

中国宝安集团股份有限公司

及其发行的公开发行债券

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(2022)100129】

评级对象: 中国宝安集团股份有限公司及其发行的公开发行债券

	17 宝安 02	20 宝安集 MTN001	21 宝安 01
	主体/展期/债项/评级时间	主体/展期/债项/评级时间	主体/展期/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AAA/2022 年 5 月 26 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 5 月 26 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 5 月 26 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AAA/2021 年 5 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 5 月 24 日	—
首次评级:	AA+/稳定/AAA/2017 年 8 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 7 月 8 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 7 月 12 日

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	3.03	5.90	8.02	5.83
刚性债务	90.87	85.49	79.09	82.17
所有者权益	32.30	34.86	36.04	35.38
经营性现金净流入量	-8.48	13.96	1.71	-4.00
合并口径数据及指标:				
总资产	302.10	318.57	370.73	408.93
总负债	195.02	186.11	214.14	246.79
刚性债务	120.22	113.67	125.29	147.02
所有者权益	107.08	132.45	156.59	162.14
营业收入	119.49	105.94	175.53	56.83
净利润	7.12	10.68	17.59	4.51
经营性现金净流入量	13.38	6.55	-2.79	-4.74
EBITDA	22.61	25.38	33.83	—
资产负债率[%]	64.56	58.42	57.76	60.35
权益资本与刚性债务 比率[%]	89.06	116.52	124.98	110.28
流动比率[%]	160.02	183.20	154.79	146.80
现金比率[%]	51.63	71.61	52.51	45.43
利息保障倍数[倍]	2.53	2.98	4.41	—
净资产收益率[%]	6.73	8.92	12.17	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	10.63	5.49	-2.07	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	4.43	4.62	-1.75	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.34	3.83	5.61	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.22	0.28	—
担保人数据(合并口径):				
股东权益	215.58	221.06	230.56	—
风险准备金	6.07	7.01	11.36	—
资本充足率	11.29	—	—	—

注:根据中国宝安经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 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 2019-2021 年未经审计的财务数据整理、计算。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com
黄梦姣 hmj@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对中国宝安集团股份有限公司(简称中国宝安、发行人、该公司或公司)及其发行的公开发行债券的跟踪评级反映了 2021 年以来中国宝安在主业发展空间、细分市场竞争力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、即期偿债及投融资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。
- **主要产品细分市场竞争力较强。**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;马应龙在肛肠治疗领域地位较为突出,市场竞争力较强。跟踪期内,主要受益于贝特瑞业绩的增长,公司营业收入和净利润同比实现较大提升。
- **融资渠道较为畅通。**中国宝安及核心子公司马应龙为主板上市公司,核心子公司贝特瑞为北交所上市公司,总体融资渠道较为畅通。
- **担保增信。**中国宝安“17 宝安 02”由深圳高新投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,可有效增强本期债券的本息偿付安全性。

主要风险:

- **本部流动性压力较大,面临一定的即期偿债压力。**中国宝安本部货币资金存量较少,且集中了合并范围内的较多债务,流动性压力较大,面临一定的即期偿债压力。
- **非经常损益对盈利的贡献仍较大。**中国宝安盈

利对非经常损益的依赖度持续较高，且公司非经常损益主要来自股票投资和处置子公司股权，近年来波动较大，需持续关注其非经常损益的可持续性。

- **资金大量沉淀于房地产业务。**中国宝安的存货大部分为在建和在售房地产项目等，其中深圳城市更新项目投资规模大，开发周期长，短期变现能力偏弱，降低了资金使用效率。
- **贝特瑞投融资压力较大。**中国宝安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。

评级关注

- 韶关高创 2021 年 3 月 2 日通过集中竞价方式增持中国宝安股份至 10%，成为公司第一大股东，同时计划未来 12 个月内继续增持；截至 2022 年 3 月末，韶关高创增持公司股份至 15.04%。新世纪评级将持续关注上述事项对公司治理、后续经营及发展、财务等方面产生的影响。

➤ 未来展望

通过对中国宝安及其发行的公开发行债券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 20 宝安集 MTN001、21 宝安 01 还本付息安全性仍很高，并维持上述债券 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公开发行债券

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 2020 年度第一期中期票据（简称“20 宝安集 MTN001”）、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）（简称“17 宝安 02”）与中国宝安集团股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“21 宝安 01”）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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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. 截至本评级报告日公司尚未到期的公开发行债券情况

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
20 宝安集 MTN001	10.00	3 年	6.50	2020/7/27	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
21 宝安 01	3.00	3 年	7.30	2021/8/18	未到期，尚未开始付息
合计	23.00	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济

长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产

活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

A. 锂电池材料行业

新能源汽车行业的快速发展刺激了动力锂电池产能持续扩张，带动锂电池材料行业快速发展。但新能源汽车行业受到国家政策变动影响较大，在此背景下，低端锂电池材料产能可能将被淘汰。2021 年以来新能源汽车需求向好并且受上游原材料价格下降和市场竞争加剧等因素影响，近两年锂电池材料价格持续下降，行业总体利润空间受到压缩。

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

我国锂电池业起步于 20 世纪 90 年代中后期，锂电池生产企业目前主要分布在广东、山东、江苏、浙江及天津等地。凭借下游电子制造业产业布局相对集中以及制造成本方面的比较优势，我国锂电池行业发展较迅速，2007 年我国锂电池产量首次超过日本，成为世界锂电池产量第一大国。近年来新能源汽车产业迅速发展，锂离子电池需求量大幅增长。2019~2021 年，新能源汽车产量分别为 124.2 万辆、136.6 万辆和 354.5 万辆，销量分别为 120.6 万辆、136.7 万辆和 352.1 万辆，其中 2019 年受新能源补贴退坡影响，我国新能源汽车产销均有所下滑，当年新能源汽车产销同比分别下降 2.3%和 4.0%；2020 年随着新冠肺炎疫情在我国得到控制，新能源汽车产销两旺，全年新能源汽车产销同比分别增长 7.5%和 10.9%；2021 年受益于国家政策大力推动，新能源汽车产销量同比分别增长 159.52%和 157.57%。

新能源汽车的增长也带动了动力锂电池装机量的增长。据中国汽车工业协会信息发布会发布的数据，2019~2021 年我国动力电池装车量分别为 75.6GWh、63.6GWh 和 154.5GWh，2021 年同比增长 142.8%，其中三元电池装车量为 74.3GWh，占总装车量 48.1%，同比增长 91.3%；磷酸铁锂电池装车量为 79.8GWh，占总装车量 51.7%，同比增长 227.4%，是驱动装车量整体同比上升的主要产品，占比首次超过三元电池。2022 年 1-4 月，国内动力电池装机量为 64.5GWh，同比增长 104.1%；其中三元电池装机量为 25.7GWh，占总装车量 39.8%；磷酸铁锂电池装机量为 38.7GWh，占比 60.2%，继续呈现快速增长态势。

锂电池正极材料主要为三元、磷酸铁锂、钴酸锂；负极材料主要为人造石

墨和天然石墨；其中负极材料价格较稳定。受上游原材料价格下降、新能源汽车补贴退坡背景下整车厂严控成本等因素影响，正极材料价格近两年降幅明显，原材料及成品价格的大幅下跌使得相关正极材料生产企业毛利空间受到压缩。

消费类电子产品和动力交通领域是锂电池消费的两大领域，随着人民生活水平的提高，传统电子产品在市场的渗透已逐渐趋于饱和，增长动力不足。近年来中央政府密集出台政策支持新能源汽车产业发展，新能源汽车产销量迅速增长，持续支撑锂电池行业下游需求的增长。但同时，新能源汽车企业对政府补贴依赖度较高，目前补贴政策逐步退坡、补贴标准相应提高的趋势已明确。2017年8月，《乘用车企业平均燃料消耗量和新能源汽车积分并行管理办法》出台，同时设立企业平均燃料消耗量和新能源汽车两种积分，以实现节能降耗和促进新能源汽车发展两个目标。

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

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

2021年以来，国家陆续出台《关于开展2021年新能源汽车下乡活动通知》、《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》等政策，其中提出推广绿色低碳运输工具，城市物流配送、邮政快递等领域要优先使用新能源或清洁能源汽车，并鼓励新能源汽车下乡等，进一步助推行业发展。

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

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

业因多年的技术及经验积累，市场占有率或将进一步提升。

锂电池材料行业风险主要来自：（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）锂电池材料行业开始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）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

医药制造行业是国家重要产业之一，与国计民生息息相关，是推进健康中国建设的重要保障。近年来，我国医疗体系改革持续推进，多项重磅举措相继出台和实施，进一步深化医疗、医保和医药联动改革，国家支持新药研发、鼓励创新的导向鲜明。受疫情影响，2020年医药制造企业短期承压，逐季环比好转，全年营收和利润同比实现正增长，2021年我国经济复苏趋势良好，医药制造业经营业绩得到快速恢复。从发展趋势来看，人口老龄化、居民收入水平提高以及城镇化等因素保证了我国医药制造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，行业发展前景保持良好。

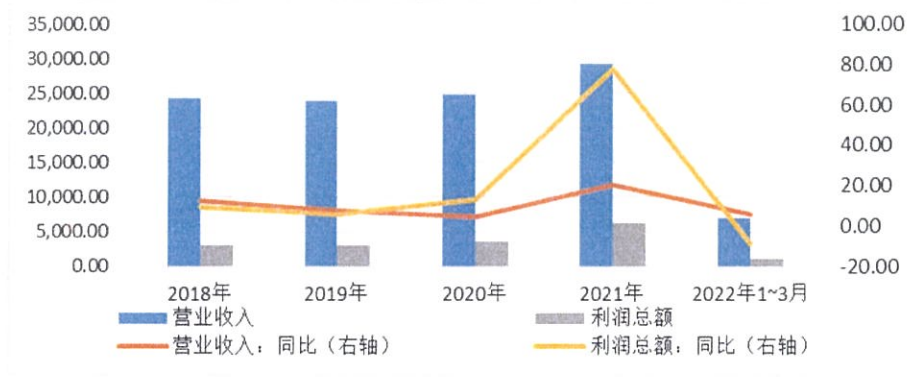
医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。

根据国家统计局数据显示，2018~2021 年，我国医药制造行业的营业收入从 24,264.7 亿元增至 29,288.5 亿元；利润总额从 3,094.2 亿元增至 6,271.4 亿元，2020 年新冠疫情导致全国药企供应商和客户均受到不同程度的影响，2021 年国内疫情已经得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，整体医疗行业业绩大幅度上升，盈利能力得到恢复；并且由于国外仍处于新冠疫情高发期，对于医药需求较大，我国大量医药转出口，收入快速增长，行业总体呈现出良好的运营趋势。受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药品集中采购试点、“两票制”全面实施等医改深化推进的影响，我国医药制造行业营业收入增速维持低位。

2022 年 1~3 月，我国医药制造行业规模以上企业¹实现营业收入 6,936.6 亿元，同比增长 5.5%；实现利润总额 1,065.6 亿元，同比下降 8.9%，主要与 2021 年一季度基数较高有关。

¹ 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，与上年所公布的同指标数据之间有不可比因素，不能直接相比计算增速。

图表 2. 2018 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（亿元）



资料来源: Wind、国家统计局

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。根据《2021 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年参加基本医疗保险人数 13.64 亿人，同比增加 293 万人，其中参加职工基本医疗保险人数 3.54 亿人，同比增长 967 万人。截至 2021 年末，全国共有医疗卫生机构 103.1 万个，其中医院 3.7 万个，全年总诊疗人次 85.3 亿人次。

图表 3. 2017 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
我国人口数 (亿人)	13.90	13.95	14.00	14.12	14.13
60 岁以上人口占比 (%)	17.30	17.90	18.10	18.70	18.90
城镇基本医疗保险参保人数 (亿人)	11.77	13.45	13.54	13.61	13.64
城镇基本医疗保险支出 (千亿元)	14.42	17.82	20.85	20.80	—
城镇居民人均可支配收入 (万元)	3.64	3.93	4.24	4.38	4.74
医疗卫生机构总诊疗人次数 (亿人次)	81.80	84.20	85.20	78.20	85.30
卫生费用 (万亿元)	5.26	5.80	6.52	7.22	—

数据来源: Wind、新世纪评级整理

由于专利药价格高昂，政府及医疗保险机构为压缩药品费用支出，大力支持和鼓励发展非专利药，从而促使非专利药市场发展迅速。受益于非专利药市场的扩大，与非专利药相关的特色原料药的需求也实现了相应增长。同时，非专利药生产厂商为控制成本，逐步将原料药的生产外包给具有成本优势的原料药企业生产。印度、中国、中欧与东欧的部分特色原料药领先企业，由于能够生产符合药政市场要求的高质量特色原料药，从而推动了非专利药厂扩大在低成本地区的采购量。其中，中国原料药企业发展迅速，销售额逐

年增长，远高于全球增长率，逐渐成为了特色原料药的主要外包转移地区，但随着竞争对手的增多，行业竞争趋于激烈。

此外，全球医药制造行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

医药流通行业亦是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分，药品流通行业包括药品批发业务和药品零售业务，根据商务部统计，两类业务占比约为 80%和 20%。近年来，我国药品流通市场需求活跃，行业购销稳步增长，但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响，药品流通行业销售总额增速趋缓。据商务部统计系统数据显示，2020 年度全国七大类医药商品销售总额 24,149 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 2.4%，增长速度较同期放慢 6.2 个百分点。其中，药品零售市场 5,119 亿元，同比增长 10.1%，增长速度加快 0.2 个百分点。

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。2021 年 6 月，国务院办公厅发布《关于印发深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》，在进一步推广三明市医改经验，加快推进医疗、医保、医药联动改革；促进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系；持续预防为主，加强公共卫生体系建设；统筹推进相关重点改革，形成工作合力等 4 方面提出 20 条具体措施。通知明确，以降药价为突破口，同步推进服务价格、薪酬、医保支付等综合改革；推动公立医院高质量发展；加快推进分级诊疗体系建设；推动中医药振兴发展；加强新冠肺炎疫情防控；推进全民健康信息化建设；增强药品供应保障能力。

2021 年 6 月，国家医保局发布《2021 年国家医保药品目录调整工作方案》，正式启动今年的国家医保药品目录调整工作。此次目录调整工作分为准备、申报、专家评审、谈判、公布结果 5 个阶段，历经半年多时间。2021 年 12 月 3 日，2021 版国家医保药品目录正式出台，医保药品目录调整落地。2021 版目录共收录西药 1486 种，中成药 1374 种，中药饮片 892 种；本次调整，共计 74 种药品新增进入目录，11 种药品被调出目录。本次调整中共计对 117 个药品进行谈判，谈判成功 94 个，其中目录外 85 个独家药品谈判成功 67 个，平均降价 61.71%，降幅与前期相比基本保持一致，整体降幅保持平稳。本次谈判预计可为患者减负超 300 亿元。目录外 67 个药品中有 66 个是五年

内上市的新药，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”，利好创新药放量。国家医保局成立至今，每年一次动态调整医保药品目录，累计将 507 种新药、好药纳入目录，通过目录调整实现了用药保障范围不断扩大和结构优化。

2021 年 9 月，国务院办公厅公布《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》，发展目标是到 2025 年，基本完成待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管等重要机制和医药服务供给、医保管理服务等领域关键领域的改革任务，“十四五”期间基本医疗保险参保率每年保持在 95%以上，到 2025 年国家和省级药品集采品种达 500 个以上，高值医用耗材带量采购品种达 5 类以上，保证刚需医疗产品的供应量，并降低患者经济负担。

2021 年 11 月，国家医疗保障局公布《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，主要是加快建立管用高效的医保支付机制，加快推进 DRG/DIP 支付的全面覆盖，统筹地区、医疗机构、病种和医保基金覆盖的未来三年进度安排与关键时间点。医保控费的进一步推进，基于 DRGs 对住院医疗费用的管理，实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测，使控费工作对症下药，从而倒逼医疗机构提升医疗服务质量。

图表 4. 2020 年以来我国医药行业主要政策情况

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
2020.3.5	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	共八个部分 28 条，提出了“1+4+2”的总体改革框架。药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，防控制度优化、提高医疗可及性；支付方面，提高支付能力、效率	健全完善医疗保障制度，破解看病难、看病贵问题，确保医疗保障基金稳健可持续
2020.3.30	国家市场监督管理总局	《药品注册管理办法》	对药品注册的基本制度、基本原则、基本程序和各方主要责任义务等作出规定	强化药品质量安全风险控制，规范和加强药品监管，保障药品安全、有效和质量可控
2020.7.16	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务的通知》	加强公共卫生体系建设、深入实施健康中国行动、深化公立医院综合改革、深化医疗保障制度改革、健全药品供应保障体系等 6 方面提出 26 条具体措施	加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入；加强药品耗材使用监管；逐步建立完善药品信息化追溯机制
2020.8.17	国家医保局	《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》	将与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药、第二批国家组织药品集中采购中选药品，及临床急需的创新药等纳入申报范围；将风险大于收益的药品、国际上普遍退市的药品、可以被替代的价格高且谈判未成功的独家药品等将被调出目录	有利于新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药，促进药品集中采购，进一步鼓励医药创新；将被专家评估认为风险大于收益的药品，还有目录内的一些“僵尸药”，国际上普遍撤市的药品，以及可以被替代、且价格比较贵但谈判失败的独家产品将被调出目录
2020.10.17	人民代表大会	《专利法》	为补偿新药上市审评审批占用的时间，对在中国获得上市许可	利好新药研发，鼓励创新

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
			的新药相关发明专利,国务院专利行政部门应专利权人的请求给予专利权期限补偿	
2020.10.19	国家医保局	《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》	推进医保支付方式改革,提高医疗服务透明度,提升医保基金使用效率	促进医疗机构之间分工协作、有序竞争和资源合理配置
2021.2	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第四批国家组织药品集中采购》	采购共有 152 家企业参加,产生拟中选企业 118 家,共纳入 45 种药品,拟中选产品 158 个	中选药品平均降价 52%,采购金额 254 亿元,集采范围持续扩大
2021.6	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》	进一步推广三明市医改经验,加快推进医疗、医保、医药联动改革;促进优质医疗资源均衡布局,完善分级诊疗体系;持续预防为主,加强公共卫生体系建设;统筹推进相关重点改革,形成工作合力等 4 方面提出 20 条具体措施	以降药价为突破口,同步推进服务价格、薪酬、医保支付等综合改革;推动公立医院高质量发展;加快推进分级诊疗体系建设;推动中医药振兴发展;加强新冠肺炎疫情防控;推进全民健康信息化建设;增强药品供应保障能力
2021.6	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第五批国家组织药品集中采购》	第五轮集采共涉及 60 个品种 207 个品规,其中注射剂 30 个品种,本次集采是规模最大、产品数量最多的一次	中选药品平均降价 56%,采购金额 550 亿元,集采范围持续扩大
2021.6-12	国家医保局	《2021 年国家医保药品目录调整工作方案》	2021 版目录共收录西药 1486 种,中成药 1374 种,中药饮片 892 种;本次调整,共计 74 种药品新增进入目录,11 种药品被调出目录。本次调整中共针对 117 个药品进行谈判,谈判成功 94 个,其中目录外 85 个独家药品谈判成功 67 个,平均降价 61.71%。	本次谈判预计可为患者减负超 300 亿元。目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的新药,占比 99%,其中 27 个创新药实现上市当年进入医保,基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”,利好创新药放量
2021.9	国务院办公厅	《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》	到 2025 年,基本完成待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管等重要机制和医药服务供给、医保管理服务等关键领域的改革任务	“十四五”期间基本医疗保险参保率保持在 95%以上,到 2025 年国家和省级药品集采品种达 500 个以上,高值医用耗材带量采购品种达 5 类以上,保证刚需医疗产品的供应量,并降低患者经济负担
2021.11	国家医保局	《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》	加快建立管用高效的医保支付机制,加快推进 DRG/DIP 支付的全面覆盖,统筹地区、医疗机构、病种和医保基金覆盖的未来三年进度安排与关键时间点	医保控费的进一步推进,基于 DRGs 对住院医疗费用的管理,实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测,使控费工作对症下药,从而倒逼医疗机构提升医疗服务质量
2021.11	国家组织药品集中采购和使用联合采购办	《第六批国家组织药品集中采购》	第六轮集采为胰岛素专项,纳入二代、三代胰岛素,整体报量为 2.14 亿支,涉及金额约 170 亿元	中选药品平均降价 48%,采购金额 170 亿元,集采范围持续扩大

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
	公室			

资料来源：新世纪评级整理

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高，市场较为分散。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度将进一步提升。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段之一。

医药制造行业风险主要来自：（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）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大；（4）药品质量管控压力；（5）药品研发投资回报的不确定性较大。

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主要运营主体贝特瑞和马应龙的产品在细分市场均有较强的竞争优势和较突出的市场地位。现阶段，贝特瑞的产能扩建项目投资规模较大，需关注投产后的产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对其运营情况的影响。公司房地产业务目前处于去化阶段，另外公司部分城市更新项目资金占用量大、开发周期长，关注相关风险。跟踪期内，受益于高新技术业务经营业绩提升，公司主业经营收益有所增长，但期间费用侵蚀了主业盈利空间，交易性金融资产公允价值变动、投资收益和政府补助对公司利润影响较大，其盈利稳定性需持续关注。

该公司是一家多产业复合型集团企业，目前主业涉及高新技术、生物医药和房地产三大板块。高新技术业务方面，贝特瑞目前为公司高新技术板块的核心企业，为国内乃至国际领先的锂电池正负极材料供应商；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，行业地位突出；房地产业务方面，随着深圳新彩苑项目等销售进入尾声，近年来该业务收入整体呈下降态势。2019-2021年及2022年第一季度，公司分别实现营业总收入120.04亿元、106.64亿元、176.06亿元和56.94亿元，其中营业收入分别为119.49亿元、105.94亿元、175.53亿元和56.83亿元，其中2021年和2022年第一季度同比分别增长65.69%和53.56%，主要是贝特瑞收入增加所致；同期毛利率分别为35.11%、34.11%、28.74%和24.69%，其中2021年及2022年第一季度同比下降较多，2021年主要是深圳、天津等高毛利率的房地产项目结算减少所致；2022年第一季度主要是高新行业的采购成本上升所致。

图表 5. 公司主业基本情况

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

资料来源：中国宝安

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	119.49	105.94	175.53	56.83	37.01
其中：（1）高新技术业务（亿元）	59.00	58.09	120.84	45.00	21.65
在营业收入中所占比重（%）	49.38	54.84	68.84	79.18	58.50
（2）生物医药业务（亿元）	30.97	32.59	37.91	10.54	10.02
在营业收入中所占比重（%）	25.92	30.77	21.60	18.55	27.07
（3）房地产业务（亿元）	26.24	11.51	13.01	0.46	4.48
在营业收入中所占比重（%）	21.96	10.86	7.41	0.82	12.11
毛利率（%）	35.11	34.11	28.74	24.69	32.67
其中：高新技术业务（%）	28.91	28.44	25.09	21.90	29.54
生物医药业务（%）	45.81	45.76	43.71	38.41	43.69
房地产业务（%）	40.49	38.50	24.19	18.83	27.85

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，是该板块最主要的收入来源；同时，公司还控股有江西宝安新材料科技有限公司（简称“宝安新材料”）、张家港友诚新能源科技股份有限公司（简称“友诚科技”）、国际精密集团有限公司（简称“国际精密”）²等高新技术企业，这些公司产品主要包括新能源汽车控制器系统、电源类产品、充电桩相关产品及精密结构件等，但目前这些产品占公司高新技术业务收入的比重仍较小。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司高新技术业务分别实现营业收入 59.00 亿元、58.09 亿元、120.84 亿元和 45.00 亿元，其中 2021 年以来主要因下游锂电池市场持续景气，电池材料市场需求进一步提升，贝特瑞正负极材料销量快速增长，产销两旺使得收入同比实现大幅增长。同期毛利率分别为 28.91%、28.44%、25.09%和 21.90%。

² 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。

图表 7. 公司高新技术业务主导产品收入成本情况（亿元）

公司名称	产品名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
		主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本
贝特瑞新材料集团股份有限公司	锂电池负极材料	29.30	17.83	31.51	19.91	64.59	44.34	27.02	19.71
	锂电池正极材料	8.06	7.19	10.42	9.84	36.51	31.41	12.43	11.30
	其他 ³	5.03	4.17	2.04	1.55	2.45	2.20	1.14	0.90
深圳市大地和电气股份有限公司	电机控制器系统	1.59	1.45	1.01	0.94	0.75	0.78	0.36	0.41
张家港友诚新能源科技股份有限公司	充电桩连接线及通用插座插头	2.05	1.18	2.15	1.32	4.08	2.86	1.19	0.86
国际精密集团有限公司	精密结构件	7.22	5.68	6.90	5.20	8.55	6.45	2.11	1.57
合计	—	53.25	37.50	54.03	38.76	116.93	88.04	44.25	34.75

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，营业收入稳步增长。2019-2021 年及 2022 年第一季度，贝特瑞分别实现营业收入 43.90 亿元、44.52 亿元、104.91 亿元和 40.79 亿元，净利润分别为 6.85 亿元、4.98 亿元、14.40 亿元和 4.49 亿元，其中 2021 年以来因下游锂电池市场持续景气，电池材料市场需求进一步提升，贝特瑞正负极材料销量快速增长使得业绩同比实现大幅增长。截至 2022 年 3 月末，公司合计持有贝特瑞 68.36% 的股权，无股权质押。

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

图表 8. 贝特瑞近三年产销情况（吨、%）⁴

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
负极材料	产量	59,699	79,952	170,130.95	66,631.74
	产能	71,333	103,833	144,666.67	55,750.00
	产能利用率	83.69	77.00	117.60	119.52

³ 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。

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。

项目	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度	
产销率	98.81	94.15	97.70	92.91	
正极材料	产量	14,737	20,803	31,732.46	6,276.17
	产能	36,167	42,000	33,750	8,250
	产能利用率	40.75	49.53	94.02	76.07
	产销率	91.84	102.81	99.45	91.82

资料来源：中国宝安

产能利用率方面，近年来通过对生产线的新建和改扩建，贝特瑞的负极材料产线总产能持续提升，2021年达到14.47万吨，同时因负极材料市场需求大幅提升，带动产能利用率大幅增长。正极材料方面，因公司出售磷铁业务导致产能有所减少，而产量同比有所增长，2021年正极材料产能利用率同比有明显提升。2022年第一季度，负极材料产能利用率仍维持高水平，正极材料产能利用率略有下降。

贝特瑞产品销售分为外销和内销，销售方式为直销。贝特瑞设立营销总部，统一管理、分配各个公司的销售业务。目前销售体系主要由贝特瑞母公司、天津贝特瑞科技、惠州贝特瑞等组成，各个公司在营销总部的统一管理下分别与客户签订合同，并开展业务活动。目前贝特瑞主要下游客户为锂电池生产商，其国内主要客户包括比亚迪、天津力神和宁德时代等；国外主要客户包括松下、LG等。2021年贝特瑞国内、外销售额占比分别为74.58%和25.42%，其国内销售额占比同比增加15.05个百分点。结算方面，国内客户一般采取月结60天，国外客户一般采取月结30天的结算方式。

研发方面，贝特瑞先后被认定为国家高新技术企业、国家火炬计划项目实施企业、高效能量转换与储能材料产学研战略联盟、广东省产学研示范基地、广东省绿色动力电池负极材料工程技术研究中心、深港创新圈能源材料龙头企业、深圳市自主创新行业龙头企业，并承担多项国家863计划项目，起草编制了“锂离子二次电池石墨类负极材料”国家标准，填补了国内行业空白。截至2021年末，贝特瑞已获授权专利权327项（国内专利275项，国外专利52项），其中发明专利216项。

整体看，贝特瑞作为该公司高新技术业务收入的重要来源，目前市场地位较为突出，营业收入保持增长，经营效益也较好。但目前贝特瑞扩产力度较大，资金来源主要是自有资金或自筹，后续将面临较大的投融资压力，需关注贝特瑞资金平衡情况及项目未来产能释放情况。

除贝特瑞外，该公司目前高新技术板块收入占比较大的还有国际精密。国际精密主要从事精密金属结构件的生产和销售业务，主要客户以国外知名汽车厂商为主。2021年，国际精密实现营业收入为10.31亿港元、实现净利润0.91亿港元，同比均实现增长主要是2021年国外制造业开始复苏所致。总体上看，短期内公司高新技术板块仍将以贝特瑞为龙头，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⁵，截至 2022 年 3 月末，公司直接及间接合计分别持有上述 3 家子公司股权比例为 30.14%、86.82%和 61.63%。马应龙为公司医药生物板块核心子公司，2021 年其营业收入占该业务的比重为 89.29%。

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，市场竞争力较强。2019-2021 年及 2022 年第一季度，马应龙分别实现营业收入 27.05 亿元、27.92 亿元、33.85 亿元和 9.49 亿元，同期净利润分别为 3.53 亿元、4.31 亿元、4.74 亿元和 1.37 亿元，总体经营效益良好。

马应龙以肛肠及下消化道领域为核心定位，形成了医药工业、医疗服务和医药商业的全产业链。其中医药工业以药品制造为主，拥有马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、马应龙八宝眼膏、龙珠软膏等多个独家品种；医疗服务依托马应龙在肛肠治痔领域的独特优势，构建肛肠医疗服务终端网络，截至 2021 年末，共拥有肛肠直营医院和肛肠诊疗中心 50 余家；医药商业涵盖线下实体药店、网上药店、医药物流等。

图 9. 马应龙主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度		2021 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	主营业务收入	占比
治疮类产品	9.27	32.97	11.65	41.03	13.84	39.43	3.86	39.79	3.04	33.89
其他产品	5.67	20.16	3.65	12.86	4.74	13.50	0.62	6.39	1.38	15.38
零售、批发	11.63	41.38	11.71	41.25	14.67	41.79	4.72	48.66	4.18	46.61
医院诊疗	1.54	5.49	1.38	4.86	1.85	5.27	0.50	5.15	0.37	4.12
内部抵消	-1.12	—	-0.64	—	-1.47	—	-0.30	—	-0.40	—
合计	26.98	100.00	27.75	100.00	33.63	100.00	9.40	100.00	8.57	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，产品工艺处于国内领先水平；该公司产品的灌装包装设备采用德国或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。治疮类产品主要原材料包括人工麝香、人工牛黄等，占生产成本的比重约 70%。近年来，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。产销方面，近年来马应龙痔疮类和皮肤类产品的产销率均较高。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。

⁵截至 2021 年末，深圳大佛药业股份有限公司资产总额 2.51 亿元，净资产 1.29 亿元；2021 年实现营业收入 3.00 亿元，净利润 0.27 亿元。截至 2021 年末，成都绿金高新技术股份有限公司资产总额 1.30 亿元，净资产 0.29 亿元；2021 年实现营业收入 1.06 亿元，净利润-0.01 亿元。

图表 10. 马应龙产销状况（单位：万支、万盒）

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
痔疮类	产量	14,048.86	15,280.14	16,766.87	3,873.68
	产能	12,870.49	12,870.49	12,870.49	3,217.62
	产能利用率	109.16%	118.72%	130.27%	120.39%
	产销率	88.70%	99.64%	101.58%	106.70%
皮肤类	产量	932.10	717.05	975.35	241.08
	产能	831.04	831.04	831.04	207.76
	产能利用率	112.16%	86.28%	117.36%	116.04%
	产销率	87.35%	105.54%	103.18%	72.68%

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 30 多年的历史，具备丰富的开发及项目管理经验，在部分区域市场有较高知名度。

该公司在售房地产项目目前主要集中在深圳、天津及海南等省市，主要以库存住宅项目为主，项目开发时间较早，成本较低，虽然销售进度慢，但项目收益较有保障。截至 2022 年 3 月末，公司主要房地产项目规划可售面积 12.31 万平方米，2019~2021 年及 2022 年第一季度，销售面积分别为 11.27 万平方米、6.03 万平方米、3.54 万平方米和 0.45 万平方米，实现销售收入分别为 26.24 亿元、11.51 亿元、11.50 亿元和 0.44 亿元。公司全部在售项目均已经取得预售许可证。

图表 11. 公司房地产业务概况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
销售金额（亿元）	26.24	11.51	11.50	0.44
销售面积(m ²)	112,675.30	60,270.62	35,369.18	4,514.60
在售面积(m ²)	203,537.32	169,887.30	134,435.89	123,077.43
已售未结转金额（亿元）	9.76	10.45	1.97	1.84
完工面积(m ²)	195,358.82	21,569.00	125,161.33	10,649.29

资料来源：中国宝安

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司房地产业务分别结转营业收入 26.24 亿元、11.51 亿元、13.01 亿元和 0.46 亿元，2021 年房地产业务收入主要来源于山东宝安江南城项目和天津宝安江南城项目，但由于多个在售项目基本接近尾声，导致结转收入与 2019 年相比明显下降。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。截至 2022 年 3 月末，公司在售房地产项目情况如下表所示：

图表 12. 截至 2022 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 2022 年 3 月末已投资	是否开始销售	销售进度	已回笼资金
中国宝安集团海南实业有限公司	宝安公园家	海南省定安县	73,189.47	住宅、商业	4.00	4.71	是	96.15%	4.82
	万宁兴隆椰林湾	海南省万宁市	76,597.76	住宅、商业	5.77	5.75	是	96.87%	10.66
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	8.33	是	91%	13.87
天津宝安房地产有限公司	江南城一期别墅	天津西青区	18,968.34	别墅	4.00	3.64	是	71%	3.00
	江南城二期别墅	天津西青区	18,109.87	别墅	5.70	5.36	是	48%	3.40
	江南城二期高层	天津西青区	85,783.97	高层	11.00	10.63	是	100%	18.52
武汉宝安房地产有限公司	山水琴台	武汉汉阳区	142,650.61	住宅/商业	7.80	7.69	是	90.51%	11.01
新疆宝安房地产有限公司	库尔勒宝安江南城区	库尔勒市	184,430.41	住宅、商业	9.80	8.94	是	65.48%	5.51
深圳市丹晟恒丰投资有限公司	深圳市白石龙工业区城市更新项目	深圳市龙华区	95,889.00	住宅、商业、办公	16.26	14.16	是	84.73%	29.72
惠州市华富投资有限公司	宝翠公馆	惠州市惠阳区	14,396.00	住宅、商业	1.02	0.90	是	85.09%	0.82
合计	—	—	915,835.90	—	75.04	70.11	—	—	101.33

资料来源：中国宝安

在建项目方面，目前该公司在建房地产项目为江东豪庭，位于海南省海口市，建筑面积 1.42 万平方米，项目类型为住宅和商业，项目计划总投资 3.06 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 0.78 亿元。

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

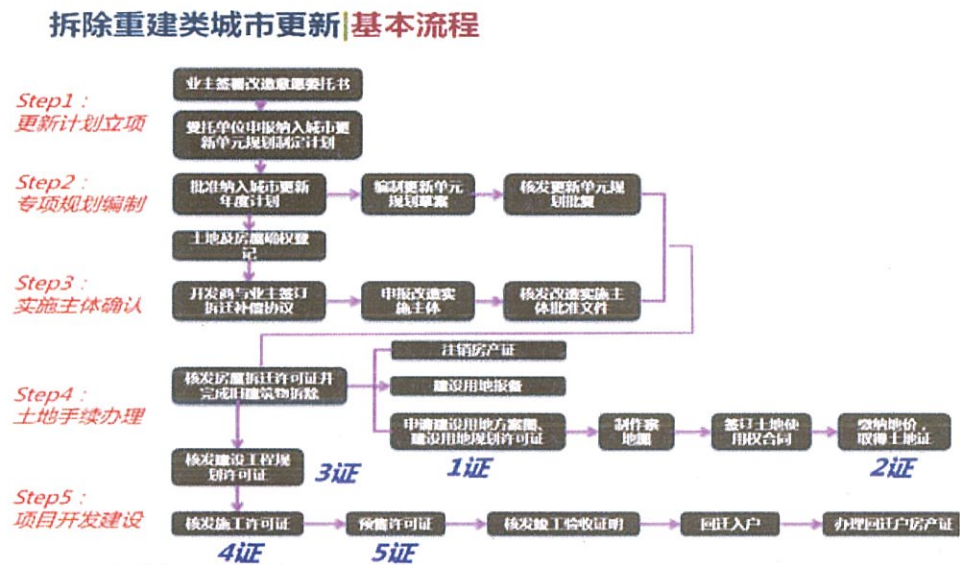
旧改项目方面，该公司旧改项目主要包括深圳龙岗区横岗街道茂盛片区城市更新项目（简称“深圳横岗街道城市更新项目”）和深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目（简称“深圳布吉街道城市更新项目”）。

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

拆迁谈判阶段。截至 2022 年 3 月末，该项目因收购土地及建筑物以及公司投资形成的开发成本为 36.53 亿元。

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

图表 13. 深圳市拆除重建类城市更新流程图



资料来源：中国宝安

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

深圳布吉街道城市更新项目系该公司子公司中国宝安集团控股有限公司（简称“宝安控股”）、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”）与中信置业（深圳）有限公司、深圳市桦盈实业有限公司（简称“桦盈实业”）共同合作推进深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目。截至 2022 年 3 月末，公司已收到合作方桦盈实业支付的两笔合同保证金，共计 6.10 亿元，未来项目的拆迁补偿工作、申报城市更新等政府审批手续、投资、建设施工及销售等工作全部由桦盈实业负责。目前该项目仍处于规划研究等前期工作阶段。2022 年 2 月 26 日，公司公告称下属子公司收到民事裁定书：2022 年 1 月 25 日桦盈实业向深圳中级人民法院申请对运通公司、恒安公司和宝安控股名下价值 6.71 亿元的财产采取保全措施申请，深圳中级人民法院查封、冻结运通公司、恒安公司和宝安控股名下的土地使用权、银行存款、股权以及其他可供执行的财产，保全金额以 6.71 亿元为限。新世纪评级将持续关注后续进展及对公司可能产生的影响。

此外，2020 年 5 月 28 日，该公司、海南儋州港宝置业有限公司、海南儋州恒通置地有限公司、海南儋州恒运实业有限公司（分别简称“港宝置业”、

“恒通置地”、“恒运实业”，合并简称“儋州三家公司”)与陕西西安鸿基房地产开发有限公司(简称“陕西鸿基”)签署了《海南儋州三家全资子公司股权转让合同书》，拟将公司所持儋州三家公司 100%的股权转让给陕西鸿基。交易总价款合计为 8.40 亿元(含三家目标公司全部股权的转让款和陕西鸿基代三家目标公司偿还的对本公司的欠款)。2021 年 4 月 29 日，公司公告称三家公司股权转让事项已完成。

未来该公司房地产业务将聚焦在深圳区域，其他区域项目将以去化为主；同时，针对尚未开发的国内其他地区土地储备，公司将视情况逐步转让，以盘活资产。

D. 投资业务

除三大业务板块外，该公司还涉及对外投资业务，主要包括股权投资和股票投资，其中股权投资业务主要由母公司及下属企业中国宝安集团资产管理有限公司负责管理运营，主要工作是对下属子公司股权进行管理，并购符合公司发展战略的新企业并进行孵化，处置不符合公司发展战略的子公司股权等。近年来公司通过股权转让、新三板减持等方式实现了较好的投资收益。2019~2021 年公司处置长期股权投资产生的投资收益分别为 2.15 亿元、4.92 亿元和 6.23 亿元。

该公司股票投资业务由本部及下属企业设立相关部门负责运营。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司交易性金融资产分别为 5.77 亿元、10.58 亿元、3.75 亿元和 11.20 亿元，当期取得的公允价值变动净收益分别为 2.58 亿元、5.10 亿元、-0.98 亿元和 -0.78 亿元。其中 2021 年以来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亏损，2022 年 3 月末除证券投资外主要为银行理财 4.21 亿元。证券投资风险较大，需关注公司金融资产投资对其损益的影响。

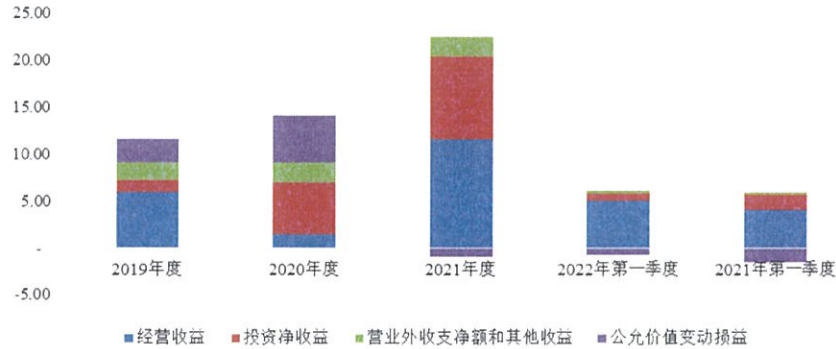
图表 14. 截至 2022 年 3 月末公司证券投资情况 (亿元)

证券代码	证券简称	最初投资成本	本期公允价值变动损益	期末账面价值	核算科目
01810	小米集团	0.83	-0.19	0.57	交易性金融资产
03690	美团-W	0.64	-0.07	0.52	
300296	利亚德	0.64	-0.22	0.43	
00700	腾讯控股	0.45	-0.05	0.37	
511880	银华日利	0.29	0.00	0.29	
300394	天孚通信	0.39	-0.10	0.29	
09988	阿里巴巴-SW	0.22	0.01	0.22	
002352	顺丰控股	0.21	-0.03	0.19	
002602	世纪华通	0.24	-0.06	0.18	
01024	快手-W	0.32	0.01	0.17	
期末持有的其他证券投资	—	1.67	-0.19	1.16	
合计	—	5.91	-0.89	4.40	

资料来源：中国宝安

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（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

该公司利润来源于主业经营、投资净收益和公允价值变动损益。2019-2021年及2022年第一季度，公司分别实现经营收益5.92亿元、1.49亿元、11.57亿元和5.06亿元，其中2020年随着房地产业务收入的下降，公司经营收益也随之下降，2021年以来因贝特瑞经营业绩提升导致公司经营收益同比大幅增加。同期公司投资净收益分别为1.28亿元、5.48亿元、8.89亿元和0.71亿元，主要为处置子公司股权投资产生的投资收益；公允价值变动损益分别为2.58亿元、5.10亿元、-0.98亿元和-0.78亿元，主要是股票投资损益。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
营业收入合计（亿元）	119.49	105.94	175.53	56.83	37.01
毛利（亿元）	41.95	36.13	50.45	14.03	12.09
其中：高新技术（亿元）	17.05	16.52	30.32	9.86	6.40
医药生物（亿元）	14.19	14.92	16.57	4.05	4.38
房地产（亿元）	10.62	4.43	3.15	0.09	1.25
期间费用率（%）	23.23	27.69	19.84	14.77	20.81
其中：财务费用率（%）	4.07	4.81	2.40	1.58	2.61
全年利息支出总额（亿元）	6.77	6.63	6.03	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	1.31	1.10	1.03	—	—

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

2019-2021年及2022年第一季度，该公司分别实现营业收入119.49亿元、105.94亿元、175.53亿元和56.83亿元，营业毛利分别为41.95亿元、36.13亿元、50.45亿元和14.03亿元。期间费用方面，随着经营规模扩大，公司近年来期间费用规模持续高企，2019-2021年及2022年第一季度分别为27.76亿元、29.33亿元、34.83亿元和8.40亿元，期间费用率分别为23.23%、27.69%、19.84%和14.77%。从期间费用构成看，2021年公司研发费用、销售费用、管理费用

和财务费用分别为 8.07 亿元、11.54 亿元、11.00 亿元和 4.22 亿元，其中随着业务规模扩大研发费用、管理费用均保持在较大规模；基于会计准则变更将部分销售费用重分类至营业成本，当年销售费用同比减少 2.16%；财务费用同比减少 17.33%至 4.22 亿元。整体看，公司期间费用对经营收益的侵蚀较严重。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.28	5.48	8.89	0.72	1.65
其中：处置长期股权投资损益(亿元)	2.14	4.92	6.23	0.10	1.56
其它收益（亿元）	1.68	1.92	1.97	0.35	0.28
营业外收入（亿元）	0.29	0.42	0.32	0.00	0.06
公允价值变动损益（亿元）	2.58	5.10	-0.98	-0.78	-1.51
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）	2.58	5.10	-0.98	-0.78	-1.51
信用减值损失（亿元）	-2.52	-1.44	-0.93	-0.37	-0.02
资产减值损失（亿元）	-2.34	-2.56	-1.91	0.04	0.01

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

非经常性损益一直是该公司利润的重要组成部分，对公司最终净利润的影响较大，主要为公允价值变动损益、投资收益和其他收益。公允价值变动损益主要是股票投资损益，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别为 2.58 亿元、5.10 亿元、-0.98 亿元和-0.78 亿元，近年来波动较大，需持续关注其稳定性；投资收益主要为处置子公司股权投资产生的投资收益，同期分别为 1.28 亿元、5.48 亿元、8.89 亿元和 0.72 亿元，2020 年因出售成都市泰格尔航天航空科技有限公司、湖北宝安房地产有限公司、海南儋州港宝置业有限公司、哈尔滨万鑫石墨谷科技有限公司、新疆宝安新能源矿业有限公司、天门宝安房地产开发有限公司股权，获得投资收益 3.91 亿元；2021 年因出售江苏贝特瑞纳米科技有限公司、海南儋州恒运实业有限公司和海南儋州恒通置地有限公司股权，获得投资收益 4.46 亿元。其他收益主要是高新技术业务的政府补助，同期分别为 1.68 亿元、1.92 亿元、1.97 亿元和 0.35 亿元，呈逐年上升的态势，且随着公司高新技术业务的持续发展，短期内其他收益规模仍可维持。此外，2021 年，公司因存货跌价损失、长期股权投资减值损失等产生资产减值损失-1.91 亿元，因应收账款、应收票据的坏账损失产生信用减值损失-0.93 亿元，进一步侵蚀了公司的利润空间。总体上看，公司非经常性损益对利润的影响大。

综合上述因素影响，2019-2021 年及 2022 年第一季度该公司分别实现净利润 7.12 亿元、10.68 亿元、17.59 亿元和 4.51 亿元，其中 2020 年在较大规模的非经常损益补充下，公司仍表现出较好的经营效益；2021 年以来主要由于主业经营收益同比大幅增加，导致净利润实现较好增长。

(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品牌优势，打造肛肠健康方案提供商，大力发展大健康产业；房地产方面，公司将继续进行非深圳项目的去库存和资产清理、处置，减少库存积压，加快资金回收。

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

图表 18. 截至 2022 年 3 月末贝特瑞在建项目情况 (亿元)

项目名称	预计总投资	设计年产能	资金来源		截至 2022 年 3 月末已投资金额	未来三年投资计划			预计完工时间
			自筹	贷款		2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年	
惠州贝特瑞锂离子电池负极材料一期项目	3.95	4 万吨	3.95	—	3.36	0.50	0.09	—	2022 年
深圳贝特瑞坪山科技园	6.76	—	2.76	4.00	5.11	1.65	—	—	2022 年
深圳贝特瑞光明总部项目	5.56	—	2.80	2.80	3.78	1.78	—	—	2022 年
天津贝特瑞 6 万吨/年锂电负极材料项目	9.05	负极材料 6 万吨	3.65	5.40	2.73	6.25	0.07	0.00	2022 年
常州贝特瑞年产 5 万吨锂电池高镍三元正极材料项目	26.52	正极材料 5 万吨	19.54	6.98	6.30	13.30	5.01	1.91	2022 年
四川新材料年产 5 万吨锂离子电池负极材料及综合配套项目（一期）	17.50	负极材料 5 万吨	6.50	11.00	3.66	10.34	3.50	—	2022 年
山东瑞阳年产 4 万吨人造石墨负极一体化产线（一期）	9.89	人造负极材料：4 万吨/年	2.80	7.09	1.46	6.01	2.42	—	2022 年
山东瑞阳年产 6 万吨负极针状焦生产线（一期）	5.31	针状焦：6 万吨/年	2.21	3.10	0.37	3.68	1.26	—	2022 年
江苏新能源 4 万吨负极材料生产线建设	6.96	负极材料 4 万吨	2.36	4.60	4.11	1.48	0.36	1.01	2022 年
四川瑞鞍年产 5 万吨锂电池负极材料前驱体和成品线项目	7.00	负极材料 5 万吨	1.41	5.59	0.70	6.30	—	—	2022 年
—	98.50	—	47.94	50.56	31.58	51.29	12.71	2.92	—

资料来源：中国宝安

此外，贝特瑞开展向全国中小企业股份转让系统有限责任公司提交申请股票公开发行并在精选层挂牌事项于 2020 年 6 月 16 日通过全国股转公司挂牌委

员会审核，并于6月18日取得中国证监会的核准批文，于2020年7月完成发行。此次贝特瑞公开发行股票共募集资金16亿元，用于主营业务投资及补充流动资金，在一定程度上缓解了贝特瑞及该公司的投融资压力。

图表 19. 募集资金运用情况（亿元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	项目备案情况	项目环评批发情况
惠州市贝特瑞年产4万吨锂电负极材料项目	6.44	6.44	惠州市惠阳区发展和改革委员会，项目代码：2018-441303-38-03-825030	(1) 惠州市生态环境局：惠市环(惠阳)建(2019)212号；(2) 惠州市生态环境局：惠市环(惠阳)建(2020)203号
年产3万吨锂离子动力电池正极材料项目(二期)	8.00	4.05	(1) 江苏省金坛经济开发区科技经贸局：坛开科经备字(2020)8号(2) 常州市金坛区发展和改革委员会：坛发改备字(2020)2号	常州市生态环境局：常金环申(2019)188号
补充流动资金	5.56	5.56	-	-
合计	20.00	16.05	-	-

资料来源：中国宝安

总体上看，为实现战略规划目标，未来该公司仍将保持较大的投融资规模，需持续关注公司融资渠道的畅通情况和资金平衡情况。

管理

2021年3月，该公司第一大股东发生变更，目前暂未对公司日常管理和经营造成影响。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。

根据该公司于2021年3月3日发布的《中国宝安集团股份有限公司详式权益变动报告书》，韶关市高创企业管理有限公司（简称“韶关高创”）于2021年3月2日通过集中竞价方式增持公司股份802.14万股，使得持股比例达到10%，成为公司第一大股东。韶关高创本次权益变动基于对公司未来持续发展的信心和对公司长期投资价值的认可，同时计划在未来12个月内以自有资金或自筹资金累计增持公司股份不低于100万股，增持方式包括但不限于二级市场集中竞价交易等符合法律法规规定的方式。截至2022年3月末，公司第一大股东韶关市高创企业管理有限公司持有公司15.04%的股份，第二大股东深圳市富安控股有限公司持有公司5.99%的股份，第三大股东深圳市宝安区投资管理有限公司持有公司4.79%股份，剩余的股份主要是二级股票市场的机构投资者和个人投资者持有。公司仍无实际控制人。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。

韶关高创为广东民营投资股份有限公司（简称“粤民投”）全资子公司。粤民投股权结构较为分散，无实际控制人，因此韶关高创亦无实际控制人。据《中国宝安集团股份有限公司详式权益变动报告书》，韶关高创暂无未来12个

月内对公司主营业务作出改变或调整的计划；暂无未来 12 个月内对公司或子公司的资产和业务进行出售、合并、与他人合资或合作的计划，或公司拟购买或置换资产的重组计划；暂无提出调整公司董事、监事及高级管理人员的计划；暂无提出修改《公司章程》的计划；暂无对公司现有员工聘用计划作重大变动的计划；暂无对公司现有分红政策进行重大调整的计划；暂无其他对公司业务和组织结构有重大影响的计划。同时，韶关高创已签署《关于保持上市公司独立性的承诺函》，承诺本次权益变动对公司独立性不产生影响。本次权益变动完成后，公司将仍然具备独立经营能力，拥有独立法人地位，继续保持机构、资产、人员、业务经营、财务等的独立或完整。韶关高创将严格遵守相关法律法规、中国证监会、深圳证券交易所的规定与要求、及公司章程的相关规定，与其他股东一样平等行使股东权利、履行股东义务，不利用第一大股东地位谋求不当利益，尊重公司在人员、资产、业务、财务和机构方面的独立性。目前，公司第一大股东变更暂未对其日常管理和经营造成影响。

高管变动方面，2021 年 6 月，该公司董事贺德华先生因工作原因辞去公司执行董事职务，辞职后仍担任公司高级副总裁、财务总监，公司选举徐飏先生为公司董事。当年 12 月，公司董事张德冠先生因个人原因辞去公司第十四届董事职务，辞职后不在公司担任任何职务。

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

根据该公司提供的《企业信用报告》（2022 年 4 月 14 日）及相关资料，公司近三年不存在违约记录。此外根据公开信息，公司已发行的债券本息兑付正常，未发生违约事项。

图表 20. 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	2022-4-14、4-18、4-22	未提供	正常	正常	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2022-5-6	未提供	正常	不涉及	不涉及
诉讼	年报及公开资料	2022-5-6	未提供	涉及	正常	未提供
工商	年报及公开资料	2022-5-6	未提供	正常	正常	未提供
质量	年报及公开资料	2022-5-6	未提供	正常	正常	未提供
安全	年报及公开资料	2022-5-6	未提供	正常	正常	未提供

资料来源：根据中国宝安所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司营运资金需求持续增加，刚性债务仍维持在较大规模，有较大的即期偿债压力。核心子公司贝特瑞完成股票增发事项，公司净资产实

力有明显增强，负债经营程度有所下降。目前公司货币资金存量仍较为充裕，融资渠道较畅通，可为其即期债务的偿付提供一定缓冲。

1. 数据与调整

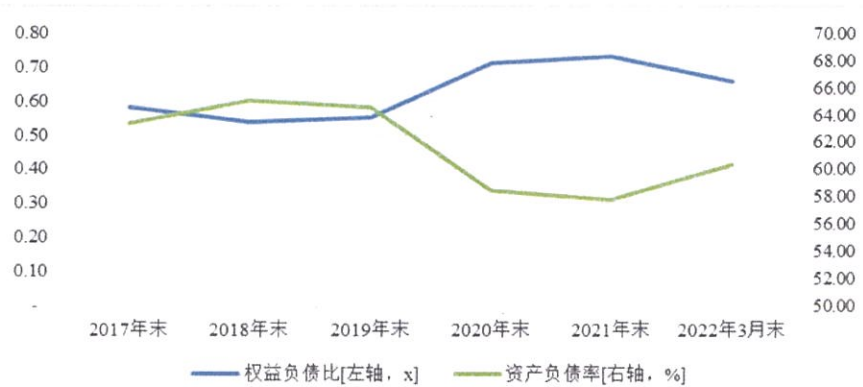
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）（简称“中审众环”）对该公司2021年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2022年第一季度财务报表未经审计。公司执行《企业会计准则--基本准则》和其他各项会计准则的规定。

2021年该公司因股权收购及新设纳入合并范围的子公司共18家，因处置股权不纳入合并范围的子公司共11家，因清算不再纳入合并范围的子公司共3家，截至2021年末公司合并范围共199家子公司。2022年第一季度，因新设纳入合并范围的子公司共3家，因清算注销不再纳入合并范围的子公司共2家，截至2022年3月末，公司合并范围内共200家子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势

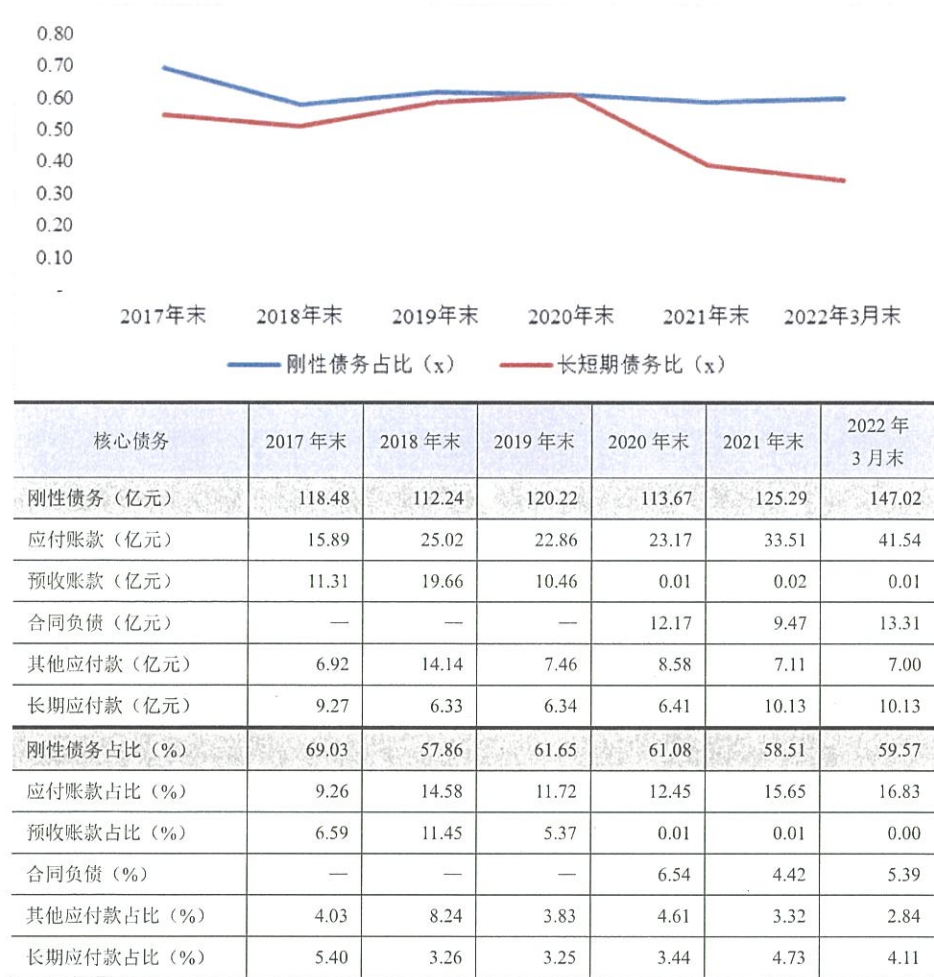


资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

近年来，该公司负债总体保持在较大规模，2019-2021年末及2022年3月末分别为195.02亿元、186.11亿元、214.14亿元和246.79亿元。随着经营积累的增加及2020年贝特瑞完成股票增发事项，公司净资产实力也有所增强，2019-2021年末及2022年3月末分别为107.08亿元、132.45亿元、156.59亿元和162.14亿元，同期末资产负债率分别为64.56%、58.42%、57.76%和60.35%，公司负债经营程度波动中有所下降，但考虑到目前扩产项目较多，预计后续公司资产负债率下降的可能性较小。

(2) 债务结构

图表 22. 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。

从债务期限结构来看，该公司债务集中于短期，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末其长短期债务比分别为 58.44%、61.07%、38.81%和 34.20%。

从债务结构来看，该公司负债主要以刚性债务、应付账款、合同负债、其他应付款和长期应付款构成，2021 年末金额分别为 125.29 亿元、33.51 亿元、9.47 亿元、7.11 亿元和 10.13 亿元，其中刚性债务占比为 58.51%。公司应付账款近年来总体保持在较大规模，表明公司较好利用了自身的商业信用；合同负债主要为预售房款和预收货款，无需偿付；其他应付款主要是尚未支付的押金、保证金、暂扣款、开发项目工程质保金和往来款等，2021 年末押金、保证金为 1.40 亿元、待付款项 1.89 亿元、往来款 1.34 亿元；长期应付款较上年末有所增长 65.97%至 10.13 亿元，主要是应付股权收购款较上年末增长 67.12%至 10.03 亿元所致。此外，公司其他非流动负债为 7.11 亿元，其中仍主要为布吉街道城市更新项目合作方保证金 6.10 亿元。2022 年 3 月末，公司负债构成变化较小。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	72.86	60.43	68.08	62.78	93.00	111.33
其中：短期借款	56.96	49.48	38.85	37.69	56.13	66.89
一年内到期的长期借款	10.03	6.31	7.92	8.03	11.01	12.18
应付票据	4.76	2.39	3.21	5.87	9.63	15.57
其他短期刚性债务	1.11	2.26	18.10	11.17	16.20	16.67
交易性金融负债	—	—	—	0.02	0.02	0.02
中长期刚性债务合计	45.62	52.94	52.15	50.89	32.29	35.69
其中：长期借款	9.75	16.98	16.74	15.44	19.34	22.73
应付债券	35.70	35.78	35.23	35.26	12.95	12.96
其他中长期刚性债务	0.17	0.18	0.19	0.20	—	—
综合融资成本 (年化, %)	5.23	5.60	5.76	5.55	4.88	4.69

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

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 120.22 亿元、113.67 亿元、125.29 亿元和 147.02 亿元，总体保持在较大规模。目前公司刚性债务较集中于短期，且 2021 年以来由于短期债务的增加以及中长期刚性债务逐步转入一年内，2021 年末公司短期刚性债务占比为 74.23%，较上年末上升 19.00 个百分点，即期偿债压力进一步加大。

该公司刚性债务主要由银行长短期借款、应付票据、应付债券和其他短期刚性债务构成，2021 年末分别为 86.48 亿元、9.63 亿元、12.95 亿元和 16.20 亿元。公司银行借款偏向短期，当年末短期借款为 56.13 亿元，一年内到期的长期借款为 11.01 亿元，长期借款为 19.34 亿元，借款方式主要包括信用借款 16.75 亿元、担保借款 34.31 亿元、抵质押借款合计 35.42 亿元等，总体上看，公司银行借款的偿债压力较大。公司应付票据均为银行承兑汇票，而应付债券系公司发行的公开发行债券，而其他短期刚性债务主要是一年内到期的债券。2022 年 3 月末，公司刚性债务结构无重大变化。

近年来，该公司综合融资成本在 4.69-5.76% 之间，融资成本尚可，2019 年以来整体呈下降态势。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期 (天)	750.61	536.59	513.45	529.62	328.02	—
营业收入现金率 (%)	84.51	83.34	87.67	89.39	74.07	73.42
业务现金收支净额 (亿元)	9.91	28.17	26.54	17.29	0.97	-3.23
其他因素现金收支净额 (亿元)	-6.01	-0.94	-13.17	-10.73	-3.76	-1.51
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	3.91	27.23	13.38	6.55	-2.79	-4.74
EBITDA (亿元)	12.51	20.10	22.61	25.38	33.83	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.12	0.17	0.19	0.22	0.28	—
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.80	3.26	3.34	3.83	5.61	—

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。

2019~2021 年，该公司营业周期分别为 513.45 天、529.62 天和 328.02 天。2019~2021 年及 2022 年第一季度，营业收入现金率分别 87.67%、89.39%、74.07%和 73.42%。受到房地产业务预收房款的减少，公司经营性现金流量净额呈下降趋势，同期经营性现金流量净额分别为 13.38 亿元、6.55 亿元、-2.79 亿元和-4.74 亿元，其中 2021 年经营性现金净额大幅下降主要系子公司销售以票据收款方式增多，同时为了扩大生产子公司采购材料备货增加导致经营性净流出较多所致。

该公司 EBITDA 逐年增长，2019-2021 年分别为 22.61 亿元、25.38 亿元和 33.83 亿元，主要来源于同期利润总额。受益于 EBITDA 增加，公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数逐年上升，分别为 0.19 倍、0.22 倍和 0.28 倍，同期 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数也较好，分别为 3.34 倍、3.83 倍和 5.61 倍。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.18	5.22	1.77	11.28	19.25	-7.32
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-8.95	-11.58	-6.53	-10.09	-19.67	-8.97
其他因素对投资环节现金流量影响净额	7.77	-0.12	—	1.06	-0.30	0.09
投资环节产生的现金流量净额	-1.00	-6.48	-4.76	2.25	-0.72	-16.20

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

投资活动方面，由于该公司参股控股企业较多，每年均会对不符合发展战略的子公司股权进行处置，同时公司也会利用闲置资金购买理财产品，加上高新技术仍有一定的产能扩张投资支出，综合作用下，导致公司近年来投资活动现金流也呈现一定波动。2019-2021年及2022年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-4.76亿元、2.25亿元、-0.72亿元和-16.20亿元，其中2020年因处置子公司导致投资活动现金净回笼较多，2022年第一季度因贝特瑞项目投资持续推进导致投资活动现金净流出同比大幅增加。考虑到公司后续仍有一定规模的投资需求且仍可能继续处置子公司股权，预计未来公司投资性现金流仍将呈现波动。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
权益类净融资额	—	—	—	16.92	2.58	0.76
债务类净融资额	1.61	-3.95	6.38	-4.24	9.10	15.46
其中：现金利息支出	4.47	5.08	6.09	6.61	5.97	1.17
筹资环节产生的现金流量净额	16.49	-12.54	-1.98	3.30	0.95	14.80

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

该公司外部融资规模一直较大，公司主要以银行借款和发行债券方式获取资金，筹资活动主要是资金的筹措与偿付；2020年子公司贝特瑞完成了股票增发事项，当年权益类融资额大幅增加。综合影响下，2019-2021年及2022年第一季度，其筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.98亿元、3.30亿元、0.95亿元和14.80亿元，其中公司2021年偿还了到期的公司债导致筹资活动现金净流入同比有所下降。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一定波动。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	182.15	201.35	196.96	211.68	238.79	269.97
	67.19	67.45	65.20	66.45	64.41	66.02
其中：货币资金（亿元）	39.37	47.11	54.93	67.39	65.82	63.07
交易性金融资产（亿元）	10.20	5.27	5.77	10.59	3.75	11.20
应收票据（亿元）	6.33	7.52	3.63	2.98	1.33	2.20
应收账款（亿元）	20.65	28.55	19.33	19.76	33.67	40.57
应收款项融资（亿元）	—	—	4.10	3.95	11.37	7.52
存货（亿元）	90.43	95.60	91.48	85.34	101.41	114.03

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
其他应收款（亿元）	6.92	8.12	8.60	9.41	7.68	8.41
非流动资产(亿元,在总资产中占比%)	88.95	97.15	105.14	106.89	131.94	138.96
	32.81	32.55	34.80	33.55	35.59	33.98
其中：固定资产（亿元）	37.15	41.84	46.63	46.00	49.28	52.70
在建工程（亿元）	5.65	11.82	7.34	7.76	21.34	24.05
可供出售金融资产（亿元）	5.37	3.42	—	—	—	—
其他非流动金融资产（亿元）	—	—	4.28	3.23	4.38	3.91
无形资产（亿元）	10.70	10.97	10.98	10.81	11.52	11.86
长期股权投资（亿元）	11.44	10.31	13.25	12.11	12.67	13.12
期末全部受限资产账面金额（亿元）	11.66	9.75	14.10	11.02	15.25	21.13
受限资产账面余额/总资产（%）	4.30	3.27	4.67	3.46	4.11	5.17

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

随着经营规模的扩大，该公司资产总额逐年增长，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 302.10 亿元、318.57 亿元、370.73 亿元和 408.93 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约 65%，2021 年末为 64.41%。

从资产结构来看，2021 年末该公司流动资产为 238.79 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款和存货构成，年末余额分别为 65.82 亿元、3.75 亿元、33.67 亿元、7.68 亿元和 101.41 亿元。公司货币资金存量较为充裕，年末受限货币资金为 4.64 亿元，主要是银行承兑汇票、信用证、保函等的保证金。交易性金融资产主要是公司持有的股票及理财产品，年末因持有量减少使得余额较上年末有所下降。应收账款主要是高新技术业务板块应收货款，2021 年末占比为 84.32%，从账龄来看，年末公司应收账款账期在一年内的应收账款占比为 92.20%，截至年末已计提的坏账准备余额为 4.03 亿元。其他应收款主要是往来款和保证金，年末账面余额分别为 7.06 亿元和 1.81 亿元，其中往来款主要是公司与房地产业务合作开发方的往来款。随着房地产项目的去化，2021 年末公司存货规模有所减少，但仍主要由房地产开发成本和开发产品构成，年末账面余额分别为 52.68 亿元和 15.57 亿元，合计占存货总额比重的 67.30%，较上年末下降 7.62 个百分点，其余主要为高新技术业务和生物医药业务产生的原材料、库存商品和在产品等，年末公司已计提存货跌价准备余额为 2.81 亿元。公司开发成本期末余额较上年末略有增长，主要是新增龙岗区坂田街道河背南老围片区域城市更新项目 9.98 亿元所致，年末开发成本主要包括横岗茂盛城市更新项目和龙岗区坂田街道河背南老围片区域城市更新项目，余额分别为 36.04 亿元和 9.98 亿元。整体看，存货的变现能力直接决定了公司的资产质量与偿债能力，但公司房地产项目占用了大量资金，影响了公司的资产质量和资金使用效率。

2021 年末该公司非流动资产为 131.94 亿元，主要由长期股权投资、固定

资产、无形资产和在建工程构成，余额分别为 12.67 亿元、49.28 亿元、11.52 亿元和 21.34 亿元。其中长期股权投资为公司持有的参股公司股权，近年来一直保持在较大规模；固定资产为公司拥有的房屋建筑物和生产设备等，2021 年末因在建工程完工转固 10.42 亿元使得较上年末有所增长；在建工程主要是贝特瑞在建的扩产项目，2021 年末较上年末大幅增加主要是江苏贝特瑞生产厂区建设工程（二期）等持续推进以及新增常州贝特瑞生产厂区建设工程（3.55 亿元）、贝特瑞天津生产厂区建设工程（2.69 亿元）等；而无形资产主要是土地使用权、专利等。

2022 年 3 月末，该公司资产总额 408.93 亿元，较上年末增长 10.30%。其中，货币资金较上年末减少 4.18%；交易性金融资产较上年末增长 198.90%，主要是子公司购买理财产品增加所致；预付款项较上年末增长 145.61%，主要是预付原材料和委外加工货款增加所致；存货较上年末增长 12.44%至 114.03 亿元，主要是原材料和委托加工物资分别较上年末增长 71.02%和 52.22%至 9.82 亿元和 12.84 亿元所致，开发成本和开发产品较上年末变化较小；在建工程较上年末增长 12.71%至 24.05 亿元，主要是贝特瑞工程投入增加所致。其余科目虽有变化但影响较小。

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 2022 年 3 月末公司受限资产为 21.13 亿元，占资产总额的比重为 5.17%，主要用于开具银行承兑汇票及贷款抵质押⁶。公司受限资产占比较小，对其资产质量无明显负面影响。

图表 28. 2022 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	8.11	银行承兑汇票、信用证、保函、房地产业客户按揭贷款、拆迁安置补偿保证金等
应收票据	1.00	银行承兑汇票质押
存货	0.78	借款抵押
长期股权投资	0.18	借款质押
投资性房地产	1.78	借款抵押
固定资产	2.06	借款抵押
无形资产	3.98	借款质、抵押
在建工程	3.25	借款抵押
合计	21.13	-

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 29. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率	164.16	156.61	160.02	183.20	154.79	146.80

⁶ 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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
速动比率	79.27	80.50	84.31	107.85	85.32	77.11
现金比率	49.72	46.15	51.63	71.61	52.51	45.43

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

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

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司及其子公司作为被告涉及的未决诉讼情况如下：1993 年 2 月 10 日，王新锋与公司及深圳市亿汇科技有限公司等四家公司签署了《租赁土地协议书》，约定公司等四公司将位于宝安县观澜镇松元下村向西小组的 40 亩土地租赁给王新锋使用，租期为 1993 年 2 月 10 日至 2042 年 6 月 27 日，租金总计为 799.92 万元整。2016 年 4 月 20 日，涉案土地被深圳市规划国土委龙华管理局批准建设为振能小学，新锋综合贸易部以称其与深圳宝安新锋综合贸易部系同一主体且无法继续使用涉案土地为由，于 2020 年 1 月 8 日向深圳市龙华区人民法院提起诉讼，要求确认与公司等四公司签署的上述《租赁土地协议书》无效，并要求返还租金 799.92 万元、租金的占用利息 1635.31 万元，并诉请公司等四公司对上述款项的支付承担连带清偿责任。2020 年 7 月 7 日，深圳市龙华区人民法院进行开庭审理，暂未当庭判决。2020 年 8 月 17 日，深圳市龙华区人民法院作出一审裁定，裁定驳回原告新锋综合贸易部的起诉。新锋综合贸易部不服上述一审裁定，并于 2020 年 8 月 26 日提起上诉。2021 年 5 月 24 日，深圳市中级人民法院裁定撤销原裁定，指令深圳市龙华区人民法院受理，目前正在审理中。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要从事投资及管理事务，无经营性业务。2021 年末母公司资产总额为 131.37 亿元，其中货币资金 8.02 亿元，负债总额 95.33 亿元，资产负债率为 72.56%，处于高水平；2021 年母公司实现营业收入 0.28 亿元，净利润 1.96 亿元，盈利主要依靠投资收益；经营性现金流量净额 1.71 亿元。整体看，母公司无经营性业务，但集中了集团较多债务，且货币资金存量少，流动性压力大。另外，公司主要经营资源集中在下属子公司，存在一定程度的“子强母弱”现象。但公司对下属子公司具有较强的控制力度，根据公司章程可通过董事会实施控制或指派关键管理人员管控，在必要时可以调动非上市子公司资源满足偿债需求。

该公司本部质押了持有马应龙的部分股票，截至 2022 年 3 月末，公司本部累计质押持有的马应龙 1.00 亿股股票，占其所持股票数量的 79.26%，剩余未质押马应龙股票数量为 0.26 亿股。公司对马应龙的股权质押均为银行信用

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 2022 年 3 月末，该公司本部直接及间接分别持有友诚科技、大地和及贝特瑞 0.55 亿股、0.54 亿股和 3.32 亿股股票，期末未质押所持有的上述三家子公司股票，对应股票市值分别为 10.28 亿元、0.27 亿元和 225.94 亿元。

图表 30. 截至 2022 年 3 月末公司本部直接及间接持股情况（亿元）

证券代码	证券简称	上市情况	持股比例	2022 年 3 月 31 日 收盘价对应未质押 股权市值
600993.SH	马应龙	上交所 A 股	30.14%	6.83
0929.HK	国际精密	港股	53.78%	4.30
835185	贝特瑞	北交所	68.36%	225.94
831385	大地和	新三板	52.12%	0.27
836649	大佛药业	新三板	86.82%	5.11
870415	绿金高新	新三板	61.63%	0.53
873087	友诚科技	新三板	72.99%	10.28

资料来源：中国宝安

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 2022 年 3 月末，公司合并口径取得的银行贷款授信总额度为 276.76 亿元，其中已使用的授信额度为 101.47 亿元，尚未使用的授信额度为 175.30 亿元，公司仍有较大的后续融资空间。

图表 31. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	可使用余额	附加条件/增信措施
全部（亿元）	276.76	175.30	--
其中：国家政策性金融机构（亿元）	26.90	13.14	--
工农中建交五大商业银行（亿元）	73.23	39.74	--
其中：大型国有金融机构占比（%）	36.18	30.17	--

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 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 17 宝安 02 提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，跟踪期内该担保仍然有效，可为本次债券本息偿付提供进一步保障。

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，简称

“深圳投控”)、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立,初始注册资本为1亿元。深圳高新投于2004年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”,并于2011年更名为现名。经过多次增资及股权转让,截至2014年末,深圳高新投注册资本为22亿元。2014年9月,深圳高新投通过引进战略投资者(简称“引战”)方式增资扩股约40%股权。引入深圳远致富海三号投资企业(有限合伙)(简称“远致富海三号”)、深圳市海能达投资有限公司(简称“海能达”)、恒大企业集团有限公司(简称“恒大集团”)三家战略投资者,三者合计增资26.52亿元(其中12.13亿元作为股本溢价计入资本公积)。2016年末,深圳高新投注册资本增至48.52亿元。2017年12月,股东深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和远致富海三号合计增资40.00亿元(其中24.25亿元计入注册资本,15.75亿元计入资本公积),深圳高新投注册资本增至72.77亿元。2018年10月,深圳高新投将资本公积中的15.75亿元转增股本,注册资本增至88.52亿元。2018年12月,深圳市启动“四个千亿”计划支持区域内民营企业经营发展,深圳高新投及深圳市中小企业融资担保集团有限公司成为该计划的实施主力单位。在此背景下,2019年底,深圳高新投再获深圳市平稳发展基金增资50.00亿元,注册资本增至138.52亿元,资本实力进一步增强。截至2021年月末,深圳高新投注册资本为138.52亿元,其中深圳投控持股比例为31.12%,为其第一大股东。

深圳高新投作为国内最早成立的专业担保机构之一,业务模式较为成熟,形成以银行贷款担保、保证担保、金融产品增信和创业投资业务为主,资金管理及咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元化业务结构。2019年以来,受益于本部及子公司的增资扩股,深圳高新投银行贷款担保业务、资金管理业务、金融产品增信和保证担保业务均有所增长,整体业务规模持续扩大。近年来,深圳高新投金融产品增信规模增长主要来源于信托计划担保业务的发展,但受融资担保新规以及互联网金融监管趋严的影响,预计相关业务规模将逐步下降。深圳高新投新增代偿主要集中在银行贷款担保和保证担保业务。目前,深圳高新投单笔担保金额较小,代偿风险相对可控,但随着债券担保业务的发展,客户集中度风险将有所上升。近年来,深圳高新投委托贷款业务规模逐年扩大,随着民营企业融资环境趋紧,委托贷款逾期规模迅速上升,由于委托贷款主要以股票质押作为增信措施,随着股票市场波动加剧,此类资产的回收风险有所上升。深圳高新投还通过“投保联动”模式开展创业投资业务,并尝试合作管理创投基金。得益于早期投资项目的上市,深圳高新投投资收益形成对利润的一定补充。

截至2021年末,深圳高新投经审计的合并口径资产总额为388.48亿元,所有者权益为230.56亿元,其中归属于母公司所有者权益为187.62亿元;当年度实现营业收入28.14亿元,其中担保业务收入11.18亿元,资金管理业务收入16.21亿元,实现净利润11.82亿元。

整体来看,深圳高新投提供的担保进一步增强了17宝安02本息偿付的

安全性。

跟踪评级结论

2021年3月，该公司第一大股东发生变更，目前暂未对公司日常管理和经营造成影响。公司法人治理结构完善，管理团队的经验较丰富，组织架构建设合理，能够满足公司现阶段经营发展需要。

该公司主业较为突出，其中高新技术业务和生物医药业务主要运营主体贝特瑞和马应龙的产品在细分市场均有较强的竞争优势和较突出的市场地位。现阶段，贝特瑞的产能扩建项目投资规模较大，需关注投产后的产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对其运营情况的影响。公司房地产业务目前处于去化阶段，另外公司部分城市更新项目资金占用量大、开发周期长，关注相关风险。跟踪期内，受益于高新技术业务经营业绩提升，公司主业经营收益有所增长，但期间费用侵蚀了主业盈利空间，交易性金融资产公允价值变动、投资收益和政府补助对公司利润影响较大，其盈利稳定性需持续关注。

跟踪期内，该公司营运资金需求持续增加，刚性债务仍维持在较大规模，有较大的即期偿债压力。核心子公司贝特瑞完成股票增发事项，公司净资产实力有明显增强，负债经营程度有所下降。目前公司货币资金存量仍较为充裕，融资渠道较畅通，可为其即期债务的偿付提供一定缓冲。深圳高新投对17宝安02提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，跟踪期内该担保仍然有效，可为本次债券本息偿付提供进一步保障。

附录一：

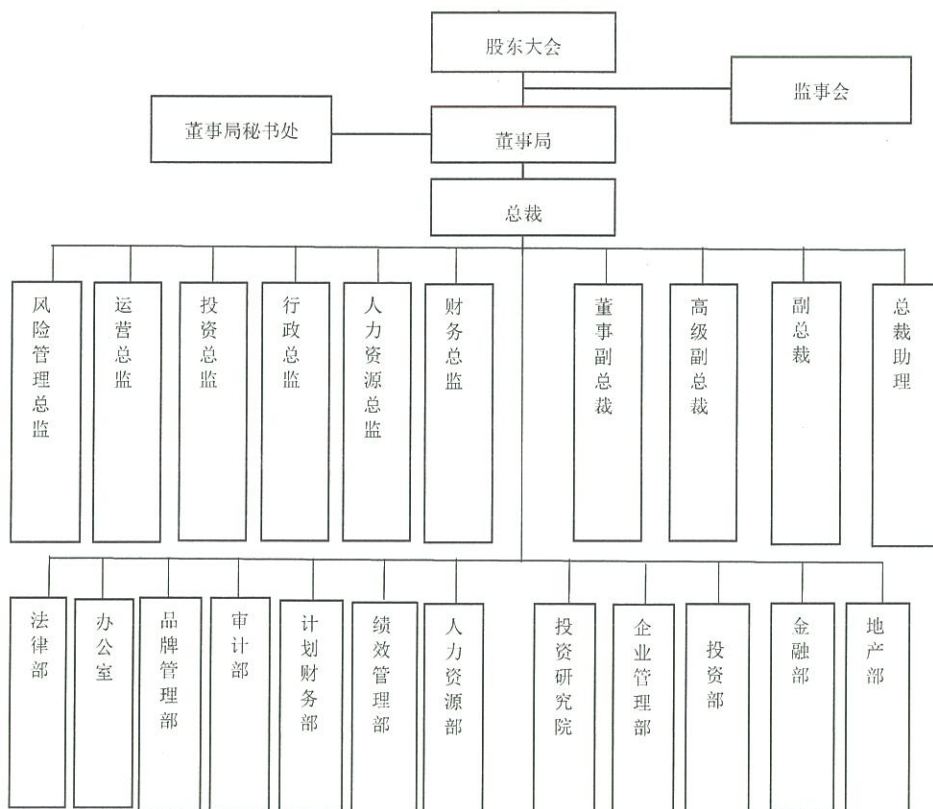
公司与实际控制人关系图



注：根据中国宝安提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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	—	高科技、生物医药、房地产	79.09	36.04	0.28	1.96	1.71	母公司口径
贝特瑞新材料集团股份有限公司	贝特瑞	子公司	68.36	新能源、新材料	41.48	79.20	104.91	14.40	-8.81	
马应龙药业集团股份有限公司	马应龙	子公司	30.14	医药	1.29	33.14	33.85	4.74	5.97	
国际精密集团有限公司	国际精密	子公司	53.75	精密制造	1.23	16.49	8.90	0.68	0.41	

注：根据中国宝安 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

发行人主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022 第一季度
资产总额 [亿元]	302.10	318.57	370.73	408.93
货币资金 [亿元]	54.93	67.39	65.82	63.07
刚性债务[亿元]	120.22	113.67	125.29	147.02
所有者权益 [亿元]	107.08	132.45	156.59	162.14
营业收入[亿元]	119.49	105.94	175.53	56.83
净利润 [亿元]	7.12	10.68	17.59	4.51
EBITDA[亿元]	22.61	25.38	33.83	—
经营性现金净流入量[亿元]	13.38	6.55	-2.79	-4.74
投资性现金净流入量[亿元]	-4.76	2.25	-0.72	-16.20
资产负债率[%]	64.56	58.42	57.76	60.35
权益资本与刚性债务比率[%]	89.06	116.52	124.98	110.28
流动比率[%]	160.02	183.20	154.79	146.80
现金比率[%]	51.63	71.61	52.51	45.43
利息保障倍数[倍]	2.53	2.98	4.41	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	513.45	529.62	328.02	—
毛利率[%]	35.11	34.11	28.74	24.69
营业利润率[%]	9.61	13.28	12.25	9.44
总资产报酬率[%]	5.69	6.36	7.71	—
净资产收益率[%]	6.73	8.92	12.17	—
净资产收益率*[%]	5.57	10.62	13.88	—
营业收入现金率[%]	87.67	89.39	74.07	73.42
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.63	5.49	-2.07	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.43	4.62	-1.75	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.34	3.83	5.61	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.22	0.28	—

注：表中数据依据中国宝安经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 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：

担保方主要数据及指标

主要财务数据与指标	2019年	2020年	2021年
实收资本(亿元)	121.12	138.52	138.52
股东权益(亿元)	215.58	221.06	230.56
总资产(亿元)	319.36	336.67	388.48
货币资金(亿元)	23.46	33.66	43.65
风险准备金(亿元)	6.07	7.01	11.36
营业收入(亿元)	27.87	27.82	28.14
营业利润(亿元)	15.62	16.09	17.24
净利润(亿元)	11.53	12.01	11.82
平均资本回报率(%)	6.92	5.50	5.24
融资担保风险准备金充足率(%)	8.11	-	-
融资担保放大倍数(倍)	6.93	-	-
担保发生额(亿元)	1,661.07	-	-
期末在保责任余额(亿元)	1,909.24	-	-
银行贷款担保累计担保代偿率(%)	0.58	-	-
保证担保累计担保代偿率(%)	0.09	-	-
金融产品担保累计担保代偿率(%)	-	-	-
银行贷款担保累计代偿回收率(%)	60.74	-	-
保证担保累计代偿回收率(%)	11.95	-	-
金融产品担保累计代偿回收率(%)	-	-	-

注1：根据深圳高新投经审计的2019-2021财务数据以及2019年期间业务数据整理计算；

注2：融资担保放大倍数由深圳高新投计算并提供。

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级	含义	
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	3	
		市场竞争	3	
		盈利能力	1	
		公司治理	1	
	财务风险	财务政策风险	2	
		会计政策与质量	1	
		现金流状况	5	
		负债结构与资产质量	2	
		流动性	3	
		个体风险状况		2
		个体调整因素调整方向		不调整
		调整后个体风险状况		2
外部支持	支持因素调整方向		不调整	
主体信用等级			AA+	

附录八：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2013年9月12日	AA/稳定	唐俊、陈思阳	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	评级结果变化	2016年12月27日	AA/稳定	-	-	公告链接
	前次评级	2021年7月12日	AA/稳定	陈思阳、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年5月26日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
20 宝安集 MTN001	历史首次评级	2020年7月8日	AA ⁺	翁斯喆、李海瑞	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年5月24日	AA ⁺	陈思阳、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年5月26日	AA ⁺	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	--
17 宝安 02	历史首次评级	2017年8月17日	AAA	陈思阳、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年5月24日	AAA	陈思阳、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年5月26日	AAA	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
21 宝安 01	历史首次评级	2021年7月12日	AA ⁺	陈思阳、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年5月26日	AA ⁺	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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之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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。