

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(2018)100401】

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		
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AAA/2018 年 6 月 27 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 21 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 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	4.78	1.20	2.68	1.97
刚性债务	56.63	74.24	82.01	81.66
所有者权益	36.43	34.36	32.10	31.17
经营性现金净流入量	-12.93	-11.54	6.95	1.17
合并口径数据及指标:				
总资产	181.14	216.23	271.09	274.73
总负债	115.60	134.88	171.64	174.58
刚性债务	81.78	95.97	118.48	116.80
所有者权益	65.54	81.35	99.46	100.15
营业收入	48.65	64.12	70.24	20.21
净利润	9.27	4.19	3.23	0.79
经营性现金净流入量	0.13	-0.12	3.91	1.01
EBITDA	16.97	12.30	12.51	-
资产负债率[%]	63.82	62.38	63.31	63.55
权益资本与刚性债务 比率[%]	80.13	84.76	83.94	85.74
流动比率[%]	152.08	141.37	164.16	163.62
现金比率[%]	56.82	29.91	49.72	38.43
利息保障倍数[倍]	3.47	2.04	1.83	-
净资产收益率[%]	15.43	5.71	3.58	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	0.17	-0.13	3.71	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-0.67	-22.21	1.90	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.99	2.68	2.80	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.14	0.12	-
担保人数据(合并口径):				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
所有者权益合计	34.56	63.96	65.59	67.60
风险准备金	2.82	3.28	3.74	3.74
担保比率[%]	10.11	12.23	5.61	6.16

注:根据中国宝安经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。担保人数据根据深圳高新投经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算

分析师

陈思阳 csy@shxsj.com
王婷亚 wty@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对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 2017 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股权质押、本部流动性、经营业绩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。**中国宝安子公司贝特瑞在全球锂电池石墨类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”系列治疗药品市场占有率为国内第一。
- **收入结构不断改善。**跟踪期内,中国宝安高新技术业务收入在营业收入中的占比不断提升,收入结构不断改善。
- **担保增信仍有效。**深圳高新投为 17 宝安 02 提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保,仍可对 17 宝安 02 起到有效的增信作用。

主要风险:

- **股权质押风险。**截至 2018 年 6 月 21 日,中国宝安第一大股东已累计质押了所持公司股份 2.54 亿股,占其持公司股份总数的 99.10%,占公司总股本的 11.80%,质押比例较高,证券市场波动可能会影响公司的股权结构稳定性。
- **本部流动性压力较大。**中国宝安本部货币资金

存量较少，且集中了较多债务，本部的流动性压力较大。

- 经营业绩下滑。跟踪期内，中国宝安期间费用进一步上升，严重侵蚀其盈利空间。同时公司股权投资收益规模有所下降，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，多重因素导致公司经营业绩出现下滑。另外，在目前证券市场走势弱化的背景下，公司还将面临较大的证券投资风险。
- 资金大量沉淀于存货中。中国宝安的存货大部分为在建和在售房地产项目等，变现能力不确定，导致公司资金大量沉淀于存货中，降低了资金使用效率。
- 财务管理存在不足。深圳证监局在对中国宝安“双随机”现场检查中发现，公司在摊销计提、坏账准备计提及金融资产核算等事项的会计处理存在问题，决定对公司采取责令改正的行政监管措施。上述事件反映出公司在财务管理中存在的问题，后续需关注公司整改情况。

评级关注

- 重大未决诉讼事项。中国宝安下属子公司于 2018 年 1 月收到儋州市人民政府无偿收回其 4.50 万平方米土地使用权决定文件，公司已向海南省第二中级人民法院提起诉讼，一审判决撤销儋州市政府无偿收回公司土地使用权的决定。但儋州市政府已向海南省高级人民法院提起上诉，目前仍在审理中。

➤ 未来展望

通过对中国宝安及其发行的上述公司债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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 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	未到付息日
17 宝安集 MTN001	16.00	3 年	6.20	2017/8/18	未到付息日

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

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

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

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

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

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

不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(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。

1、行业概况

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。2016 年以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。根据高工产研锂电研究所数据，2017 年全球锂电池需求量 160.9GWH，同比增加 24%，其中动力电池需求量 71GWH，同比增加 34%

锂电池行业向好带动其上游锂电池材料行业迅速发展。据高工锂电数据，2017 年我国锂电池正极材料、负极材料、电解液产量分别为 20.8 万吨、14.6 万吨和 11 万吨，分别同比增长 28.4%、23.7%和 23.6%；产值分别为 436 亿元、80 亿元和 49 亿元，分别同比增长 109.62%、增长 20.50%、下降 16.40%。

2015 年因行业低端产能扩张过快，低价竞争加剧，锂电池材料价格出现明显下滑，其中，正极材料钴酸锂价格由 2012 年初约 20 万元/吨持续跌至 2015 年末约 17 万元/吨。但 2016 年因正极材料和电解液原材料成本上涨、新能源汽车发展迅速导致对上游材料需求增加，正极材料和电解液价格均出现大幅回

升，其中 2016 年末正极材料钴酸锂价格已升至约 23 万元/吨，产品价格涨幅超过原材料价格涨幅，毛利率出现提升；而电解液价格涨幅低于电解液原材料六氟磷酸锂价格涨幅，2016 年以来电解液毛利率有所下滑。2017 年以来，钴酸锂价格进一步上涨，年末约 41 万元/吨；而随着六氟磷酸锂产能集中释放及新能源汽车增速趋缓，2017 年 3 月以来六氟磷酸锂价格持续大幅下跌，至年末跌幅近 60%，电解液价格也基本同步下跌。

新能源汽车行业销量保持高速增长。根据中汽协数据，2017 年我国新能源车整体产销分别达到 79.4 万辆和 77.7 万辆，同比分别增长 53.8% 和 53.3%。其中新能源乘用车产销分别达到 59.3 万辆和 57.8 万辆，同比分别增长 71.9% 和 72%。新能源车的高速增长主要由于补贴政策的支持，多地城市限购限行政策的驱动，以及 2018 年补贴退坡的预期所带来的部分强装效应。根据中汽协数据，2018 年 1 至 5 月，新能源汽车销量产销累计分别达到 32.8 万辆和 32.8 万辆，同比增速分别为 122.9% 和 141.6%。其中新能源乘用车的产销分别达到 28.2 万辆和 28.2 万辆，同比增速分别为 117.3% 和 133.4%。2018 年新能源汽车的高速增长的原因主要有两点，第一，2017 年补贴退坡政策引起的新能源汽车申报目录更新切换，拖累了 2017 年上半年销量，导致基数较低；第二，2018 年新能源汽车补贴新策将于 6 月 11 日正式执行，而之前补贴额度为 2017 年对应政策的 70%，一些老旧车型需要在 6 月 11 日之前完成抢装上牌，提升销量。长期看，“双积分”政策将接力补贴政策促进新能源车的平稳发展，而电池成本下降、性价比提升的插电混车型增多，也将促使新能源汽车产生更多的消费者认同的车型，有望更加市场化的参与到竞争中来，摆脱政策以来，凭借性价比优势实现较快发展。

2、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。

2011 年，新能源汽车被《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》列入七大战略性新兴产业，2012 年被国务院《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》确定为国际层面的新能源汽车发展战略。从 2009 年初的“十城千辆”计划推广至今，新能源汽车相关的专项政策不断推出。财政部、工信部、科技部、交通部等各部委自 2014 年以来陆续出台了国家层面的新能源汽车政策，从财政补贴、免税、充电设施建设、科研计划等领域对新能源汽车进行部署。

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。2017年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行业货款回收。

3、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”），主要从事锂电池石墨类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。另外，日本三菱化学等国际厂商也在国内设厂。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，市场占有率或将进一步提升。

图2. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转率	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	42.60	24.68	4.39	3.93	43.69	67.38	6.02	-1.47
厦门钨业	141.88	21.88	9.15	2.53	188.51	53.59	9.34	-9.30
当升科技	21.58	18.55	3.47	6.99	27.23	41.85	2.50	1.40
贝特瑞	29.67	28.65	3.54	3.66	58.88	48.77	3.51	-1.27
天赐材料	20.57	33.91	3.66	5.24	36.92	28.35	3.01	-0.79
新宙邦	18.16	35.51	3.19	4.52	36.99	33.57	2.87	1.77

资料来源：新世纪评级整理。

4、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。

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。

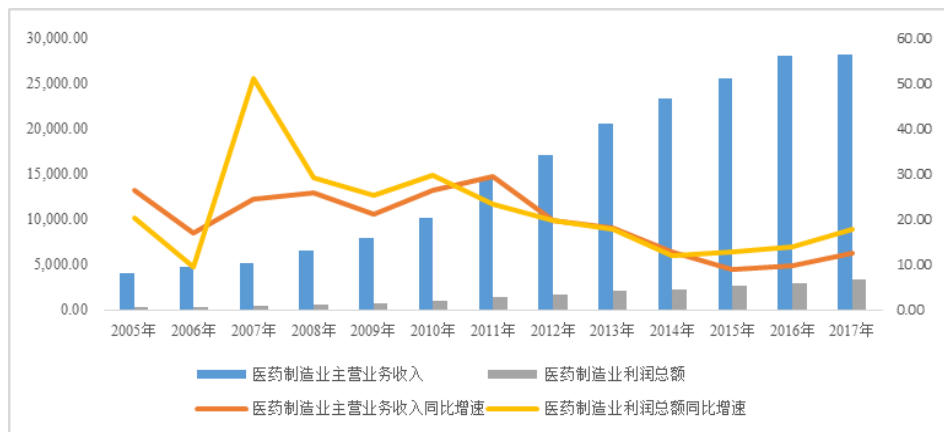
B. 医药行业

医药制造业属于典型的弱周期行业，近年来收入规模及利润总额持续增长。行业环境变化或使得医药制造企业面临短期阵痛，但研发实力强、产品结构合理、营销能力强的优质药企有望脱颖而出。优胜劣汰的行业竞争中，行业集中度有望持续提升，其中并购整合将成为主要手段之一。我国医药商业行业快速发展，近年来流通规模维持较快增长，但增速有所趋缓。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进会对医药流通行业发展产生一定影响。整体而言，我国医药行业具有良好的发展基础，后续具备一定成长空间；加之良好的政策环境和较强的主业现金回笼能力，行业风险相对较低。

1、行业概况

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，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，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来，我国医药制造业主营业务收入及利润总额持续增长，但增速有所波动，整体呈现放缓态势。2011~2017 年度，我国医药制造业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 28,185.50 亿元，年复合增长率为 11.69%；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,314.10 亿元，年复合增长率为 14.20%。其中，2017 年我国医药制造业实现主营业务收入²28,185.50 亿元，同比增长 12.50%；利润总额 3,314.10 亿元，同比增长 17.80%，较 2016 年的收入增速和利润增速均有所回升。

图表 3. 2005 年以来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

² 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致，和上年数据存在口径差异。

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 4. 2011 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

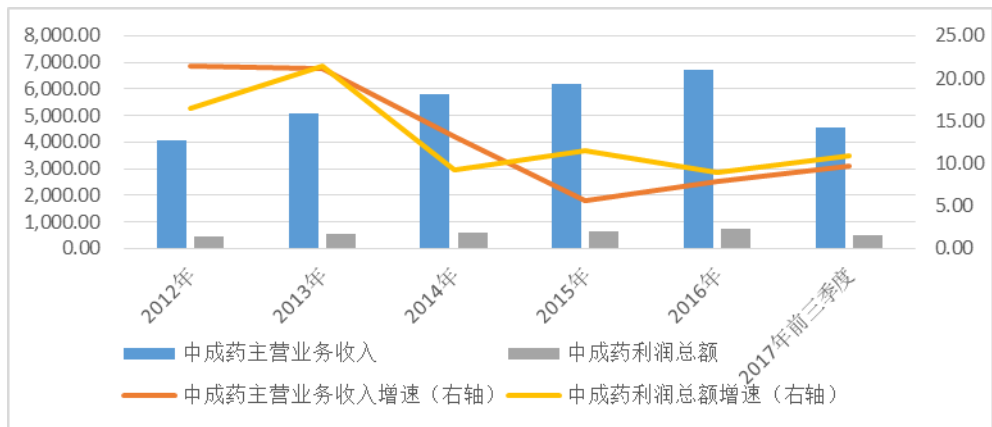
项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
我国人口数 (亿人)	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90
60 岁以上人口占比 (%)	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30
城镇基本医疗保险参保人数 (亿人)	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	—
城镇基本医疗保险支出 (亿元)	4,431.37	5,543.62	6,801.03	8,133.59	9,312.11	10,767.09	—
城镇居民人均可支配收入 (万元)	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	—

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，2017年1-6月，我国中成药制造行业实现主营业务收入3,339.72亿元，同比增长10.95%，增速较上年同期提高2.79个百分点。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%。

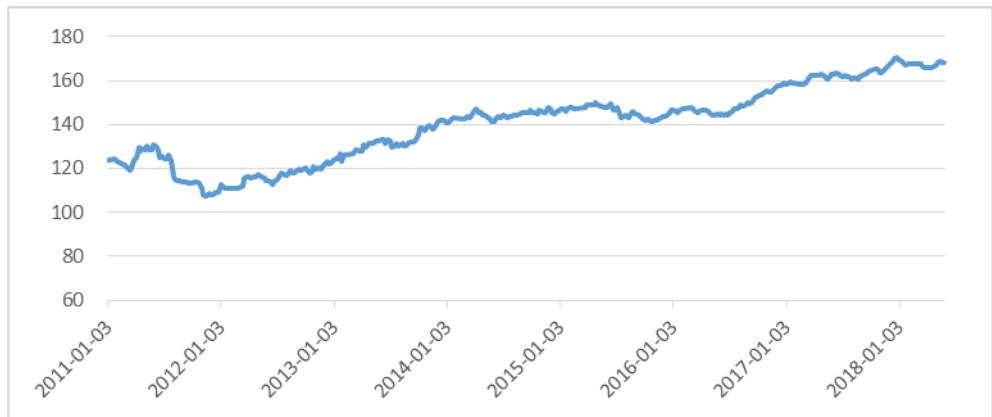
图表 5. 2012 年以来中成药行业销售收入及利润情况（单位：亿元、%）



数据来源：Wind、新世纪评级整理

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，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

2、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。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

3、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。

该公司医药板块的龙头企业为马应龙药业集团股份有限公司（简称“马应龙”），其在治痔药物领域国内市场占有率稳居第一，在国际上也具有一定的知名度，是细分市场的龙头企业，中短期内，其市场竞争力有望维持。

图表 8. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		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
以岭药业	40.81	68.05	78.87	9.83	5.37	1.15
同仁堂科技	50.25	50.26	88.76	27.22	9.70	6.80
片仔癀	37.14	43.26	56.48	21.65	7.80	6.77
贵州百灵	25.92	63.27	48.23	28.11	5.32	0.80
桂林三金	16.16	75.91	32.30	17.82	4.64	3.88
马应龙	17.50	50.06	27.54	17.34	3.09	3.56

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理。

4、风险关注

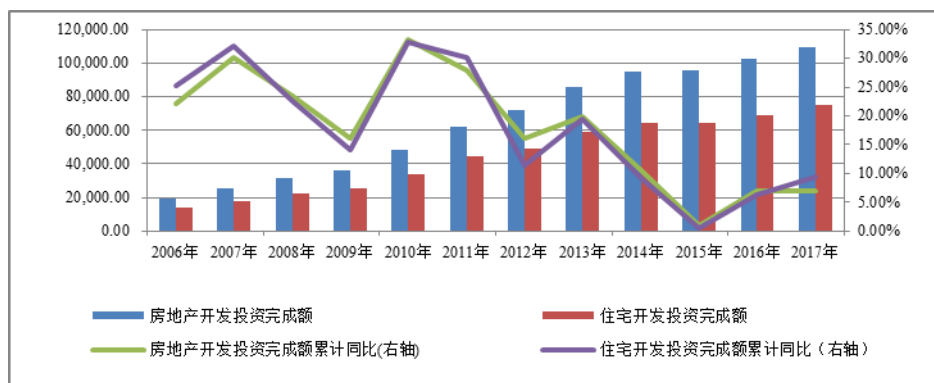
医药行业风险主要来自：(1) 医药制造行业受政府管制、药品招标等药政政策影响较大；(2) 中药制造企业数量日益增多，行业集中度低，竞争日益激烈；(3) 受宏观经济及炒作等影响，中药原材料价格水平持续上涨，成本控制压力加大。

C. 房地产行业

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。展望2018年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元升至10.26万亿元；住宅年完成投资额从0.88万亿元升至6.87万亿元。2017年度我国房地产行业完成投资额为10.98万亿元，较上年同期增长7.00%；住宅年完成投资额为7.51万亿元，较上年同期增长9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017年度我国人口城镇化率为58.52%，较上年提升了1.17个百分点，未来仍有较大的发展空间。

图9. 2006-2017年度房地产投资情况（单位：亿元）

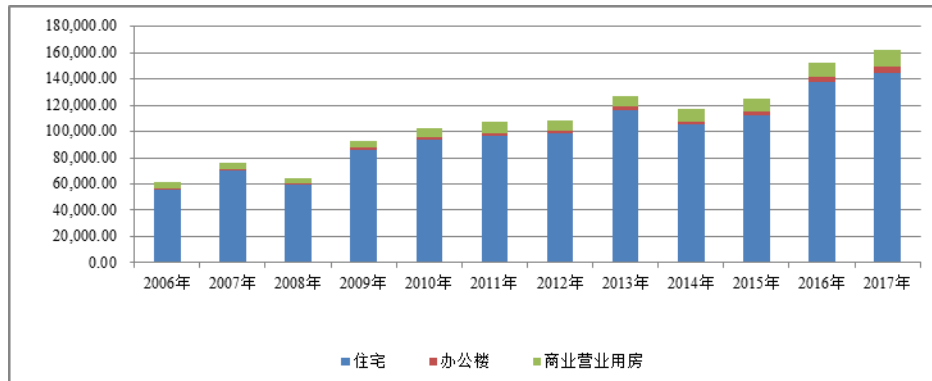


资料来源：Wind 资讯及国家统计局

2017年我国商品房新房销售面积为16.94亿平方米，累计同比增长7.70%，较上年同期涨幅收窄14.80个百分点；其中住宅销售面积为14.48亿平方米，累计同比增长5.30%，较上年同期收窄17.10个百分点。值得关注的是，2016年9月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据CREIS中指数据的资料显示，2017年度

楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 10. 2006-2017 年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 资讯

2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

该公司目前房地产业务在建项目主要位于深圳。深圳市土地供应不足问题

较为突出，2017年深圳市土地供应151.26万 m^2 ，同比下降41.3%；同年土地成交面积121.54万 m^2 ，其中12月成交面积达57.66万 m^2 ，占全年土地成交总面积的47.7%。受制于土地供应不足，2017年深圳市土地成交量与2016年基本持平，但成交面积同比大幅下降45.8%。价格方面，2017年深圳市土地成交总价810.40亿元，同比下降20.5%。而楼面价则呈上涨趋势，当年土地成交平均楼面价为1.28元/ m^2 ，同比增长6.2%。

2017年深圳市房地产开发投资延续较高增长趋势，累计完成商品房开发投资2,130.86亿元，同比增长21.3%，但在“深八条”颁布的影响下，2017年深圳市新房成交量显著下滑，房价增幅微弱。据统计，2017年深圳市商品房上市6.98万套，新上面积578.80万 m^2 ，同比下跌17.1%，其中商品住宅上市3.37万套，新上市面积326.59万 m^2 ，同比下跌30.8%。2017年深圳市商品房成交合计4.66万套，成交面积412.88万 m^2 ，同比下降24.3%，其中商品住宅成交量2.58万套，为2016年成交总量的63.8%，成交面积259.29万 m^2 ，同比下降38.0%，成交均价5.44万元/ m^2 ，同比略涨1.9%。

2018年5月，深圳市国土委公布《深圳市住房建设规划2018年度实施计划》，简称“住房建设计划”与《深圳市2018年度城市建设与土地利用实施计划》（简称“城市建设与土地利用计划”）。其中《住房建设计划》提出，2018年深圳将新增安排筹建人才住房、安居型商品房和公共租赁住房约11.38万套，占年度住房筹建总规模的69.5%；新增安排建设商品住房约5万套、建筑面积450万平方米。《城市建设与土地利用计划》提出，包括民生设施用地供应、居住用地供应、产业用地供应和建设用地清退等内容，并计划2018年供应建设用地1150公顷，重点保障民生设施项目用地需求和保障性住房建设力度，同时加大产业用地供应，推动产业转型升级。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。

2. 业务运营

该公司主业较为突出，且具有一定的规模优势，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，且高新技术业务在其营业收入中的比重不断上升，公司近年来收入结构不断改善。公司房地产业务目前仍有一定规模的存量库存，目前在建项目主要位于深圳，受深圳市房地产政策影响较大，公司将持续面临国家政策调整带来的去化风险。公司主业毛利水平较高，但期间费用规模较大，严重侵蚀了其主业盈利空间，目前公司盈利仍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，目前产业涉及高新技术、生物医药和房地产三大业务。高新技术业务方面，贝特瑞仍是公司高新技术板块的核心，跟踪期内，贝特瑞仍是国内乃至国际领先的锂电池石墨类负极材料供应商；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

在国内市场仍具有较高知名度，市场占有率超过 40%；房地产业务方面，跟踪期内公司主要对存量房源进行去库存工作，2017 年以来受深圳市房地产政策影响，房地产业务收入呈现波动。跟踪期内公司收入保持增长，且高新技术业务在其营业收入中的占比进一步上升，公司业务结构得到较大改善。2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现营业收入 70.71 亿元和 20.33 亿元，分别同比增长 9.63% 和 59.55%，其中 2018 年第一季度营业收入大幅增长，主要是房地产业务收入增长和本期新增国际精密集团有限公司（简称“国际精密”）³ 收入所致。毛利率方面，公司高新技术业务毛利率有所下滑，主要是新能源汽车政策对公司部分业务影响较大所致，但公司医药生物业务和房地产业务毛利率增幅明显，带动公司综合毛利率较上年有所提升，2017 年及 2018 年第一季度分别为 33.72% 和 39.26%，分别同比增加 3.06 个百分点和 6.07 个百分点。

图表 11. 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	业务的核心驱动因素
高新技术	全国/欧美	横向规模化/纵向一体化	技术/资本
生物医药	全国	横向规模化	技术/渠道
房地产	国内一二线城市	横向规模化	资本/成本/管理

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，2017 年及 2018 年第一季度分别实现业务收入 3.76 亿元和 0.84 亿元，占公司营业收入的比重不超过 5%，对公司经营状况影响较小。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度	2017 年第一季度
营业收入合计	48.95	64.49	70.71	20.33	12.74
其中：核心业务营业收入（亿元）	46.28	61.26	66.95	19.49	11.79
在营业收入中所占比重（%）	94.55	94.99	94.68	95.87	92.54
其中：（1）高新技术业务	20.84	29.24	42.19	9.41	6.18
在核心业务收入中所占比重（%）	45.04	47.73	63.02	48.28	52.42
（2）生物医药业务	18.68	22.03	18.89	5.52	4.14
在核心业务收入中所占比重（%）	40.37	35.96	28.22	28.32	35.11
（3）房地产业务	6.76	9.99	5.87	4.56	1.47
在核心业务收入中所占比重（%）	14.61	16.31	8.77	23.40	12.47
毛利率（%）	33.45	30.66	33.72	39.26	33.19
其中：高新技术业务（%）	32.95	31.75	28.88	28.44	28.64

³ 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 2017 年末，国际精密资产总额 19.37 亿元，净资产 14.10 亿元；2017 年 6-12 月实现营业收入 4.91 亿元，净利润 0.37 亿元。

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
生物医药业务 (%)	40.11	37.22	51.25	49.40	52.19
房地产业务 (%)	24.55	19.89	29.30	50.97	15.37

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仍为贝特瑞，主要产品为锂电池石墨类正负极材料，在该板块中收入占比超过 70%。同时，公司还控股有宁波拜特测控技术有限公司（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”）等高新技术企业。这些公司产品包括新型复合材料、无人机、电源类产品、电池测试类设备、新能源汽车充电桩等，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 年公司出资 9.87 亿港元持有国际精密 50.70% 的股权，其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，跟踪期内该公司高新技术业务营业收入规模和收入占比均有所提升，2017 年其高新技术业务实现营业收入 42.19 亿元，同比增长 44.29%，收入占比达 60.07%，同比增加 15.78 个百分点。2018 年第一季度，公司高新技术业务收入 9.43 亿元，同比增长 52.59%，呈现较好经营态势。

图表 13. 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）

产品名称	2015 年度		2016 年度		2017 年		2018 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
负极材料	11.39	8.56	13.02	9.31	15.10	10.29	3.31	2.13
正极材料	1.44	1.32	6.23	5.01	11.14	8.36	1.59	1.39
电机控制器系统	3.19	1.83	4.07	2.71	2.19	1.89	0.63	0.59
电源类产品	0.66	0.29	0.60	0.30	1.23	0.73	0.14	0.05
电池测试类设备	0.35	0.22	0.37	0.28	0.71	0.55	0.07	0.05
通话器类和模拟训练器类产品	1.04	0.51	1.35	0.69	0.66	0.13	0.02	0.01
充电连接器	-	-	1.57	0.84	1.75	0.99	0.44	0.27
精密结构件	-	-	-	-	4.91	3.22	1.82	1.22
合计	18.07	12.73	27.21	19.15	37.69	26.16	8.02	5.71

资料来源：中国宝安

贝特瑞是该公司高新技术业务的核心企业。公司通过股权收购取得贝特瑞的实际控制权，截至 2018 年 3 月末共持有贝特瑞 77.35% 的股权。现阶段贝特瑞仍主要经营锂离子电池正、负极材料的研发和生产，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。2017 年及 2018 年第一季度，贝特瑞分别实现营业收入 29.67 亿元和 6.14 亿元，分别同比增长 38.94% 和 18.73%；净利润分别为 3.51 亿元和 0.53 亿元，分别同比增长 34.14% 和 -3.90%，其中 2018 年第一季度净利润增速下降主要因经营规模扩大导致的

期间费用增长所致，同期贝特瑞期间费用为 0.95 亿元，同比增长 30.14%。

生产方面，贝特瑞的生产设备从国外进口，生产技术水平和自动化程度较高，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，其在鸡西设立的选矿厂年选矿能力为 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。

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。

图表 14. 贝特瑞近三年一期产销情况（吨）⁴

时间段	设计产能	实际产量	销售量	产销率（%）
2015 年	40,800	29,594	29,416	99.40
2016 年	47,500	32,702	31,016	94.84
2017 年	71,400	48,205	46,574	96.62
2018 年第一季度	71,400	11,109	10,090	90.83

资料来源： 中国宝安

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 2017 年末，研究院共有研发人员 164 人，占公司总人数的 6.57%，共获得授权专利 192 件，主导编制的《锂电池用纳米负极材料中磁性物质含量的测定方法》、《纳米磷酸铁锂中三价铁含量的测定方法》两项国家标准现已发布并实施；研发的多项产品获得过国家级、省、市重点新产品称号。

投资方面，2016 年 12 月 21 日，该公司公告称贝特瑞计划在常州市金坛华罗庚科技产业园新建锂电池高性能正负极材料项目，计划总投资 52 亿元，分为三期建设，第一期投资 13.5 亿元，建成后可形成年产正负极材料各 3 万吨的规模。截至 2018 年 6 月 11 日，贝特瑞 3 万吨锂离子动力电池正极材料产业化项目（第一期）已投入 3.55 亿元（包括置换预先投入募投项目的公司自筹资金），资金来自非公开发行股票募集资金⁵。目前该项目已进入试产阶段，其余产能预计将于 7 月份进入调试阶段。

2017 年 11 月，贝特瑞实施第一期股票期权激励计划第一次行权，对符合条件的激励对象定向发行股票 0.02 亿股，募集资金 0.25 亿元，用于补充流动资金，已于 2018 年 3 月完成发行。整体看，随着一系列权益融资，截至 2018 年 6 月 1 日贝特瑞股本增至 4.20 亿股，资本实力得到进一步增强。贝特瑞后

⁴ 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。

⁵ 2017 年 10 月，贝特瑞完成非公开发行股票 0.22 亿股，实际募集资金 7.50 亿元。除募投项目外用于补充流动资金项目 3.75 亿元，剩余资金及利息存放于专项账户中。

续产能建设资金需求较大，仍面临一定的投融资压力；但若项目能如期建成并投产，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等，2017年6月纳入合并后的收入为4.91亿元，净利润为0.37亿元。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⁶，截至2017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50.53%。跟踪期内，马应龙仍为公司医药生物业务收入主要子公司，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。2017年马应龙实现营业收入17.51亿元，同比减少16.75%，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，导致合并范围减少所致⁷，占公司营业收入总额的比重下降至29.60%；净利润3.09亿元，同比增长32.55%，主要是证券市场投资收益较多，当年为0.48亿元，同比增长0.49亿元。2018年第一季度马应龙实现营业收入4.96亿元，同比增长28.50%；净利润0.64亿元，同比减少25.58%，主要是证券市场波动，当期投资损失0.40亿元。

从具体收入构成来看，跟踪期内受合并范围变更影响，马应龙收入构成有所变化，其中治疮类产品收入占比升至第一位，2017年及2018年第一季度分别实现营业收入7.58亿元和2.30亿元，占比主营业务收入的比重超过40%，零售、批发业务收入分别为5.18亿元和1.67亿元，收入占比降至30%左右。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2017年末已累计签约27家，其中开业13家，医药诊疗业务收入得到增长。2017年实现业务收入1.72亿元，同比增长23.74%，但规模尚小。

⁶ 截至2017年末，深圳大佛药业股份有限公司资产总额1.05亿元，净资产0.70亿元；2017年实现营业收入0.91亿元，净利润0.05亿元。截至2017年末成都绿金高新技术股份有限公司资产总额0.60亿元，净资产0.24亿元；2017年实现营业收入0.48亿元，净利润26.52万元。

⁷ 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。

图表 15. 马应龙主要产品收入及构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2015 年度		2016 年度		2017 年		2018 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	5.82	32.46	6.38	30.28	7.58	41.74	2.30	44.06
其他产品	2.64	14.70	3.12	14.28	3.67	20.23	0.75	14.43
零售、批发	8.32	46.35	10.17	48.29	5.18	28.56	1.67	32.06
医院诊疗	1.16	6.49	1.39	6.61	1.72	9.47	0.49	9.45
内部抵消	-0.27	-	-0.28	-	-0.79	-	-0.26	-
合计	17.68	100.00	20.78	100.00	17.36	100.00	4.96	100.00

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⁸，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 16. 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	销售量	产销率（%）
2015 年	16,696.32	14,546.87	14,677.13	100.90
2016 年	17,881.53	16,184.69	15,857.54	97.98
2017 年	17,881.53	16,834.88	16,873.06	100.23
2018 年第一季度	17,881.53	4,480.89	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，由本部负责运营，其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。

该公司在售房地产项目主要集中在深圳、海南、天津、山东、武汉、新疆等省市，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。跟踪期内，公司仍着重进行存量房源去库存，其中中国宝安集团海南实业有限公司的宝安江南城一期和宝安滨海豪庭等多

⁸ 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。

个项目完成销售，武汉宝安房地产有限公司在售项目基本接近尾声，但受深圳市房地产政策影响，公司在售房地产项目销售进度和资金回收速度较慢，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。2017年及2018年第一季度，公司房地产业务分别实现营业收入5.87亿元和4.56亿元，分别同比增长-41.28%和210.20%，公司房地产业务收入呈现波动。

图表 17. 公司房地产业务概况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
销售金额(亿元)	6.44	9.40	5.53	4.54
销售面积(m ²)	64,639.43	115,093.69	63,135.54	48,551.52
在售面积(m ²)	253,195.37	149,549.08	285,679.76	233,479.46
已售未结转金额(亿元)	0.61	0.23	6.43	2.34
完工面积(m ²)	106,804.47	759,825.73	277,087.70	277,087.70

资料来源：中国宝安

截至2018年3月末，该公司在建及在售的房地产项目情况如下表所示。其中新建和拟建项目均位于深圳，分别为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⁹和深圳市丹晟恒丰投资有限公司负责的深圳龙华新区项目，其中前者仍处于前期拆迁谈判阶段，截至2018年3月末开发成本22.59亿元。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。但公司目前在售项目体量仍有一定规模，仍有一定的去化压力，且深圳在建项目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。

图表 18. 截至2018年3月末公司主要在建、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2018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	宝安公园家一期	海南省定安县	67,774.44	住宅	3.62	3.60	是	99.82%	4.38
	宝安公园家二期	海南省定安县	5,415.03	住宅、商业	0.38	0.38	是	28.84%	0.12
	万宁兴隆椰林湾	海南省万宁市	77,210.56	住宅、商业	5.1	3.10	是	70%	7.26
海南儋州宝安房地产开发有限公司	儋州宝安山水龙城一期A区	儋州市那大镇	24,314.81	住宅、商业	1.8	0.70	否	-	-
山东宝安房地产有限公司	江南城三期A标段	山东文登南海	32,295.00	住宅、商业	1.91	0.46	是	85%	1.38
	江南城三期B标段	山东文登南海	18,140.27	住宅	1.08	0.23	是	57%	0.39

⁹ 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。

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 2018 年 3 月末已投资	是否开始销售	销售进度	已回笼资金
	江南城三期 D 标段	山东文登南海	40,931.00	住宅	2.45	-	否	-	-
天津宝安房地产有限公司	江南城二期高层	天津西青区	85,783.97	高层	11.0	7.47	是	55%	4.12
	江南城一期别墅	天津西青区	18,968.34	别墅	4.0	3.69	是	53%	1.98
	江南城二期别墅	天津西青区	18,109.87	别墅	5.7	5.32	是	2.6%	0.19
武汉宝安房地产有限公司	山水琴台	武汉汉阳区	142,650.26	住宅	7.8	7.65	是	94.6%	11.51
	山水龙城三期	武汉盘龙城	57,962.83	别墅	3.0	2.72	是	99.5%	4.57
	山水龙城四期	武汉盘龙城	53,364.37	别墅	3.0	2.92	是	99.4%	4.71
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	38.7%	3.91
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	100,889.00	住宅、商业、办公	13.9	6.73	否	-	-
合计	-	-	928,240.16	-	75.84	51.19	-	-	44.52

资料来源：中国宝安

D. 投资业务

除三大业务板块外，该公司本部还涉及对外投资业务，由下属企业中国宝安集团资产管理有限公司¹⁰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。2017 年公司通过股权转让、新三板减持等方式实现投资收益 0.27 亿元。2018 年以来，公司主要的投资事项有：（1）根据公司 2018 年 3 月 27 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。如果交易成功，预计可产生 0.65 亿元左右的投资收益，同时公司将不再持有永力科技股权；（2）根据公司 4 月 26 日公告，公司拟将持有的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”）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，若交

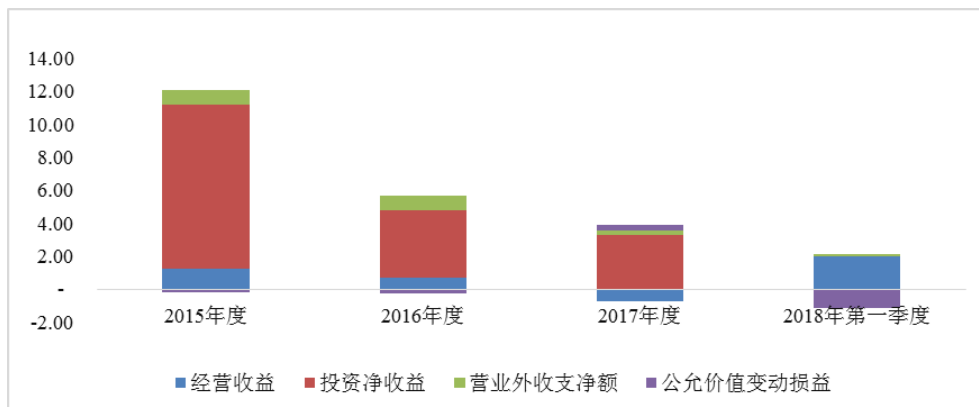
¹⁰ 截至 2017 年末，中国宝安集团资产管理有限公司资产总额 17,338 万元，负债总额 8,476 万元，所有者权益 8,862 万元；2017 年净利润为 3,290 万元。

易成功，预计可产生约 3.40 亿元的收益。上述股权转让事宜尚未完成，完成后将对公司 2018 年投资收益产生较大影响。

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 449876.7 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 61216.88 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 61216.88 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。近日，公司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 449876.7 平方米），且案件受理费由儋州市政府负担。儋州市政府已向海南省高级人民法院提起上诉，目前仍在审理中，需关注判决结果对公司资产及经营业绩的影响。

（2）盈利能力

图表 19. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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

2017 年该公司实现营业收入和营业毛利分别为 70.71 亿元和 23.68 亿元，

分别同比增长 9.54% 和 20.45%，毛利率为 33.72%，仍处于较高水平。但随着经营规模扩大，公司期间费用持续增长，2017 年为 21.35 亿元，同比增长 23.84%，期间费用率同比增加 3.51 个百分点至 30.40%；同年公司销售费用、财务费用和管理费用分别同比增长 24.17%、23.67% 和 23.64%，较大规模的期间费用对公司毛利形成了严重侵蚀。2018 年第一季度，因房地产业务收入增长及合并范围增加，公司营业收入大幅扩大，分别实现营业收入和营业毛利 20.33 亿元和 7.94 亿元，分别同比增长 59.54% 和 88.60%；期间费用同比增长 42.46% 至 5.10 亿元，得益于营业收入提升，当期期间费用率同比减少 3.02 个百分点。2017 年及 2018 年第一季度，公司经营收益分别为 -0.74 亿元和 2.01 亿元，占收益总额的比重分别为 -23.58% 和 213.78%，近年来公司经营收益一直较少，主要是公司期间费用规模较大，侵蚀了其主业盈利空间所致。

跟踪期内，投资收益仍是该公司盈利的主要构成。2017 年及 2018 年第一季度，公司投资收益分别为 3.31 亿元和 -0.08 亿元，分别同比减少 18.44% 和 140.39%，投资收益下降主要是当期公司处置股权较少所致。公司 2017 年投资收益主要包括来自联营企业中国风险投资有限公司等，当年按权益法核算长期股权投资确认收益 0.92 亿元；通过战略投资形成的处置长期股权投资确认收益 1.22 亿元；处置可供出售金融资产取得的投资收益 0.80 亿元。2018 年以来，公司已连续出售永力科技和威海三家公司股权，预计 2018 年投资收益规模较大。

该公司公允价值变动净收益主要来自证券市场投资收益，2017 年及 2018 年第一季度分别为 0.35 亿元和 -1.07 亿元，2018 年以来受到国内证券市场走势低迷的影响出现较大亏损，公司持续面临较大的证券投资风险。

该公司营业外收入包括政府补助和债务重组利得等，其中政府补助主要是高新技术业务的各项经费补助等，2017 年及 2018 年第一季度分别为 1.01 亿元和 0.23 亿元¹¹，同比增长 -8.46% 和 26.10%，亦可为公司利润形成有效补充。短期内，随着公司高新技术板块的发展，来自政府的补助收入预计仍可维持。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	48.95	64.50	70.71	20.33
毛利 (亿元)	16.27	19.66	23.68	7.94
期间费用率 (%)	26.78	26.89	30.40	25.23
其中：财务费用率 (%)	5.08	5.72	6.45	5.72
全年利息支出总额 (亿元)	4.25	4.59	4.47	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	1.35	0.65	0.09	-

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

整体来看，受到大规模期间费用的侵蚀，该公司主业获利能力较弱，仍盈

¹¹ 已包含其他收益中的政府补助。

利主要依赖投资收益和政府补助，其中投资收益的波动较大，导致未来公司盈利仍可能呈现波动。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	9.92	4.05	3.31	-0.08
其中：对联营企业和合营企业的投资收益（亿元）	0.82	1.16	0.92	-
处置长期股权投资损益（亿元）	0.08	1.91	1.22	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	0.45	1.24	0.80	-
营业外收入（亿元）	0.95	1.26	1.01	0.23
其中：政府补助（亿元）	0.68	1.01	0.93	0.20
债务重组利得（亿元）	0.00	0.04	0.00	0.03
公允价值变动损益（亿元）	-0.20	-0.25	0.35	-1.08
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）	-0.20	-0.25	0.35	-1.08

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

综上所述，2017 年及 2018 年第一季度该公司分别实现净利润 3.23 亿元和 0.79 亿元，分别同比减少 22.94% 和 10.18%，总体净利润规模有所下滑。但公司 2018 年预计将确认较大规模的投资收益，当年净利润规模有望回升。

(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，最大股东持股未超过 15%。跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化，截至 2018 年 3 月末，深圳市富安控股有限公司为公司第一大股东，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 2018 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 2.54 亿股，占其持公司股份总数的 99.10%，占公司总股本的 11.80%，质押比例较高，证券市场波动可能会影响公司的股权结构稳定性。

自然人陈政立先生自该公司成立以来一直担任该公司主要领导职务，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 年进入公司工作至今，历任业务主办、宝安宾馆经理、公司副总经理、公司董事兼总经理等，1995 年 6 月至今任公司董事局主席兼总裁。陈政立为民建成员，2000 年 12 月至 2005 年 12 月任民建广东省委副主委，2005 年 12 月任民建中央副主席。陈政立具有丰富的从业经验、管理经验和较广的人脉关系，能够为该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。跟踪期内，公司高管人员结构稳定，仅娄兵因退休辞去高级副总裁职务。

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，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。上述事项表明公司在财务管理等方面存在的问题，后续需关注公司整改情况。

图表 22. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/6/6	未提供	正常	正常	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/6/14	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 ¹²	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 ¹³	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，随运营资金需求增加，该公司负债总额持续增长，刚性债务占比仍较高，且以短期内刚性债务为主，资产流动性偏弱，但公司货币资金存量较为充足，经营性现金净流量表现尚可，可为即期债务偿付提供保障。

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 2017 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 2018 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。

根据该公司 2017 年 4 月 27 日《中国宝安集团股份有限公司关于前期会计差错更正及追溯调整的公告》，公司全资子公司中国宝安集团控股有限公司、中国宝安集团金融投资有限公司因对修改后《营业税暂行条例》、《营业税暂行条例实施细则》相关条款规定理解不够准确，导致 2015 年度转让东旭蓝天股份所获股权转让收益以及股票所获收益未按税法规定计提、申报营业税及相关附税，造成公司 2015 年度投资收益科目数据及由此引起的其他会计科目数据存在会计差错。公司对此进行了追溯调整，本评级报告中 2015 年末财务数据采用公司经追溯调整后的 2016 年年初数。

2017 年该公司因新设成立、股权收购及增资，新纳入合并范围的子公司共 46 家；其中新设公司 9 家、股权收购及增资纳入合并的公司 37 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 10 家。截至 2017 年末公司合并范围共 186 家子公司。

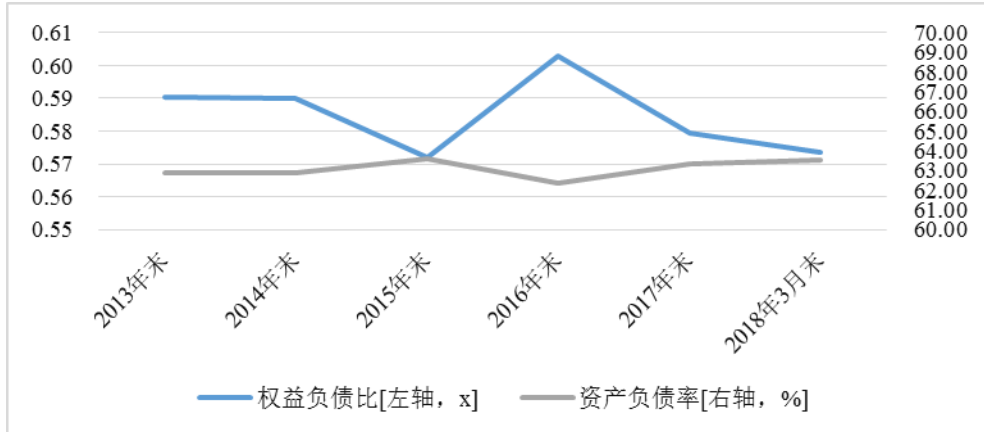
¹² 详见本评级报告第 21-22 页关于该公司子公司涉诉事项描述。

¹³ 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。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据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增加，债务规模快速增长，但因子公司非公开发行募集资金到位、合并范围增加等因素使得公司资产总额也快速扩大，共同作用下公司负债经营程度增幅不明显，2017年末及2018年3月末，公司资产负债率分别为63.31%和63.55%，目前财务杠杆仍处于较合理范围，近年来负债经营程度较为稳定。

从权益资本来看，2017年末该公司所有者权益为99.46亿元，较上年末增长22.26%，其中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别为21.49亿元、7.86亿元、18.05亿元和49.46亿元，分别较上年末增长0.00%、140.53%、5.26%和35.07%，其中资本公积大幅增长主要是其他资本公积本期增加所致¹⁴。2018年3月末，公司所有者权益为100.14亿元。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 24. 公司近年分红情况

核心债务	2015年	2016年	2017年
现金分红数(亿元)	1.11	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)	7.50	2.33	1.33
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(%)	14.85	18.42	32.27

资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

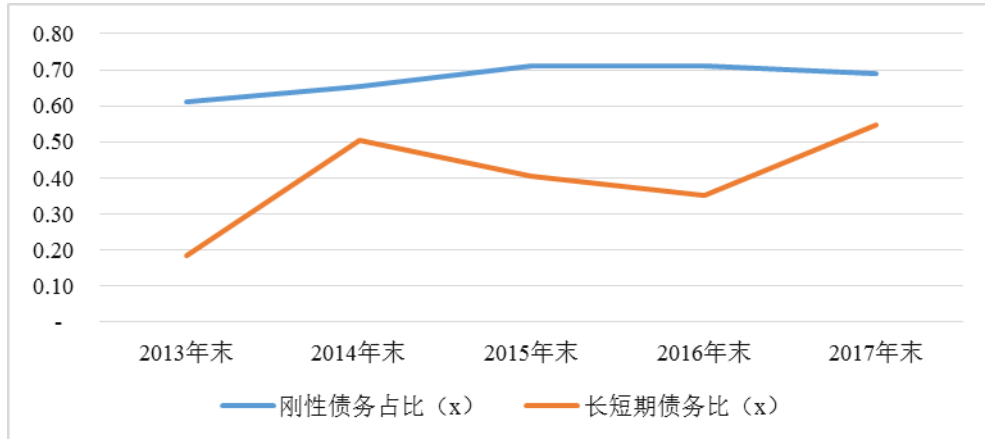
该公司房地产和高新技术业务资金缺口较大，随着在建项目的推进，预

¹⁴ 系根据持股比例享有该公司联营企业以及子公司其他因素导致的其资本公积变动份额0.47亿元，以及因收购子公司少数股权、子公司增资事项而导致的所有者权益份额发生变化，根据相应的持股比例计算增加归属于公司资本公积4.12亿元所致。

计公司仍将面临较大的投融资压力，未来财务杠杆可能继续上升。

(2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	52.44	60.66	81.78	95.97	118.45	116.81
应付账款 (亿元)	10.48	12.71	13.45	13.12	15.89	35.72
预收账款 (亿元)	4.98	4.14	3.51	3.23	11.31	12.92
其他应付款 (亿元)	10.93	10.86	9.73	4.98	6.92	8.08
长期应付款 (亿元)	0.13	0.13	0.14	9.99	9.27	9.28
刚性债务占比 (%)	61.27	65.50	70.98	71.15	69.03	66.90
应付账款占比 (%)	12.24	13.72	11.67	9.73	9.26	20.46
预收账款占比 (%)	5.82	4.47	3.05	2.40	6.59	7.40
其他应付款占比 (%)	12.77	11.72	8.44	3.70	4.03	4.63
长期应付款占比 (%)	0.15	0.14	0.12	7.41	5.40	5.32

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，跟踪期内该公司通过发行中期票据和公司债使得债务期限结构有所改善，2017 年末及 2018 年 3 月末长短期债务比分别为 54.69% 和 54.01%。

从债务结构来看，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，2017 年末分别为 118.45 亿元、15.89 亿元、11.31 亿元、6.92 亿元和 9.27 亿元，其中刚性债务占比仍较高，接近 70%。公司应付账款较上年末增长 4.11%，系供应商给予公司的商业信用，支付周期一般为 3-6 个月；预收账款较上年末大幅增加 8.08 亿元，主要是预售房款增长较上年末大幅增加 7.33 亿元所致；其他应付款较上年末增长 38.81%，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增加所致；长期应付款主要是应付股权收购款（9.00 亿元）和少量应付融资租赁款（0.17 亿元）¹⁵等，较上年末减少 7.15%，主要是支付了股权收购款所致。

¹⁵ 已计入其他中长期刚性债务。

2018年3月末，公司刚性债务小幅下降至116.81亿元，主要是偿还了部分到期债务所致。

(3) 刚性债务

图表 26. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	40.93	31.67	51.46	75.00	72.86	72.56
其中: 短期借款	35.55	21.24	45.95	45.45	56.96	57.96
一年内到期长期借款	4.06	7.94	2.17	7.21	10.03	9.09
应付票据	1.29	1.56	2.35	2.99	4.76	4.50
其他短期刚性债务	0.03	0.94	0.98	19.35	1.11	1.01
中长期刚性债务合计	11.52	28.99	30.33	20.97	45.62	44.24
其中: 长期借款	11.52	11.11	12.40	10.90	9.75	8.35
应付债券	-	17.87	17.92	9.91	35.70	35.72
其他中长期刚性债务	-	-	-	0.16	0.17	0.17
综合融资成本 (年化, %)	6.67	6.82	5.71	5.18	5.23	5.30

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。

从刚性债务构成看, 跟踪期内该公司刚性债务期限结构虽有所改善, 但短期刚性债务占比仍较高, 占刚性债务比重约 60%, 2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 72.86 亿元和 72.56 亿元, 公司仍面临较大的即期偿债压力。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, 2017 年末分别为 76.74 亿元、4.76 亿元、35.70 亿元和 1.28 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 56.96 亿元、10.03 亿元和 9.75 亿元, 以短期借款为主, 借款方式主要是抵、质押借款和担保借款, 比重约为 12%、31%和 53%, 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, 同比增长 59.03%, 主要是经营规模扩大及结算方式变化所致; 因公司 2017 年先后发行一期 16 亿元中期票据 (17 宝安 MTN001) 和一期 10 亿元公司债券 (17 宝安 02), 导致应付债券较上年末大幅增长 25.79 亿元; 其他刚性债务主要是应付利息和融资租赁款, 规模不大。2018 年 3 月末, 公司刚性债务结构无重大变化。

近三年, 该公司融资成本区间为 5.18%-5.71%。从债务期限结构和融资成本来看, 公司刚性债务以 1~2 年 (不含 2 年) 为主, 债务期限结构偏短, 融资成本主要分布在 4%~6% (不含 6%), 较为适中。但 2019 年面临较大的债务集中偿付压力

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

综合融资成本或利率区间	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	596	9,195	-	19,880	375
3%~4%（不含 4%）	193	12,307	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	-	325,250	58,500	4,500	5,000
5%~6%（不含 6%）	8,350	253,050	16,320	6,320	490
6%~7%（不含 7%）	2,000	320	-	166,400	229,642
7%及以上	-	300	-	-	-
合计	11,139	600,422	74,820	197,100	235,507

资料来源：中国宝安。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	845.53	802.64	762.53	643.84	750.61
营业收入现金率（%）	106.50	101.09	105.56	103.79	84.51
业务现金收支净额（亿元）	4.92	6.57	7.55	9.29	9.91
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.11	-1.82	-7.42	-9.41	-6.01
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.80	4.75	0.13	-0.12	3.91
EBITDA（亿元）	8.93	9.94	16.97	12.30	12.51
EBITDA/刚性债务（倍）	0.17	0.18	0.24	0.14	0.12
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.15	2.58	3.99	2.68	2.80

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。

2017 年该公司营业周期有所拉长，主要是应收账款和存货规模快速增长所致；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，2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 10.81%，导致当年营业收入现金率降至 84.51%；同年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.91 亿元，同比增加 4.03 亿元。2018 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.01 亿元，同比增长 60.58%。总体上看，公司近年来经营性现金流受到往来款、结算周期等因素的影响，呈现较大波动，对偿债保障的稳定性不足。

2017 年，该公司 EBITDA 为 12.51 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，规模同比变化不大。由于公司债务规模的扩大，公司 EBITDA 对短期刚性债务的覆盖程度均有所下降，2017 年为 0.12 倍；同年 EBITDA/利息支出为 2.80 倍，对利息支付的保障程度水平一般。

(2) 投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.73	-0.88	6.71	-19.50	0.18
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	-6.34	-6.38	-8.45	-9.28	-8.95
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.36	0.42	0.79	1.09	7.77
投资环节产生的现金流量净额	-0.62	-3.42	-0.83	-27.69	-1.00

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。2017 年及 2018 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 亿元和-3.16 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 30. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-0.57	5.53	2.02	1.34	1.61
其中：现金利息支出	4.16	3.85	4.25	4.59	4.47
筹资环节产生的现金流量净额	-3.81	3.08	17.71	9.38	16.49

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，跟踪期内，公司仍主要以银行借款和发行债券方式获取资金。2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分为 9.38 亿元和 16.49 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大额净流入状态。

4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	94.11	101.47	125.34	141.00	182.15	185.48
	69.14	68.91	69.19	65.21	67.19	67.51
其中：货币资金（亿元）	16.10	19.89	38.43	19.68	39.37	33.55
交易性金融资产（亿元）	2.75	2.52	3.24	4.48	10.20	9.73
应收票据（亿元）	3.61	4.79	5.48	6.28	6.33	6.99

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
应收款项 (亿元)	7.97	7.73	9.97	14.29	20.65	22.63
存货 (亿元)	56.69	61.39	62.12	77.89	90.43	92.10
其他流动资产 (亿元)	0.19	0.90	2.21	7.93	4.47	5.61
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	42.01	45.78	55.80	75.23	88.95	89.25
	30.86	31.09	30.81	34.79	32.81	32.49
其中: 固定资产 (亿元)	15.80	16.55	22.52	29.88	37.15	36.46
在建工程 (亿元)	5.92	7.56	7.09	5.02	5.65	7.57
可供出售金融资产 (亿元)	0.17	1.39	3.22	8.12	5.37	3.91
无形资产 (亿元)	4.72	5.33	5.43	9.48	10.70	10.54
长期股权投资 (亿元)	9.78	9.07	6.82	11.97	11.44	11.42
商誉 (亿元)	1.33	2.56	2.85	4.14	5.95	5.95
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	18.36	22.72	17.90	11.12	11.66	11.04
期末抵押融资余额 (亿元)	23.04	21.09	30.38	25.79	33.09	16.15
受限资产账面余额/总资产 (%)	13.49	15.43	9.88	5.14	4.30	4.01

资料来源: 根据中国宝安所提供数据整理。

受贝特瑞非公开发行股票募集资金到位、合并范围增加等因素影响, 该公司资产总额快速增长, 2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 271.09 亿元和 274.73 亿元, 其中流动资产分别为 182.15 亿元和 185.48 亿元, 占比较高。

从资产构成来看, 2017 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 39.37 亿元、10.20 亿元、6.33 亿元、20.65 亿元、90.43 亿元和 4.47 亿元。其中货币资金较上年末大幅增长 100.07%, 主要是贝特瑞非公开发行股票募集资金到位所致, 公司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 3.47 亿元, 总体上看, 公司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, 较上年末增长 127.84%; 公司应收票据主要是银行承兑汇票 (5.59 亿元) 和少部分商业承兑汇票 (0.74 亿元), 较上年末变化不大; 应收账款较上年末增长 44.46%, 主要是受经营规模扩大及合并范围增加影响所致, 其中账龄在一年内的应收账款占比达 90.99%, 公司按账面原值计提坏账准备 0.19 亿元; 存货较上年末增长 16.10%, 主要由房地产开发成本和开发产品等构成, 分别为 53.40 亿元和 18.75 亿元, 其中房地产开发成本较上年末大幅增长 14.35%, 导致存货规模有所扩大, 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 0.47 亿元; 其他流动资产主要是一年内金融理财产品投资 (2.64 亿元), 较上年末减少 43.65%, 系理财产品到期收回所致。2018 年 3 月末, 公司货币资金较年初减少 14.78% 至 33.55 亿元, 系子公司马应龙购买理财产品支出所致, 其余科目未发生重大变化。

2017 年末，该公司非流动资产为 88.94 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉构成，分别为 5.37 亿元、11.44 亿元、37.15 亿元、10.70 亿元和 5.95 亿元。其中可供出售金融资产较上年末减少 33.83%，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 2017 年末其变动较上年末变化不大，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 24.31%，主要是房屋建筑物增加所致；无形资产主要是土地使用权、专利等，较上年末增长 12.84%，系合并范围扩大所致；商誉较上年末增长 43.80%，系公司并购企业形成，若被并购企业经营业绩不佳，或对公司商誉造成减值风险。2018 年 3 月末，公司非流动资产为 89.25 亿元，与年初相比变化不大，资产构成亦未发生重大变化。

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，2017 年末受限资产为 11.66 亿元，主要用于开具银行承兑汇票及贷款抵质押¹⁶。

图表 32. 2017 年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	期限	抵质押权人	受限原因
货币资金	21,419.71	1 年以内	中国银行、农业银行	承兑汇票及信用证保证金
交易性金融资产	12,786.91	1 年以内	招商证券	融资融券质押
应收票据	6,825.86	1 年以内	建设银行、农业银行	开具承兑汇票及贴现质押
应收账款	3,000.00	1 年以内	浦发银行	贷款质押
存货	29,013.77	1 年以内	招商银行	贷款抵押
发放贷款及垫款	5,570.00	1 年以内	广东华兴银行	贷款抵押
长期股权投资	1,717.21	1 年以内、1-2 年	中国银行	贷款质押
固定资产	30,671.30	1 年以内、1-2 年	交通银行、华夏银行	贷款抵押
无形资产	5,610.57	1 年以内、1-2 年	成都银行、中国进出口银行	贷款抵押
合计	116,615.34	-	-	-

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 33. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率	130.17	164.98	152.78	141.37	164.16	163.62
速动比率	49.88	63.67	75.97	61.46	79.27	77.36
现金比率	31.03	44.16	57.08	29.91	49.72	38.43

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

跟踪期内，该公司货币资金及存货等流动资产规模快速增长，流动负债增速较慢，使得公司资产流动性有所提升，2017 年末公司流动比率、速动比

¹⁶ 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。

率和现金比率分别为 164.16%、79.27%和 49.72%。但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

截至本评级报告日，该公司重大诉讼项目主要为下属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与儋州市政府之间的诉讼，目前正在进行二审，若公司最终败诉，则公司将计提大额资产减值损失，对公司盈利造成较大的负面影响，需持续关注相关诉讼的后续进展。

截至 2017 年末，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 2017 年末，公司本部资产总额为 123.69 亿元，占合并口径资产总额的 45.63%，其中货币资金 2.68 亿元，占合并口径货币资金的 6.80%；本部负债总额 91.59 亿元，占合并口径的 53.36%，其中刚性债务 82.01 亿元，占合并口径的 69.22%；年末资产负债率为 74.05%，负债经营程度较高。2017 年公司本部实现营业收入 0.03 亿元，收入占合并口径收入比重很小，盈利主要依赖投资收益，当年为 0.48 亿元，净利润-1.82 亿元；经营性现金流量净额为 6.95 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一定控制力度，在必要时可以调动非上市子公司资源满足偿债需求。

截至 2018 年 1 月 25 日，该公司本部已累计质押持有的马应龙 0.97 亿股股票，占其所持股票数量的 76.88%，占马应龙总股本的 22.50%，剩余未质押马应龙的股票数量为 0.29 亿股，2018 年 6 月 26 日马应龙收盘价格为 17.18 元，公司未质押马应龙股票的市值约 5.01 亿元。公司本部持有的其他上市子公司暂无股权质押。截至 2018 年 3 月末，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 0.53 亿股和 0.79 亿股股票，2018 年 6 月 21 日大地和收盘价格为 4.58 元，公司本部持有大地和的股票市值 2.41 亿元；2018 年 6 月 26 日贝特瑞收盘价格 11.47 元，公司本部持有贝特瑞股票市值 9.07 亿元。

2018 年 3 月末，该公司本部资产总额 122.88 亿元，其中货币资金 1.97 亿元，占合并口径的 5.97%¹⁷，负债总额 91.71 亿元，其中刚性债务 81.66%；资产负债率为 74.63%；2018 年第一季度实现营业收入 2.29 万元，净利润-0.93 亿元；经营性现金流量净额 1.17 亿元。

¹⁷ 截至 2018 年 3 月末，该公司合并口径货币资金为 33.55 亿元，其中马应龙和贝特瑞合计存量 15.16 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。

外部支持因素

该公司与多家银行建立了长期合作关系，跟踪期内，公司继续获得较多银行授信额度。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径共获得的银行综合授信额度为 153.24 亿元，公司已使用 75.40 亿元，尚余 77.84 亿元，仍有一定的后续融资空间。

图表 34. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	未使用授 信	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	153.24	153.24	77.84	1.12%-7.20%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	6.54	6.54	1.65	4.35%-5.39%	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	43.32	43.32	20.42	4.35%-6.19%	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	28.27	28.27	26.23	-	-

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理（截至 2018 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

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 2017 年末，深圳高新投经审计的合并口径资产总额为 134.69 亿元，净资产为 111.96 亿元；2017 年度深圳高新投实现营业收入 15.05 亿元，实现净利润 8.35 亿元。截至 2018 年 3 月末，深圳高新投未经审计的合并口径资产总额为 134.42 亿元，净资产为 114.16 亿元，资产负债率为 15.07%，累计对外担保 889.03 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，后续整改情况尚待时间检验。

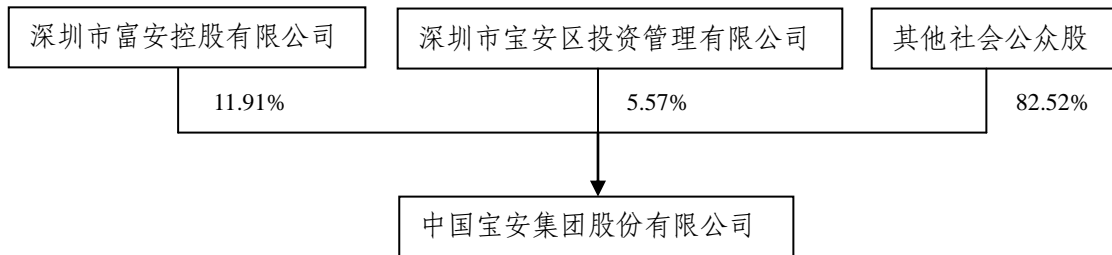
该公司主业较为突出，且具有一定的规模优势，高新技术业务和生物医药业务的主要产品在细分市场有较强的竞争优势和较突出的市场地位，且高

新技术业务在其营业收入中的比重不断上升，公司业务结构得到改善，同时医药业务保持稳定发展，未来仍具有一定的发展空间。公司房地产业务目前仍有一定规模的存量库存，受各地房地产政策影响业务收入呈现波动，公司将持续面临国家政策调整带来的去化风险。公司主业毛利水平较高，但大规模的期间费用侵蚀了公司的利润空间，目前其盈利仍主要依靠投资收益和政府补助，需关注其盈利稳定性。

跟踪期内，随运营资金需求增加，该公司负债总额持续增长，刚性债务占比仍较高，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年上半年公司计划出售多家子公司股权，若顺利完成，可为公司增加较多投资收益，短期内，公司偿债能力仍很强。此外，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。

附录一：

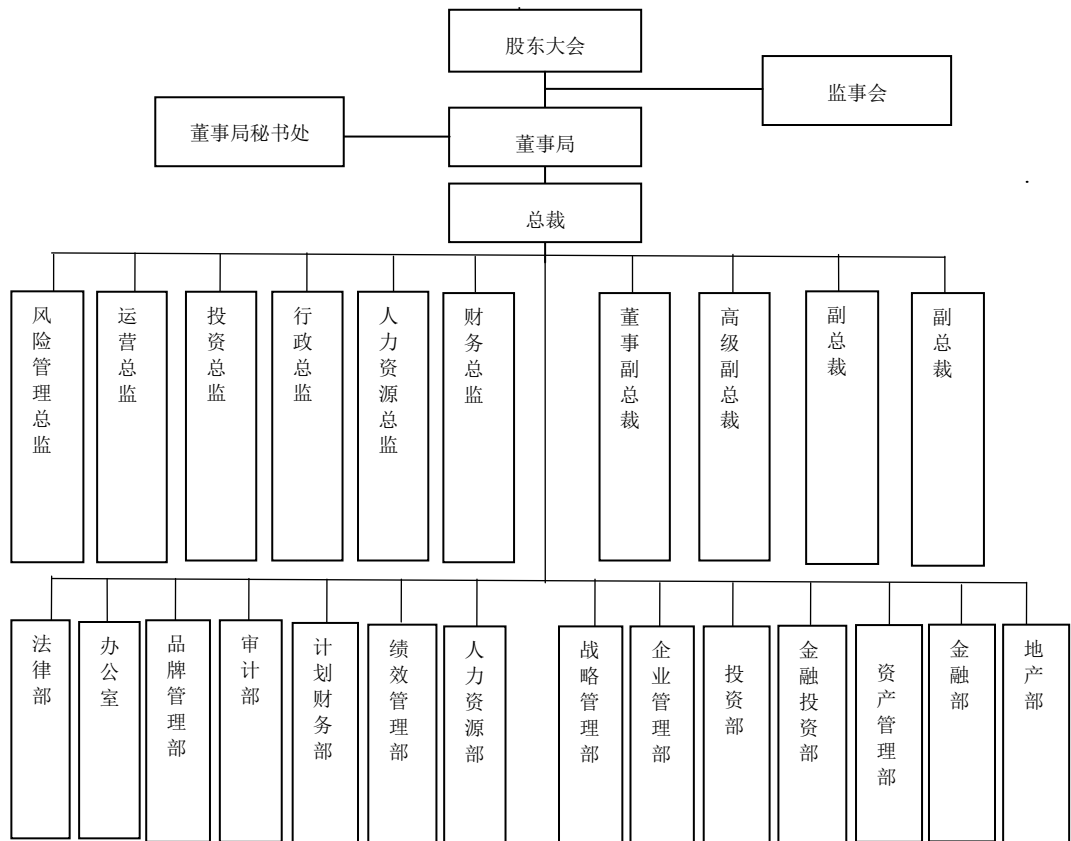
公司与实际控制人关系图



注：根据中国宝安提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 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	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	
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	82.01	32.10	0.03	-1.82	6.95	
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	17.87	28.57	29.67	3.36	-1.72	
马应龙药业集团股份有限公司	马应龙	子公司	30.14	医药	0.26	21.92	17.51	3.20	3.66	
国际精密集团有限公司	国际精密	子公司	52.03	精密制造	4.21	14.09	4.91	3.72	1.35	

注：根据中国宝安 2017 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]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	181.14	216.23	271.09	274.73
货币资金 [亿元]	38.43	19.68	39.37	33.55
刚性债务[亿元]	81.78	95.97	118.48	116.80
所有者权益 [亿元]	65.54	81.35	99.46	100.15
营业收入[亿元]	48.65	64.12	70.24	20.21
净利润 [亿元]	9.27	4.19	3.23	0.79
EBITDA[亿元]	16.97	12.30	12.51	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.13	-0.12	3.91	1.01
投资性现金净流入量[亿元]	-0.83	-27.69	-1.00	-3.16
资产负债率[%]	63.82	62.38	63.31	63.55
权益资本与刚性债务比率[%]	80.13	84.76	83.94	85.74
流动比率[%]	152.08	141.37	164.16	163.62
现金比率[%]	56.82	29.91	49.72	38.43
利息保障倍数[倍]	3.47	2.04	1.83	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	726.53	643.84	750.61	—
毛利率[%]	33.45	30.66	33.72	39.26
营业利润率[%]	22.61	7.04	5.09	4.91
总资产报酬率[%]	8.99	4.71	3.35	—
净资产收益率[%]	15.43	5.71	3.58	—
净资产收益率*[%]	19.47	5.24	2.81	—
营业收入现金率[%]	105.56	103.79	84.51	89.20
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.17	-0.13	3.71	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.67	-22.21	1.90	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.99	2.68	2.80	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.14	0.12	—

注：表中数据依据中国宝安经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 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。