成本 25.87 亿元，主要系收购土地及建筑物形成的开发成本；布吉街道城市更新项目目前已收到合作方桦盈实业支付的两笔合同保证金，共计 6 亿元，该项目现仍处于城市更新规划研究等前期工作，尚未投入资金。总体上看，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省市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。

此外，2018 年 1 月 11 日，该公司发布《关于下属子公司收到儋州市人民政府无偿收回土地使用权决定的公告》，称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”）于近日收到儋州市人民政府关于无偿收回土地使用权的决定文件，决定收回上述子公司位于儋州市大城镇的土地使用权，面积合计为 44,9876.7 平方米。公司相关子公司于 2011 年通过投标方式分别受让上述地块，并分别与儋州市国土环境资源局签订了《国有建设用地使用权出让合同》。在缴纳全部的土地出让金和税款后，儋州市国土环境资源局于 2013 年向相关子公司分别核发了相关土地的国有土地使用权证。截至 2017 年末，上述全部土地账面价值合计为 61,216.88 万元，若儋州市政府强制无偿收回上述全部土地，则公司资产负债表中存货项目的土地成本 61,216.88 万元将作为存货损失转入当期损益。但公司认为，由于儋州市国土

¹² 据该公司公告，2016 年 9 月 2 日公司与广东天行健投资集团有限公司签署了《股权转让协议》，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，计划与其合作进行深圳市横岗地区房地产项目开发。

¹³ 据该公司 2017 年 11 月 28 日公告显示，公司下属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（简称“运通公司”）、深圳恒安房地产开发有限公司（简称“恒安公司”）拟与中信置业（深圳）有限公司（简称“中信置业”）、深圳市桦盈实业有限公司（简称“桦盈实业”）签署《龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目合作协议》，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。

环境资源局未按照《海南经济特区土地管理条例》相关条款的规定及其对相关子公司的约定交付上述宗地，造成上述宗地目前不具备开发条件，公司认为上述宗地不属于闲置土地。为维护公司的合法权益，2018年1月27日，公司下属子公司已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相关决定文件之具体行政行为，同时，海南省第二中级人民法院裁定诉讼期间停止执行儋州市人民政府作出的无偿收回公司土地的决定。2018年3月20日，公司公告显示公司下属相关子公司分别收到海南省第二中级人民法院《行政判决书》，判决撤销儋州市政府无偿收回公司土地使用权的决定（合计面积44,9876.7平方米），且案件受理费由儋州市政府负担。儋州市政府随后提起上诉，请求撤销一审判决。2018年7月3日，上述事件审理终结，儋州市政府上诉被驳回，维持原判，二审案件受理费由上诉人儋州市人民政府负担，本次判决为终审判决。

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，其中股权投资业务由下属企业中国宝安集团资产管理有限公司¹⁴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。

2018年以来，该公司主要的投资事项有：（1）2018年9月，公司与北京新雷能科技股份有限公司完成武汉永力科技股份有限公司（简称“永力科技”）的股权转让¹⁵，且公司已收讫交易对手支付的全部款项共计2.60亿元，目前永力科技的股份过户登记已完成，公司不再持有永力科技的股权，2018年取得投资收益0.66亿元；（2）公司完成威海宝顺置业有限公司、威海恒运置业有限公司、威海港宝置业有限公司（分别简称“威海宝顺”、“威海恒运”、“威海港宝”，合并简称“威海三家公司”）¹⁶的全部股权转让，已收讫全部股权转让款共计4.42亿元，威海三家公司100%股权工商变更登记手续也已办理完成，2018年取得投资收益3.64亿元；（3）根据公司子公司贝特瑞2018年10月30日公告显示，贝特瑞将在未来12个月内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）股份不超过1,000万股。截至2018年12月28日，贝特瑞已转让其所持有的芳源环保股份合计704万股，成交金额7,603.20万元。本次交易完成后，贝特瑞持有芳源环保股份3,097万股，占芳源环保总股本的17.40%，2018年取得投资收益0.63亿元。

¹⁴ 截至2018年末，中国宝安集团资产管理有限公司资产总额16,247.34万元，负债总额11,246.56万元，所有者权益5,000.78万元；2018年净利润为-3,897.95万元。

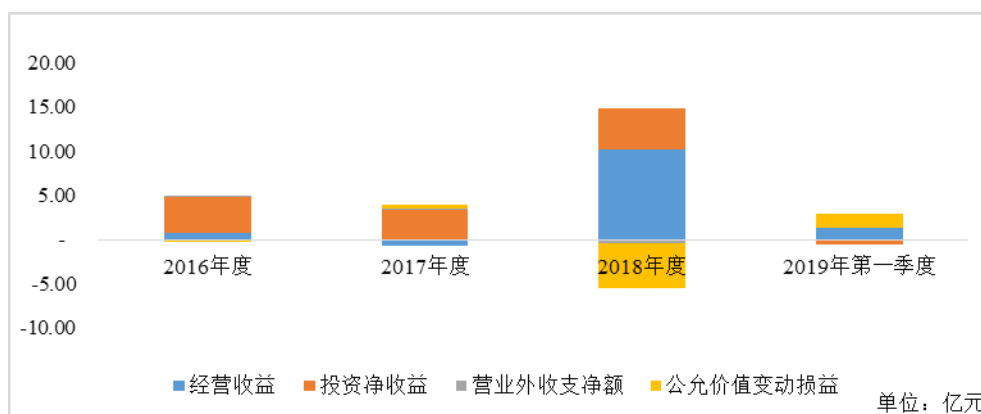
¹⁵ 根据该公司2018年4月19日公告，公司拟将持有武汉永力科技股份有限公司（股票简称：永力科技，股票代码：830840）0.28亿股股份（占永力科技总股本的52%）以协议转让方式转让给北京新雷能科技股份有限公司，股份转让总价款为人民币2.60亿元。

¹⁶ 根据该公司4月26日公告，公司拟将持有的威海三家公司的全部股权以协议转让方式转让给青岛新海园房地产开发有限责任公司（简称“新海园”），威海三家公司全部股权的转让价款为4.53亿元，新海园还代威海三家公司偿还对公司（含山东地产公司）的负债2.36亿元，合计6.89亿元。

此外该公司还涉及证券投资业务，由本部设立的投资部负责运营。2016-2018年末及2019年3月末，公司交易性金融资产分别为4.48亿元、10.20亿元、5.27亿元和6.36亿元，当期取得的公允价值变动净收益分别为-0.25亿元、0.35亿元、-5.17亿元和1.62亿元。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，证券市场波动导致公司持续面临较大的投资风险。

(2) 盈利性

图表 21. 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

2016-2017年，该公司经营收益主要依赖投资收益等非经常性损益；2018年受益于深圳新彩苑项目开盘销售，经营收益大幅提升。2016-2018年及2019年第一季度，公司分别实现营业收入64.50亿元、70.71亿元、117.68亿元和22.50亿元；同期营业毛利分别为19.66亿元、23.68亿元、43.34亿元和8.01亿元。

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，2016-2018年及2019年第一季度分别为17.24亿元、21.35亿元、26.37亿元和6.38亿元；期间费用率分别为26.89%、30.40%、22.50%和28.49%。公司期间费用主要是销售费用和管理费用，2018年分别为10.87亿元和11.05亿元，占比分别为41.24%和41.90%。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42.88%，系房地产销售佣金增加所致；管理费用主要包括管理人员薪酬、办公费等，同比增长19.93%，系人员薪酬上涨所致。整体看，公司期间费用规模较大，抑制了利润空间，公司整体经营效益有待提升，2016-2018年及2019年第一季度公司营业利润率分别为7.04%、5.09%、9.15%和11.43%。

图表 22. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年	2019年 第一季度
营业收入合计（亿元）	64.50	70.71	117.68	22.50

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度
毛利 (亿元)	20.04	24.15	43.87	8.11
期间费用率 (%)	26.89	30.40	22.50	28.49
其中: 财务费用率 (%)	5.72	6.45	3.79	5.83
全年利息支出总额 (亿元)	4.59	4.47	5.08	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.65	0.09	0.34	-

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,主要来自处置股权投资及联营企业的投资收益,2016-2018 年及 2019 年第一季度分别为 4.05 亿元、3.31 亿元 4.64 亿元和-0.62 亿元。其中 2018 年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。此外公司还通过投资证券市场获取收益,但规模不大,尤其 2018 年以来证券市场表现低迷,公司证券投资亏损较大,同期公允价值变动净收益分别为-0.25 亿元、0.35 亿元、-5.17 亿元和 1.62 亿元。公司每年还可获得一定的投资收益和营业外收入,主要是高新技术业务的政府补助,对公司利润形成补充,且短期来看,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。

图表 23. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	4.05	3.31	4.64	-0.62
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益 (亿元)	1.16	0.92	0.04	-0.07
处置长期股权投资损益 (亿元)	1.91	1.22	5.55	0.00
处置可供出售金融资产取得的投资收益 (亿元)	1.24	0.80	0.13	0.00
其它收益 (亿元)	-	0.67	0.97	0.24
营业外收入 (亿元)	1.26	0.35	0.29	0.07
其中: 政府补助 (亿元)	1.01	-	0.07	0.02
与日常活动无关的政府补助 (亿元)	0.19	0.27	0.01	0.00
公允价值变动损益 (亿元)	-0.25	0.35	-5.17	1.62
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)	-0.25	0.35	-5.17	1.62

资料来源: 根据中国宝安所提供数据整理。

2016-2018 年及 2019 年第一季度,该公司分别实现净利润 4.19 亿元、3.23 亿元、6.65 亿元和 1.86 亿元;同期净利润率分别为 6.51%、4.60%、5.68%和 8.30%,总体经营效益尚可。

(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。

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。但公司 2018 年 2 月因财务管理问题被深圳证监局出具行政监管措施决定书，表明公司制度执行仍存在一定不足。

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 2019 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%。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。

此外，截至 2019 年 6 月 21 日，该公司第一大股东已累计质押了所持公司股份 1.41 亿股，占其持公司股份总数的 54.92%，占公司总股本的 6.54%。

跟踪期内，该公司在日常经营中的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，也无对外关联交易、对外担保等事项产生。

2018 年 2 月 12 日，该公司公告称收到深圳证监局行政监管措施书，具体内容如下：深圳证监局自 2017 年 9 月起对公司进行上市公司“双随机”现场检查，检查发现以下问题：一、公司对集安市古马岭金矿有限责任公司（简称“古马岭金矿”）摊销计提、资产减值测试不规范：公司在 2016 年开始对古马岭金矿采矿权按照 10 年进行直线摊销，摊销期超出了《采矿许可证》规定的剩余有效年限；公司在对古马岭金矿进行减值测试时，未考虑使用超采能和预测选矿回收率的合理性。二、对其他应收款——鹏远新材、潘多军的坏账准备计提不充分：截至 2016 年 12 月 31 日，公司财务账上列示的“其他应收款-潘多军”、“其他应收款-鹏远新材”两笔其他应收款的余额均超过公司会计政策规定的“单项金额在 200 万元以上”，单项金额重大，且潘多军和鹏远新材多次违约，上述两笔其他应收款存在明显减值迹象，但公司在 2016 年年末仍将上述两笔其他应收款作为正常信用风险组合按照账龄计提

坏账准备，与公司会计政策不符，也不符合《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》的相关规定。此外，检查还发现公司在金融资产核算、无形资产初始确认、销售费用摊销等部分事项的会计处理存在问题。上述问题导致公司相关财务信息披露不符合《上市公司信息披露管理办法》的相关规定，深圳证监局决定对公司采取责令改正的行政监管措施，要求公司采取有效措施进行改正，并于 2018 年 3 月 31 日前向深圳证监局提交书面整改报告。根据公司 2018 年 4 月 28 日公告显示，公司已对《决定书》中提出的问题及需要整改的事项制定了相应的整改计划，并采取了一系列整改措施，对古马岭金矿摊销计提、资产减值测试不规范、对其他应收款一鹏远新材、潘多军的坏账准备计提不充分等问题均完成相应整改。

图表 24. 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	2019/2/28	未提供	正常	正常	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/3/7	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	涉及 ¹⁷	未提供
工商	年报及公开资料	—	未提供	正常	未提供	未提供
质量	年报及公开资料	—	未提供	正常	未提供	未提供
安全	年报及公开资料	—	未提供	正常	涉及 ¹⁸	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

随业务规模不断扩大，该公司营运资金需求持续增加，负债总额持续增长。公司刚性债务规模较大，且以短期刚性债务为主，加之公司大规模的存货影响了其资金使用效率，总体上公司的资产流动性偏弱。但公司货币资金存量较为充裕，近年来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 2016-2018 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 2019 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。

2018 年该公司通过新设成立、股权收购及清算注销、处置股权等方式，

¹⁷ 详见本评级报告第 23-24 页关于该公司子公司涉诉事项描述。

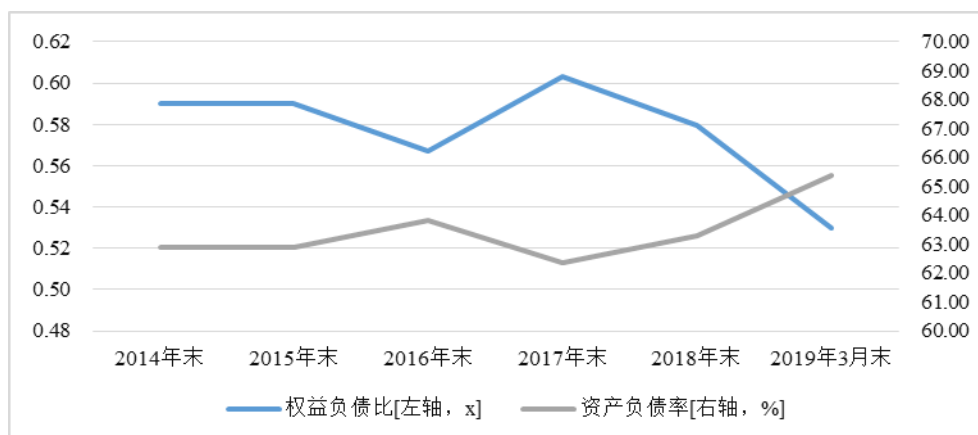
¹⁸ 2017 年 12 月，该公司子公司成都绿金高新技术股份有限公司控股子公司宜宾市南溪区国科中农生物科技有限公司（简称“南溪国科”）收到宜宾市环境保护局出具的《环境行政处罚决定书》（川环法宜宾罚字【2017】51 号），并罚款 5 万元。南溪国科已接受上述行政处罚，及时缴纳罚款，加强环保教育和环保意识，本次处罚未对公司经营产生重大影响。

合并范围发生一定变化；其中新设公司 6 家、股权收购及增资纳入合并的公司 4 家。因清算注销、处置股权及因其增资扩股导致丧失控制权，不再纳入合并范围的子公司共 4 家。截至 2018 年末公司合并范围共 192 家子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 25. 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。

随着业务规模的扩大，该公司运营资金需求不断增加，债务规模快速增长，负债经营程度逐年小幅上升。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 62.38%、63.31%、64.99%和 65.67%，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，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 81.35 亿元、99.46 亿元、104.51 亿元和 103.03 亿元。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成，2018 年末分别为 21.49 亿元、8.27 亿元、19.76 亿元和 51.80 亿元。权益资本兑付方面，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 26. 公司近年分红情况

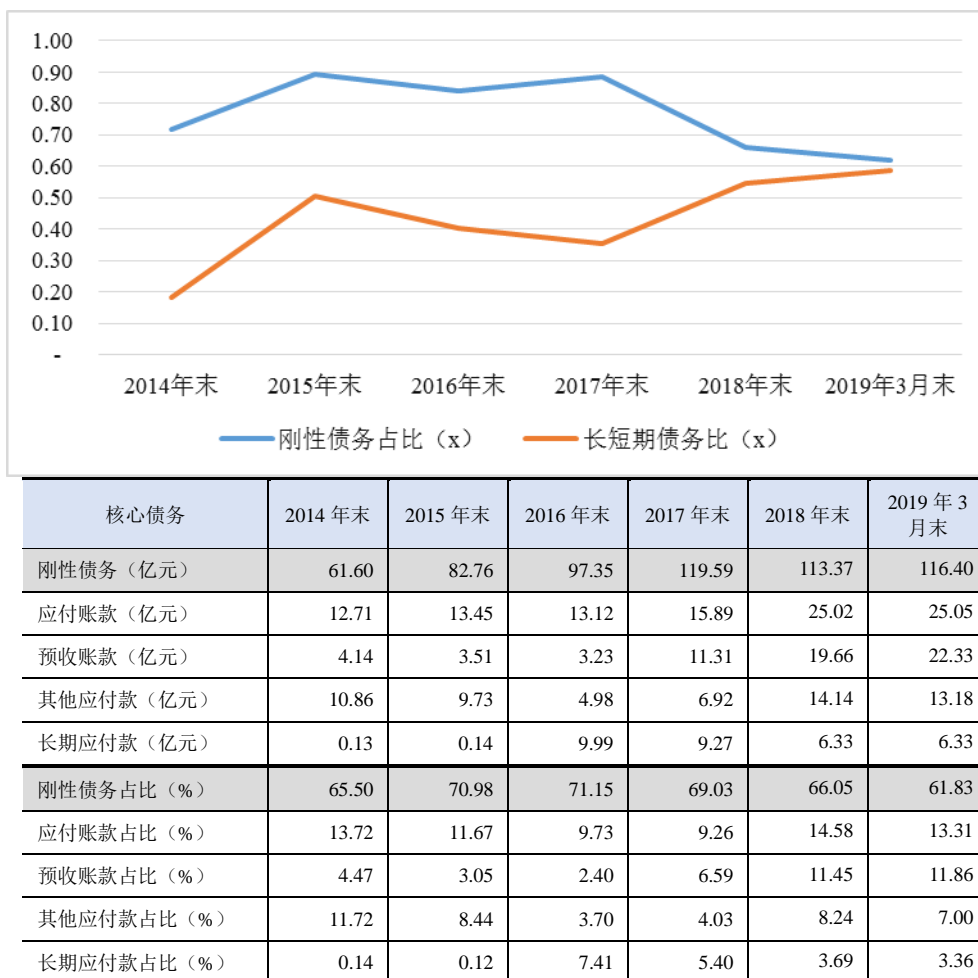
核心债务	2016 年	2017 年	2018 年
现金分红数（亿元）	0.43	0.43	0.43
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元）	2.33	1.33	2.14
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)	18.42	32.27	20.11

资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

整体看，该公司房地产和高新技术业务后续资金缺口较大，随着在建项目的推进，预计公司仍将面临较大的投融资压力，未来财务杠杆有进一步上升的可能。

(2) 债务结构

图表 27. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

从债务期限结构看，2017 年和 2019 年该公司通过发行一期公司债券（10 亿元）和三期中期票据（31.4 亿元），使得债务期限结构有所改善，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，其长短期债务比分别为 35.24%、54.69%、50.88% 和 63.02%。

具体构成来看，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，2018 年末分别为 113.37 亿元、25.02 亿元、19.66 亿元、14.14 亿元和 6.33 亿元，其中刚性债务占比为 66.05%。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，随新彩苑和贝特瑞工程项目推进，年末应付账款较上年末增长 57.48%；预收账款主要是预售房款和预收货款，2018 年末分别为 17.32 亿元和 2.33 亿元，其中预售房款大幅增长 8.54 亿元，预收货款与上年变化不大；其他应付款主要是一些尚未支付的保证金、暂扣款、开发项目工程质保金和往来款，较上年末大幅增长 104.32% 系押金、保证金增加 6.09 亿元所致；长期应付款主要是应付股权收购款（6.00

亿元)和少量应付融资租赁款(0.18亿元)¹⁹等,2018年公司支付3亿元股权收购款²⁰,使得长期应付款较上年末减少31.74%。2019年3月末,公司刚性债务小幅增长3.03亿元至116.40亿元,其中短期借款因到期偿还较年初减少15.73%,同时2019年1月公司发行19宝安集MTN001(10亿元),应付债券有所增长,整体刚性债务总额变化不大。

(3) 刚性债务

图表 28. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	31.67	51.46	75.00	72.86	60.43	52.76
其中: 短期借款	21.24	45.95	45.45	56.96	49.48	41.69
一年内到期长期借款	7.94	2.17	7.21	10.03	6.31	5.88
应付票据	1.56	2.35	2.99	4.76	2.39	2.80
其他短期刚性债务	0.94	0.98	19.35	1.11	2.26	2.38
中长期刚性债务合计	28.99	30.33	20.97	45.62	52.94	63.64
其中: 长期借款	11.11	12.40	10.90	9.75	16.98	17.88
应付债券	17.87	17.92	9.91	35.70	35.78	45.76
其他中长期刚性债务	-	-	0.16	0.17	0.18	-
综合融资成本 (年化, %)	6.82	5.71	5.18	5.23	5.60	-

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。

近年来, 该公司刚性债务期限结构有所改善, 短期刚性债务占比逐年下降 2016-2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 78.46%、61.85%、53.30% 和 45.33%。从具体构成看, 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, 2018 年末分别为 72.77 亿元、2.39 亿元、35.78 亿元和 2.44 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 49.48 亿元、6.31 亿元和 16.98 亿元, 其中长期借款较上末增长 74.18%, 主要是贝特瑞常州生产基地的项目贷款增加 8 亿元所致; 公司银行借款方式主要是抵、质押借款和担保借款, 占比分别约为 13%、28% 和 52%, 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。公司应付票据均为银行承兑汇票, 较上年末减少 49.91%, 主要是贝特瑞减少以票据结算的方式所致; 公司应付债券包括 16 宝安 01、17 宝安 02 和 17 宝安集 MTN001, 合计债券余额 35.78 亿元, 与上年末相比变化不大。其他刚性债务主要是应付利息和应付融资租赁款, 规模相对不大。2019 年 3 月末, 公司短期借款较年初减少 15.73% 至 41.69 亿元。应付债券较年初增长 27.88% 至 45.76 亿元, 主要是发行了 19 宝安集 MTN001

¹⁹ 已计入其他中长期刚性债务。

²⁰ 2016 年 9 月, 该公司子公司中国宝安集团控股有限公司与广东天行健投资集团有限公司签署《股权转让协议》, 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。按照协议约定付款方式, 尚未支付的股权收购款需在相关付款条件满足后予以支付。

（发行规模 10 亿元、期限 3 年，利率 7.00%）和 19 宝安集 MTN002（发行规模 5.40 亿元，期限 3 年，利率 7.00%）。

近三年，该公司融资成本区间为 5.18%-5.71%。2019 年 3 月末，公司刚性债务以一年以内、1~2 年（不含 2 年）为主，债务期限结构偏短，面临较大的债务集中偿付压力。

图表 29. 公司 2019 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）
3%以内	-	0.05	-	0.03
3%~4%（不含 4%）	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	20.10	2.19	1.40	0.30
5%~6%（不含 6%）	16.41	15.57	-	-
6%~7%（不含 7%）	10.92	16.00	10.00	-
7%及以上	0.15	0.19	0.16	18.00
合计	47.58	34.00	11.56	18.33

资料来源：中国宝安

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 30. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	802.64	762.53	643.84	750.61	536.59
营业收入现金率（%）	101.09	105.56	103.79	84.51	83.34
业务现金收支净额（亿元）	6.57	7.55	9.29	9.91	28.17
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.82	-7.42	-9.41	-6.01	-0.94
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	4.75	0.13	-0.12	3.91	27.23
EBITDA（亿元）	9.94	16.97	12.30	12.51	20.10
EBITDA/刚性债务（倍）	0.18	0.24	0.14	0.12	0.17
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.58	3.99	2.68	2.80	3.95

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 643.84 天、750.61 天和 536.59 天，2018 年房地产去库存情况较好，公司营业周期明显缩短²¹；公司业务较为多样，受到票据结算、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呈现大幅

²¹ 2016-2018 年该公司存货周转速度分别为 0.64 次、0.55 次和 0.79 次。

波动，2016-2018 年分别为 66.55 亿元、59.36 亿元和 97.64 亿元；同期营业收入现金率分别 103.79%、84.51%和 83.34%。公司经营性现金流入及流出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。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.12 亿元、3.91 亿元、27.23 亿元和 3.46 亿元，其中 2016 年公司向关联方支付的往来款较多，导致经营活动产生的现金流量净额呈现净流出状态。总体上看，公司经营性现金流呈现较大波动，对负债保障的稳定度不足。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 11.62 亿元、12.51 亿元和 20.10 亿元，主要来源于同期的利润总额、固定资产折旧和列入财务费用的支出。由于公司债务规模的扩大，近年来公司 EBITDA 对短期刚性债务的覆盖程度均有所波动，同期分别为 0.14 倍、0.12 倍和 0.17 倍；同年 EBITDA/利息支出分别为 2.68 倍、2.80 倍和 3.95 倍。

(2) 投资环节

图表 31. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.88	6.71	-19.50	0.18	5.22
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	-6.38	-8.45	-9.28	-8.95	-11.58
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.42	0.79	1.09	7.77	-0.12
投资环节产生的现金流量净额	-3.42	-0.83	-27.69	-1.00	-6.48

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，加上高新技术和生物医药业务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较大波动。2016-2018 年及 2019 年第一季度公司投资活动产生的现金流量净额分别为-27.69 亿元、-1.00 亿元、-6.48 亿元和-4.13 亿元。考虑到公司后续仍有较大规模的投资需求，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 32. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	-	-	-	-	-
债务类净融资额	5.53	2.02	1.34	1.61	-3.95
其中：现金利息支出	3.85	4.25	4.59	4.47	5.08
筹资环节产生的现金流量净额	3.08	17.71	9.38	16.49	-12.54

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，2016-2018 年及 2019 年第一季度以上两种方式合计融资金额分别为 70.78 亿元、127.30 亿元、72.40 亿元和 19.39 亿元；同期筹资活动产生的现金流量净额分为 9.38 亿元、16.49 亿元、-12.54 亿元和 0.99 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，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 33. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	101.47	125.34	141.00	182.15	182.15	195.94
	68.91	69.19	65.21	67.19	67.19	68.03
其中：货币资金（亿元）	19.89	38.43	19.68	39.37	47.11	48.17
交易性金融资产（亿元）	2.52	3.24	4.48	10.20	5.27	6.36
应收票据（亿元）	4.79	5.48	6.28	6.33	7.52	7.28
应收款项（亿元）	7.73	9.97	14.29	20.65	28.55	22.68
存货（亿元）	61.39	62.12	77.89	90.43	95.60	98.13
其他流动资产（亿元）	0.90	2.21	7.93	4.47	6.35	6.92
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	45.78	55.80	75.23	88.95	88.95	92.07
	31.09	30.81	34.79	32.81	32.81	31.97
其中：固定资产（亿元）	16.55	22.52	29.88	37.15	41.84	40.49
在建工程（亿元）	7.56	7.09	5.02	5.65	11.82	13.58
可供出售金融资产（亿元）	1.39	3.22	8.12	5.37	3.42	-
无形资产（亿元）	5.33	5.43	9.48	10.70	10.7	10.33
长期股权投资（亿元）	9.07	6.82	11.97	11.44	10.31	10.26
在建工程（亿元）	7.56	7.09	5.02	5.65	11.82	13.58
期末全部受限资产账面金额（亿元）	22.72	17.90	11.12	11.66	9.75	10.81
期末抵质押融资余额（亿元）	21.09	30.38	25.79	33.09	36.79	34.08
受限资产账面余额/总资产（%）	15.43	9.88	5.14	4.30	3.27	3.60

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

该公司资产总额逐年增长，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 216.23 亿元、271.09 亿元、298.50 亿元和 300.12 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%。

从资产构成来看，2018 年末该公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产构成，金额分别为 47.11 亿元、5.27 亿元、7.52 亿元、28.55 亿元、95.60 亿元和 6.35 亿元。其中货币资金较上年末增长 19.65%，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 1.51 亿元，货币资金存量较为充足；交易性金融资产系公司持有的股票投资，较上年末减少 48.32%；公司应收票据较上年末增长 18.66%，其中包括银行承兑汇票 6.96 亿元及商业承兑汇票 0.55 亿元；应收账款较上年末增长 38.28%，主要是受经营规模扩大及合并范围增加

影响所致，公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款 2.57 亿元，计提比例 8.26%，公司账龄在一年内的应收账款占比达 92.58%；存货主要由房地产开发成本和开发产品等构成，2018 年末分别为 51.06 亿元和 24.82 亿元，与上年末变化不大，存货的变现能力直接决定了公司的资产质量与偿债能力，从实际情况来看，受到房地产市场波动影响，公司房地产项目销售较为缓慢，占用了公司大量资金，影响了公司的资产质量和资金使用效率，公司本期计提跌价准备 1.55 亿元；其他流动资产主要是一年内金融理财产品投资（3.05 亿元），较上年末增长 42.12%。2019 年 3 月末，公司流动资产结构未发生重大变化。

2018 年末，该公司非流动资产为 97.15 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产和在建工程构成，分别为 3.42 亿元、10.31 亿元、41.84 亿元、10.97 亿元和 11.82 亿元。其中可供出售金融资产较上年末减少 36.30%，系相关股权投资因派驻了董事已对被投资单位具有重大影响，已转为长期股权投资所致，但长期股权投资因相关股权转让导致 2018 年末较上年末减少 9.90%，参股公司分配的股利和出售的股权收益是公司投资收益的主要来源；固定资产为公司拥有的房屋建筑物和生产设备等，较上年末增长 12.63%，主要是贝特瑞常州项目部分在建转固所致；在建工程主要是江苏贝特瑞生产厂区建设工程，随着项目不断推进，在建工程较上年末增长 109.34%；无形资产主要是土地使用权、专利等，较上年末变化不大。2019 年 3 月末，公司非流动资产为 99.47 亿元，与年初相比变化不大。其中可供出售金融资产因公司实行新会计准则调整至其他非流动金融资产科目。

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 3 月末公司受限资产为 12.86 亿元，主要用于开具银行承兑汇票及贷款抵质押²²。

图表 34. 2019 年 3 月末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	12,185.20	承兑汇票及信用证保证金
应收票据	4,077.11	承兑汇票及贴现质押
长期股权投资	30,629.52	贷款质押
投资性房地产	19,319.64	贷款质押
固定资产	35,445.18	贷款质押、融资租入
无形资产	24,490.56	贷款质押
在建工程	1,250.00	贷款质押
合计	128,628.44	-

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 35. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末

²² 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。

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率	164.98	152.08	141.37	164.16	156.61	165.97
速动比率	63.67	75.63	61.46	79.27	80.50	82.39
现金比率	44.16	56.82	29.91	49.72	46.15	50.08

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

该公司下属企业与儋州市政府之间的诉讼已结案，目前暂无其他重大诉讼事件。

截至 2019 年 3 月末，该公司无对合并范围外的企业担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事投资及管理事务，无经营性业务。截至 2018 年末，公司本部资产总额为 125.54 亿元，其中货币资金 2.62 亿元，负债总额 94.89 亿元，其中刚性债务 77.78 亿元，占合并口径的 68.61%，资产负债率为 75.59%，负债经营程度较高。2018 年公司本部实现营业收入 63.44 万元，收入很少，盈利主要依赖投资收益，当年为 4.90 亿元，净利润-0.98 亿元；经营性现金流量净额为 7.28 亿元。整体看，公司本部无经营性业务，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的马应龙和友诚科技部分股票。截至 2019 年 3 月末，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。2019 年 6 月 4 日马应龙收盘价格为 16.73 元/股，公司未质押马应龙股票的市值约 4 亿元。公司持有友诚科技 0.27 亿股股票，于 2 月 12 日质押其中的 0.21 亿股股票，占其所持股票数量的 79.27%，占友诚科技股本的 68%。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 3 月末，该公司本部分别持有深圳市大地和电气股份有限公司（简称“大地和”）和贝特瑞 0.54 亿股和 3.32 亿股股票，目前未质押所持有的上述两家子公司股票。2019 年 6 月 6 日大地和收盘价格为 1.98 元，公司本部持有大地和股票市值约 1.06 亿元；2019 年 6 月 4 日贝特瑞收盘价格 12.99 元/股，公司本部持有贝特瑞股票市值约 43 亿元。

2019年3月末，该公司本部资产总额127.78亿元，其中货币资金2.12亿元²³，负债总额93.82亿元，资产负债率为73.42%；2019年第一季度实现营业收入4.36万元，净利润3.25亿元，盈利主要依靠投资收益，同期为3.00亿元；经营性现金流量净额-4.11亿元。

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2019年3月末，公司合并口径共获得的银行综合授信额度为142.53亿元，尚余77.09亿元，仍有一定的后续融资空间。

图表 36. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	142.53	142.53	65.43	1.20%-8.40%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	12.29	12.29	5.47	4.75%-5.70%	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	33.74	33.74	14.36	4.35%-5.94%	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	32.29	32.29	31.26	-	-

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理（截至2019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，仍可对本次债券起到有效的增信作用。

截至2018年9月末，深圳高新投经审计的合并口径资产总额为196.15亿元，净资产为115.35亿元；2018年前三季度深圳高新投实现营业收入13.49亿元；实现净利润8.63亿元。

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。

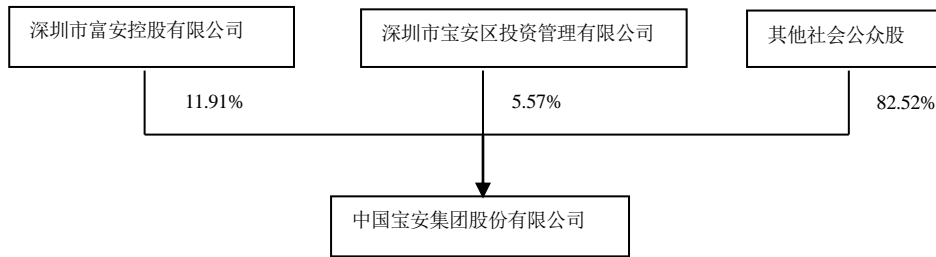
²³ 截至2018年9月末，该公司合并口径货币资金为42.13亿元，其中马应龙和贝特瑞合计存量21.46亿元，其余货币资金存量较为分散，主要为下属子公司留存的运营资金。

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。公司房地产业务 2018 年收入增长较快，但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，公司房地产在建项目主要位于深圳，受深圳市房地产政策影响较大。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，目前盈利主要依靠投资收益和政府补助，其盈利稳定性需持续关注。

跟踪期内，随运营资金需求增加，该公司负债总额保持增长，刚性债务占比一直较高，且以短期内刚性债务为主，公司仍将面临较大的即期偿债压力，且公司实际资产流动性偏弱。但公司目前货币资金存量仍较为充足，可为即期债务偿付提供一定保障。2018 年公司出售多家子公司股权，为公司增加较多的投资收益，短期内，公司偿债能力仍很强。

附录一：

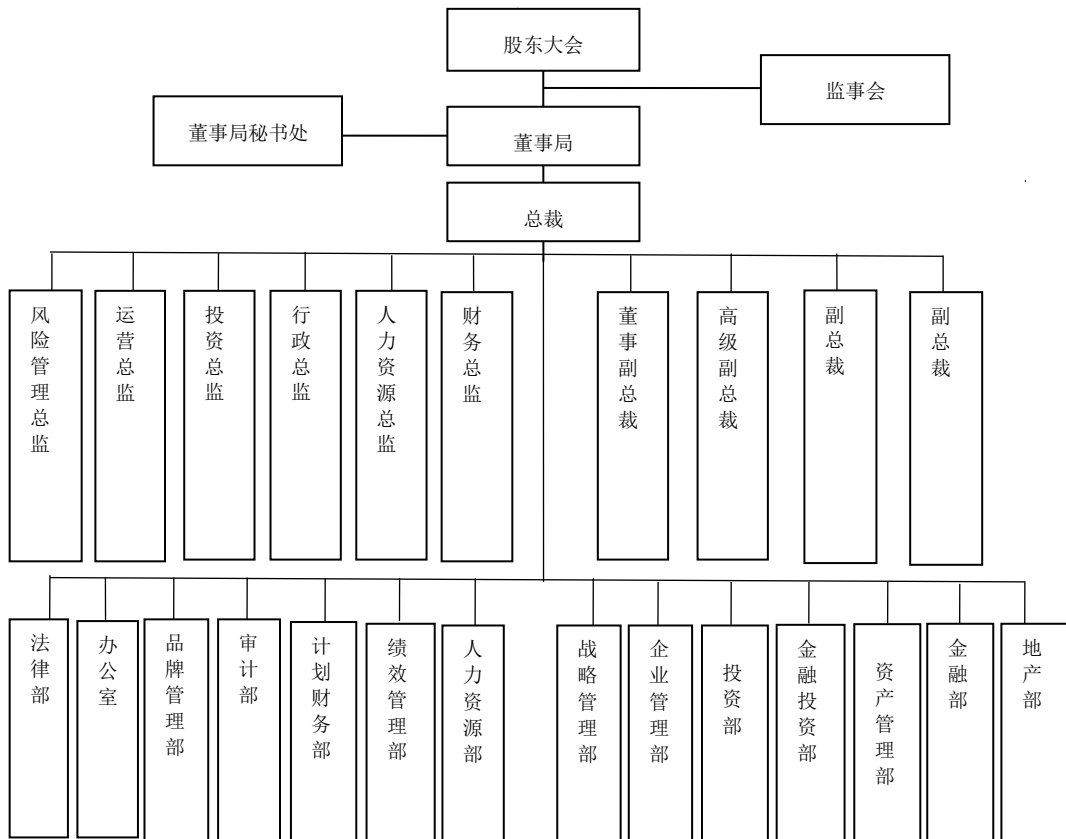
公司与实际控制人关系图



注：根据中国宝安提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

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 3 月末）。

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	2018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	77.78	30.65	0.00	-0.98	7.28	
深圳市贝特瑞新能源材料有限公司	贝特瑞	子公司	78.03	新能源、新材料	24.82	36.25	40.09	5.40	1.78	
马应龙药业集团股份有限公司	马应龙	子公司	30.14	医药	0.25	23.52	21.98	1.65	3.08	
国际精密切集团有限公司	国际精密	子公司	52.03	精密制造	3.82	15.73	8.09	0.77	1.30	

注：根据中国宝安 2018 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	216.23	271.09	298.50	300.12
货币资金 [亿元]	19.68	39.37	47.11	48.17
刚性债务[亿元]	95.97	118.48	113.37	116.40
所有者权益 [亿元]	81.35	99.46	104.51	103.03
营业收入[亿元]	64.12	70.24	117.16	22.40
净利润 [亿元]	4.19	3.23	6.65	1.86
EBITDA[亿元]	12.30	12.51	20.10	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.12	3.91	27.23	3.46
投资性现金净流入量[亿元]	-27.69	-1.00	-6.48	-4.13
资产负债率[%]	62.38	63.31	64.99	65.67
权益资本与刚性债务比率[%]	84.76	83.94	92.18	88.52
流动比率[%]	141.37	164.16	156.61	165.97
现金比率[%]	29.91	49.72	46.15	50.08
利息保障倍数[倍]	2.04	1.83	2.97	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	643.84	750.61	536.59	—
毛利率[%]	30.66	33.72	37.00	35.77
营业利润率[%]	7.04	5.09	9.15	11.43
总资产报酬率[%]	4.71	3.35	5.30	—
净资产收益率[%]	5.71	3.58	6.52	—
净资产收益率*[%]	5.24	2.81	4.16	—
营业收入现金率[%]	103.79	84.51	83.34	121.60
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.13	3.71	22.74	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.21	1.90	14.89	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.68	2.80	17.33	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.12	11.35	—

注：表中数据依据中国宝安经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 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：

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。