

跟踪评级公告

联合〔2019〕1323号

广州市香雪制药股份有限公司：

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

广州市香雪制药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广州市香雪制药股份有限公司公开发行的“17 制药 01”、“17 制药 02”和“18 制药 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

广州市香雪制药股份有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

评级展望：稳定

上次评级结果：AA

评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 制药 01	6 亿元	2+1 年	AAA	AAA	2018.5.29
17 制药 02	3 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2018.5.29
18 制药 01	2 亿元	1+1 年	AAA	AAA	2018.4.17

担保方式：深圳高新投对“17 制药 01”提供全额无条件不可撤销连带责任担保；广东再担保对“17 制药 02”和“18 制药 01”提供全额无条件不可撤销连带责任担保

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

发行人主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	79.89	92.41	86.26	87.73
所有者权益 (亿元)	36.84	38.84	40.12	40.55
长期债务 (亿元)	9.54	20.57	13.08	13.22
全部债务 (亿元)	33.99	45.09	36.44	37.53
营业收入 (亿元)	18.62	21.87	25.04	6.53
净利润 (亿元)	0.98	1.12	0.88	0.44
EBITDA (亿元)	2.88	3.89	3.82	--
经营性净现金流 (亿元)	1.98	1.10	0.91	-1.28
营业利润率 (%)	30.73	28.63	35.72	34.04
净资产收益率 (%)	2.70	2.96	2.23	1.08
资产负债率 (%)	53.88	57.97	53.48	53.78
全部债务资本化比率 (%)	47.98	53.72	47.60	48.06
流动比率 (倍)	0.90	1.51	1.22	1.21
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.09	0.10	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.24	1.83	2.03	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.26	0.35	0.35	--

担保方深圳高新投-主要财务数据:

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额 (亿元)	82.02	78.99	134.70	196.15
所有者权益 (亿元)	63.96	65.59	111.96	115.34
营业总收入 (亿元)	9.34	11.01	15.05	13.49
净利润 (亿元)	6.07	7.09	8.35	8.62

担保方广东再担保-主要财务数据:

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额 (亿元)	63.23	80.02	84.57	85.28
所有者权益合计 (亿元)	53.95	69.21	73.10	73.99
营业收入 (亿元)	4.82	4.94	4.69	1.79
净利润 (亿元)	2.13	2.70	3.85	0.91

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、公司 2019 年一季度未经审计，相关指标未年化；4、公司 2016 年和 2017 年发行的短期融资券均调入短期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”或“香雪制药”）整体经营平稳，主要产品产销情况良好，收入规模有所增长，经营活动现金流保持净流入，整体债务负担有所下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到医药行业政策变动较大、公司商誉规模较大且存在减值风险、公司利润对投资收益依赖较大、债务负担较重且短期偿债压力较大、大额应收类款项和存货对营运资金存在严重占用等因素对公司信用水平的不利影响。

未来，随着公司产业链布局进一步完善、经销商库存逐步消化和营销模式调整逐步到位，公司收入及利润规模有望实现增长。

公司发行的“17 制药 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保、“17 制药 02”和“18 制药 01”由广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，两家担保公司经营情况良好，其对上述债券的担保有效提升了上述债券的信用水平。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“17 制药 01”、“17 制药 02”和“18 制药 01”的债项的信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，公司整体经营稳定，收入规模有所扩大，核心产品经营销售情况良好，经营活动现金流保持净流入，整体债务负担有所下降。

2. 跟踪期内，广东再担保和高新投经营情况良好，其对上述债券的担保有效提升了上述债券的信用水平。

关注

1. 2018年，医药改革深入推进，医保控费力度增大，药品价格面临下行压力，可能对公司未来盈利能力产生不利影响。

2. 跟踪期内，公司货币资金受限比例较高；应收类款项和存货规模很大，对公司营运资金占用严重。

3. 公司利润主要依赖于投资收益和其他收益，持续性较差；债务负担仍然较重，且短期债务为主，短期偿债压力较大。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

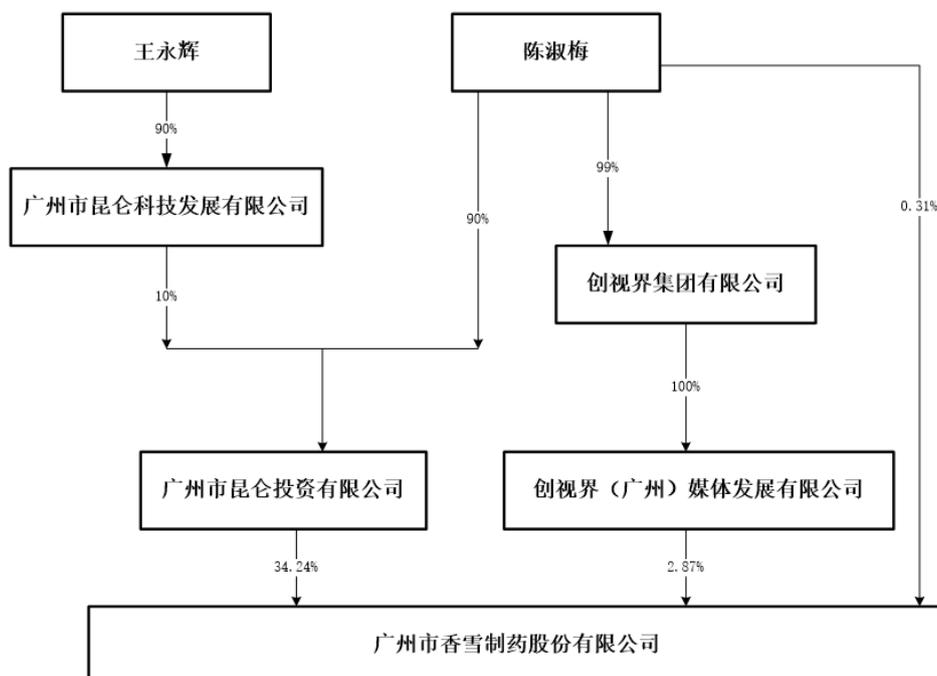
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”或“香雪制药”）成立于1997年12月，是经广州市经济体制改革委员会《关于同意设立广州市香雪制药股份有限公司的批复》（穗改股字【1997】68号）批准，在对原广州市罗岗制药厂进行整体改制的基础上，由广州市昆仑投资有限公司（以下简称“昆仑投资”）、广州罗岗镇经济发展公司、广州保税区昆仑国际工贸有限公司、广州白云区罗岗城镇建设开发公司和广州市昆仑科技发展有限公司以发起方式设立的股份有限公司，注册资本为0.45亿元。后经历次增资扩股及股权转让，截至2009年12月24日，公司注册资本增加至0.92亿元。2010年12月15日，公司在深证证券交易所创业板上市（股票简称：香雪制药，股票代码：300147.SZ），募集资金10.54亿元。2015年6月，公司配股15,190.30万股，募集资金15.89亿元。截至2019年3月底，公司注册资本6.61亿元，控股股东为昆仑投资，其直接持有公司34.24%股份，昆仑投资的一致行动人创视界（广州）媒体发展有限公司（以下简称“创视界媒体”）持有公司2.87%的股份；公司实际控制人为王永辉、陈淑梅夫妇，公司股权结构如下。截至2019年3月底，控股股东的一致行动人创视界媒体已质押所持公司的股份共计18,980,000股，占其持有公司股份总数的99.99%。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司最新经营范围为：中药材种植；生产气雾剂、片剂、硬胶囊剂（含头孢菌素类）、颗粒剂、口服液、合剂、口服溶液剂、中药饮片、中药前处理及提取车间（口服制剂）（按有效许可经营）；经营本企业自产产品及相关技术的进出口业务；经营本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进出口业务；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务（具体按资格证书经营）；市场策划，企业管理咨询。

截至2019年3月底，公司组织结构未发生变化；公司合并范围内共有54家子公司；公司在

职员工合计 3,561 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 86.26 亿元，负债合计 46.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 40.12 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 34.31 亿元。2018 年，公司实现营业收入 25.04 亿元，净利润（含少数股东损益）0.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 0.91 亿元，现金及现金等价物净增加额为-4.45 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 87.73 亿元，负债合计 47.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.55 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 34.61 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.53 亿元，净利润（含少数股东损益）0.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.28 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.37 亿元。

公司注册地址：广州市萝岗区广州经济技术开发区科学城金峰园路 2 号；法定代表人：王永辉。

二、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2017]1451号文核准，公司获准发行不超过12亿元（含12亿元）的公司债券。

公司所发行第一期债券名称为“广州市香雪制药股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，于2017年11月2日发行，发行金额6亿元，票面利率5.6%，期限为3年，债券存续期第2年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券于2017年12月7日起在深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易，债券简称“17制药01”，债券代码“112610.SZ”；本期债券由深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

公司所发行第二期债券名称为“广州市香雪制药股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，于2017年11月23日发行，发行金额3亿元，票面利率6.1%，期限为5年，债券存续期第3年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券于2017年12月26日起在深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易。债券简称“17制药02”，债券代码“112620.SZ”；本期债券由广东再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

公司所发行第三期债券名称为“广州市香雪制药股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，于2018年5月2日发行，发行金额2亿元，票面利率6.38%，期限为3年，债券存续期第2年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券于2018年6月13日日在深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易。债券简称“18制药01”，债券代码“112695.SZ”。本期债券由广东再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至2019年3月底，“17制药01”、“17制药02”和“18制药01”已按募集说明书约定用途全部用于偿还公司债务。

截至本报告出具日，上述债券均已按期支付利息。

三、行业分析

1. 行业概况

医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010年以来,随着基层医疗机构的发展,新兴农村合作医疗建设以及医改的深入,中国药品市场需求快速增长。2015-2017年,医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示,2018年,中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓,全国规模以上医药制造业企业实现营业收入24,264.7亿元,同比增长12.4%;其中主营业务收入23,986.3亿元,同比增长12.6%;实现利润总额3,094.2亿元,同比增长9.5%。

总体看,近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段,医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓,在需求端的刺激下,2016年起行业开始企稳回升;但从各子行业增速波动情况来看,行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变,行业分化趋势愈加明显。

2. 行业关注

(1) 行业集中度低,兼并重组步伐加快,需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低,呈粗放型发展的态势,制药企业数量多、规模小,集中度低,市场较为分散。随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控,行业内资源不断向优势企业集中。与此同时,企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险,一旦整合不达预期,较易发生计提商誉减值情形。2018年,多家医药行业上市公司发生商誉减值,对企业利润水平造成负面影响。

(2) 研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药,新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域,虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平,但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看,中国新药研发体系以高校和科研院所为主,而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成,研发投入不足,严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

(3) 一致性评价进程加快,将加速企业间分化

自2016年一致性评价工作启动以来,国家陆续出台多项配套细则,保障一致性评价工作持续推进。在配套政策支持方面,通过一致性评价的品种,药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注,并将其纳入《中国上市药品目录集》;对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到3家以上的,在药品集中采购等方面,原则上不再选用未通过一致性评价的品种。仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点;同时,随着其他配套政策的逐步落实,企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

3. 未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势,政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时,随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地,药品价格下降趋势仍将持续,企业间分化将继续加大,具备规模优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出,行业集中度及企业规模有望进一步提升,行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看,医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队无重大变动，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务为现代中药及中药饮片的研发、生产与销售，同时经营医疗器械、保健用品、软饮料、少量西药产品和医药流通等业务。

2018年，公司营业收入25.04亿元，同比增长14.49%，净利润0.88亿元，同比下降21.54%，主要系公司2017年处置子公司取得投资收益较高基数较大所致。2018年，公司主营业务收入为23.57亿元，占营业收入的比重为94.11%，公司主业仍突出。

从收入结构来看，2018年，公司仍以中药产品和医药流通为主。从业务板块来看，2018年，公司中药产品收入14.78亿元，同比增长17.12%，主要系受流感疫情影响，抗病毒口服液销量增长所致；2018年，公司医药流通收入6.05亿元，同比下降2.98%，变动不大；软饮料、保健品、医疗器械和西药产品在公司收入中占比较小，对公司收入影响不大。

表1 2016~2018年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
中药产品	111,739.86	61.07	37.50	126,207.01	58.68	31.92	147,817.42	59.03	37.38
医药流通	49,245.35	26.92	8.42	62,404.43	29.02	13.59	60,544.37	24.18	15.46
软饮料	9,335.60	5.10	42.96	12,896.93	6.00	43.99	12,760.45	5.10	43.05
保健品	9,406.62	5.14	58.90	10,125.38	4.71	55.56	10,428.94	4.16	59.56
医疗器械	2,044.64	1.12	70.63	1,820.16	0.85	76.38	1,683.30	0.67	70.96
西药产品	1,189.01	0.65	4.79	1,609.81	0.75	72.55	2,451.16	0.98	72.00
合计	182,961.07	100.00	31.21	215,063.72	100.00	29.12	235,685.63	94.11	33.64

资料来源：公司提供

毛利率方面，2018年，中药产品毛利率为37.38%，较上年提高5.46个百分点，主要系原材料价格下降及产品价格上升所致；医药流通毛利率为15.46%，较上年提高1.87个百分点，主要系公司减少毛利率较低的代理品种所致。综上，2018年，公司主营业务毛利率33.64%，较上年提高4.52个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入6.53亿元，较上年同期增长11.41%；实现净利润0.44亿元，同比增长41.96%，主要系政府补助和投资收益增长所致。

总体看，2018年，中药产品和医药流通仍为公司最主要的收入来源，在中药产品收入增长带动下，整体收入规模有所增长，但利润规模下降较大；受原材料成本下降和代理产品结构调整的影响，公司主营业务毛利率有所提高。

2. 中药产品

公司中药产品仍主要包括抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列产品以及中药饮片，生产经营主体较上年未发生变化。

(1) 原材料采购

2018年,从采购均价看,由于中药材为自然生长、季节采集,且产地分布具有明显的地域性,其产量和质量受到温度、日照、雨量、自然灾害等环境及生态因素的影响,导致价格波动性较大,板蓝根和橘红采购均价有所下降,分别下降15.12%和15.96%,蔗糖和连翘采购均价有所上升,分别上升3.39%和20.73%。从采购量看,公司主要模式是“以销定产,以产定采”,2018年,板蓝根和连翘采购量较上年有所上升,主要系抗病毒口服液销售量增加所致;蔗糖采购量较上年有所下降,主要系软饮料销量有所下降所致;橘红采购量较上年有所增加,主要系橘红系列产品销量增加所致。

表2 2016~2018年公司主要原材料采购情况(单位:吨、元/吨、万元)

品种	2016年			2017年			2018年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
板蓝根	811.00	9,177.00	744.25	476.18	11,535.34	549.29	530.18	9,791.72	519.14
蔗糖	4,990.00	5,058.00	2,523.94	5,100.30	5,896.49	3,007.39	4,307.05	6,096.62	2,625.84
连翘	134.00	34,489.00	462.15	109.38	35,695.74	390.44	121.11	43,096.46	521.95
橘红	212.00	30,270.00	641.72	471.00	23,779.19	1,120.00	519.55	19,983.83	1,038.27
合计	6,147.00	--	4,372.07	6,156.86	--	5,067.12	5,477.90	---	4,705.20

资料来源:公司提供

注:表中主要列示的是抗病毒口服液、板蓝根颗粒和橘红系列产品的原材料;中药饮片原材料由子公司独立采购,未包含在表中。

跟踪期内,公司采购模式、采购结算方式较上年无变化。

从供应商集中度来看,2018年,公司前五名采购客户采购金额占采购总额的比重为22.05%,较上年有所提升,但仍处于较低水平,公司对上游单一供应商依赖度不高。

总体看,2018年,公司主要原材料采购量及采购均价受产品销售结构影响有所波动,公司供应商集中度较低,对上游供应商依赖度不高。

(2) 产品生产

主要产品产能方面,2018年,公司主要产品的产能较上年均未无变化。产能利用率方面,公司以销定产,产品产能利用率由销售情况决定。2018年,抗病毒口服液产能利用率为72.07%,较上年提升22.71个百分点,主要系受流感疫情影响销售量增加所致;板蓝根颗粒产能利用率偏低为10.55%,较上年下降5.49个百分点,主要系公司根据库存情况主动减少板蓝根产量所致;橘红系列产品产能利用率和中药饮片产能利用率仍保持在较高水平。

表3 2016~2018年公司主要自产药品生产情况

产品	项目	2016年	2017年	2018年
抗病毒口服液	产能(单位:万支)	36,960.00	36,960.00	36,960.00
	产量(单位:万支)	19,862.00	18,244.00	26,638
	产能利用率(%)	53.74	49.36	72.07
板蓝根颗粒	产能(单位:吨)	5,300.00	5,300.00	5,300.00
	产量(单位:吨)	868.00	559.00	268.00
	产能利用率(%)	16.38	10.55	5.06
橘红系列	产能(单位:吨)	1,500.00	1,500.00	1,500.00
	产量(单位:吨)	1,844.00	1,725.00	1,623.00
	产能利用率(%)	122.93	115.00	108.00
中药饮片	产能(单位:吨)	33,000.00	33,000.00	33,000.00

	产量（单位：吨）	32,836.00	38,329.00	41,520.00
	产能利用率（%）	99.50	116.15	126.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要产品生产方式无变化。

总体看，2018年，公司主要产品产能、生产方式无变化，抗病毒口服液产能利用率增长较快；橘红和中药饮片产能利用率仍处于较高水平。

（3）产品销售

从销售价格来看，2018年，除抗病毒口服液销售单价较上年持平外，其余主要产品的销售单价均较上年有所提升。从销量来看，2018年，除板蓝根颗粒销量下降外，中药饮片、抗病毒口服液和橘红系列均有所上升。综上，2018年，公司主要产品销售收入均实现增长。

产销率方面，2018年，抗病毒口服液产销率较上年下降 18.33 个百分点；板蓝根颗粒产销率较上年提升 90.26 个百分点，主要系公司根据市场需求和自身库存主动缩减板蓝根产量所致；橘红系列产销率保持稳定；中药饮片下游需求旺盛，销量增长较快，产销率较上年提升 12.60 个百分点。

表4 2016~2018年公司主要产品销售情况

产品	指标	2016年	2017年	2018年
抗病毒口服液	销量（万支）	22,252.00	19,461.00	23,532.00
	销售收入（万元）	23,355.92	20,158.21	24,452.52
	销售单价（元/支）	1.05	1.04	1.04
	产销率（%）	112.03	106.67	88.34
板蓝根颗粒	销量（吨）	1,343.00	538.40	500.00
	销售收入（万元）	3,417.13	2,341.96	2,425.29
	销售单价（万元/吨）	2.54	4.35	4.85
	产销率（%）	154.72	96.31	186.57
橘红系列	销量（吨）	1,692.00	1,594.00	1,745
	销售收入（万元）	18,732.60	18,080.25	21,373.25
	销售单价（万元/吨）	11.07	11.34	12.25
	产销率（%）	91.76	92.41	92.41
中药饮片	销量（吨）	30,259.00	37,336.00	40,890.00
	销售收入（万元）	61,328.96	81,159.93	92,485.25
	销售单价（万元/吨）	2.03	2.17	2.26
	产销率（%）	92.15	85.88	98.48

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2018年，公司向前五名客户销售额合计占营业收入的比重为16.19%，较上年集中度有所下降，客户集中度较低。

跟踪期内，公司主要产品销售结算方式较上年无重大变化。

总体看，2018年，公司主要产品整体销售情况较好，产品产销率整体维持在较高水平。

3. 在建及拟建项目

截至 2018 年底，公司主要在建工程项目预计总投资 6.80 亿元，目前已投入 2.86 亿元，尚需投入 3.94 亿元，存在一定资金支出压力，具体情况见下表。

表 5 截至 2018 年底公司主要在建工程情况 (单位:万元)

项目	预计总投资	累计已完成投资	尚需投入	资金来源
云南香格里拉健康产业园项目	18,000.00	7,641.71	10,358.29	自筹
五华生物医药产业园工程(一期)	20,000.00	9,283.10	10,716.90	自筹
汕尾产业园一期	30,000.00	11,637.53	18,362.47	自筹
总计	68,000.00	28,562.34	39,437.66	--

资料来源: 公司提供

总体看, 公司在建工程投资规模尚可, 仍存在一定资金支出压力。

4. 经营关注

(1) 并购项目的投资风险

公司通过并购方式实现业务快速发展, 并购亳州沪谯药业有限公司(以下简称“沪谯药业”)、湖北天济中药饮片有限公司(以下简称“湖北天济”)、广东兆阳生物科技有限公司(以下简称“兆阳生物”)等公司, 进一步整合充实主营业务。并购本身是十分复杂的商业运作, 涉及经济、政策等多方面的风险, 而且大量的并购、重组对于公司的经营管理和整合能力也提出了很高的要求, 使公司面临整合难度加大和资金紧张等问题。

(2) 药品降价风险

随着药品价格改革、医疗保险制度改革的深入以及其他政策、法规的调整或出台, 公司产品的价格可能会因此降低; 公司出于进一步扩大市场份额等因素的考虑, 可能对部分产品价格进行主动下调; 另外, 随着医药产品市场竞争的进一步加剧, 医院药品招投标方式采购的进一步推广, 也可能导致公司产品价格下降。

5. 未来发展

公司以中药现代化为发展方向, 坚持内生性增长、外延性拓展、商业模式创新和前沿领先技术四轮驱动的发展战略, 不断提升企业核心竞争力, 实现公司持续、健康、快速发展。

未来, 公司将以沪谯药业和湖北天济为核心, 继续稳步推进中药饮片业务的发展。此外, 公司将积极布局精准医疗产业链。公司将瞄准布局精准医疗领域, 通过整合现有的先进技术, 依托合作医疗机构, 协同三甲医院, 开展细胞临床科研合作, 搭建精准诊断和精准治疗中心。

总体看, 公司战略结合了自身比较优势和当前行业环境, 能够支持公司的可持续发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度财务报表已经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告; 公司 2019 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。会计政策变更上, 财政部于 2018 年 6 月 15 日发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号), 对一般企业财务报表格式进行了修订。公司按照规定, 对财务报表格式进行了相应修订。

合并范围变更方面, 2018 年, 公司合并范围新增 2 家公司, 分别为投资设立的广州香雪健康产业股权投资管理有限公司和广州香雪南方精准医学科技有限公司, 公司合并范围变化不大, 财务

可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 86.26 亿元，负债合计 46.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 40.12 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 34.31 亿元。2018 年，公司实现营业收入 25.04 亿元，净利润（含少数股东损益）0.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 0.91 亿元，现金及现金等价物净增加额为-4.45 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 87.73 亿元，负债合计 47.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.55 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 34.61 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.53 亿元，净利润（含少数股东损益）0.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.28 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.37 亿元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额86.26亿元，较年初下降6.66%，主要系流动资产下降所致。截至2018年底，公司资产结构改变为以非流动资产（占比54.57%）为主。

资产

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 39.19 亿元，较年初下降 19.58%，主要系货币资金减少所致；公司流动资产以货币资金（占比 16.59%）、应收账款（占 21.33%）、其他应收款（占比 29.05%）、存货（占比 15.06%）和其他流动资产（占比 14.01%）为主。

截至2018年底，公司货币资金为6.50亿元，较年初下降54.02%，主要系2017年债务融资规模较大，以及2018年偿还到期债务所致；其中银行存款占66.46%，其他货币资金占33.38%，其他为库存现金。公司其他货币资金主要为履约保证金、银行承兑汇票保证金等，其他货币资金受限金额为2.16亿元，受限比例较高。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 8.36 亿元，较年初增长 3.40%；公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额占应收账款余额的 95.48%；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 8.56 亿元，从应收账款余额的账龄来看，以 1 年以内为主（占 91.59%）；从计提坏账准备看，公司累计计提坏账准备 0.61 亿元；从应收账款余额集中度看，公司应收账款欠款方前五名占比 23.02%，集中度一般。公司应收账款金额较大，对资金造成一定占用，存在一定的回收风险。

截至2018年底，公司其他应收款账面价值11.38亿元，较年初下降11.72%，主要系上年公司转让子公司广州协和精准医疗有限公司基数较高所致；从其他应收款余额性质看，主要为往来款（占比97.68%）；其他应收款前五名占比94.98%，集中度很高；公司其他应收款计提坏账准备0.70亿元，计提比例为5.79%。

截至2018年底，公司存货账面价值5.90亿元，较年初增长16.95%，主要系原材料和库存商品增加所致；存货账面价值以库存商品（占比59.83%）、原材料（占比20.51%）和在产品（占比8.98%）为主；公司计提存货跌价准备0.07亿元，存货跌价计提金额较小，未来仍面临一定的存货跌价风险。

截至2018年底，公司其他流动资产5.49亿元，较年初下降13.18%，主要系银行理财产品赎回所致；其他流动资产中银行理财产品占比85.43%，待抵扣进项税占比14.57%。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产47.07亿元，较年初增长7.75%，主要系固定资产和无形资产增

加所致；公司非流动资产以可供出售金融资产（占比5.34%）、固定资产（占比39.41%）、在建工程（占比17.59%）、无形资产（占比14.60%）和商誉（占比13.70%）为主。

截至2018年底，公司可供出售金融资产为2.51亿元，较年初下降21.38%，主要系公司与抚松长白山人参市场投资发展有限公司的控股股东存在经济纠纷，预计5,000万投资款无法收回，全额计提减值准备所致。

截至2018年底，公司固定资产账面价值18.55亿元，较年初增长20.48%，主要系在建工程转固所致；公司固定资产账面价值以房屋及建筑物（占比73.58%）和机器设备（占比23.13%）为主；固定资产累计计提折旧4.72亿元，累计减值金额0.03亿元，固定资产成新率76.62%，成新率尚可。

截至2018年底，公司在建工程8.28亿元，较年初下降3.61%，变动不大；其中，新增投入3.21亿元，转入固定资产3.62亿元。

截至2018年底，公司无形资产账面价值6.87亿元，较年初增长80.55%，主要系购置土地使用权和内部研发项目转入无形资产所致；无形资产账面价值主要由土地使用权（占比62.74%）、专利（占比13.97%）和非专利技术（占比22.56%）构成；公司无形资产累计摊销0.97亿元。

截至2018年底，公司商誉账面价值为6.45亿元，较年初下降0.31%；公司共计提商誉减值金额352.55万元。未来，若被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

截至2018年底，公司受限资产总额为10.36亿元，占资产总额的比重为12.01%，受限资产占比不高；其中受限货币资金2.16亿元，受限应收账款0.33亿元，受限长期股权投资4.58亿元，受限固定资产0.62亿元，受限在建工程2.44亿元，受限无形资产0.19亿元，受限应收票据0.04亿元。

截至2019年3月底，公司资产总计87.73亿元，较年初增长1.71%；其中流动资产占比45.76%，非流动资产占比54.24%，较年初相比变化不大。

总体看，2018年底，公司资产规模有所下降，资产结构变为以非流动资产为主；公司资产受限规模较小，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

截至2018年底，公司负债46.13亿元，较年初下降13.88%，主要系非流动负债下降所致；从负债结构来看，流动负债占比69.85%，负债结构仍以流动负债为主。

负债

流动负债

截至2018年底，公司流动负债32.22亿元，较年初下降0.40%；公司流动负债主要以短期借款（占比45.40%）、应付账款（占比13.39%）、其他应付款（占比8.72%）和一年内到期的非流动负债（占比26.47%）为主。

截至2018年底，公司短期借款14.63亿元，较年初下降11.29%，主要系偿还短期借款所致；短期借款主要为信用借款（占比62.88%）和保证借款（占比31.31%）；公司应付账款4.31亿元，较年初增长5.77%，变动不大；公司其他应付款2.81亿元，较年初增长60.90%，主要系往来款增加所致；公司一年内到期的非流动负债8.53亿元，主要为一年内到期的长期借款转入所致。

非流动负债

截至2018年底，公司非流动负债13.91亿元，较年初下降34.44%，主要系长期借款和长期应付款减少所致；非流动负债主要由长期借款（占比15.26%）和应付债券（占比78.81%）所构成。

截至2018年底，公司长期借款2.12亿元，较年初下降77.08%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致；公司应付债券10.96亿元，较年初增长22.39%，主要系2018年新发行一期公司债券

所致：目前存续的债券分别为“17制药01”、“17制药02”和“18制药01”，到期时间分别为2020年、2021年和2022年，债券期限较为分散，集中兑付压力较小。

截至2018年底，公司全部债务36.44亿元，较年初下降19.17%，主要系公司偿还到期债务所致；其中短期债务23.36亿元（占比64.10%），长期债务13.08亿元（占比35.90%），仍以短期债务为主；公司的资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为53.48%、47.60%和24.59%，较年初分别下降4.49个百分点、6.12个百分点和10.04个百分点，公司债务负担有所减轻，但仍然较重。

截至2019年3月底，公司负债合计47.18亿元，较年初增长2.27%；其中流动负债33.24亿元（占比70.46%），非流动负债13.94亿元（占比29.54%），负债结构较年初变化不大。截至2019年3月底，公司全部债务37.53亿元，较年初增长2.98%；其中短期债务24.31亿元，长期债务13.22亿元，仍以短期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为53.78%、48.06%和24.58%，较年初变动不大。

总体看，2018年底，公司负债规模有所下降，负债结构仍以流动负债为主，由于公司偿还到期债务，缩减融资规模，整体债务规模有所下降，但仍有一定的短期偿债压力。

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益40.12亿元，较年初增长3.31%，其中归属于母公司所有者权益34.31亿元（占公司所有者权益85.50%），其中股本占比19.28%、资本公积占比62.67%、盈余公积占比2.71%、未分配利润占比17.79%，所有者权益构成较年初变化不大；所有者权益中以股本和资本公积为主，所有者权益的稳定性较强。

截至2019年3月底，公司所有者权益40.55亿元，较年初增长1.07%，权益结构较年初变动较小。

总体看，2018年底，公司所有者权益规模有所增长，所有者权益稳定性仍较强。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入25.04亿元，同比增长14.49%，主要系公司中药制造板块收入增加所致；公司实现净利润0.88亿元，同比下降21.54%，主要系投资收益和其他收益减少所致。

从期间费用看，2018年，公司期间费用为7.94亿元，较上年增长15.19%，主要系销售费用增加所致。2018年，公司销售费用3.73亿元，同比增长21.16%，主要系公司加强市场推广所致；管理费用2.24亿元，同比增长25.88%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用0.39亿元，同比下降3.44%，变动不大；财务费用1.58亿元，同比下降3.20%，变动不大。2018年，公司费用收入比分为30.17%，同比下降1.35个百分点，费用控制能力有所提升，但费用对利润的侵蚀仍然明显。

2018年，公司资产减值损失0.61亿元，同比增长2.92%，变动不大；投资收益为0.57亿元，同比下降63.73%，主要系2017年转让协和精准医疗取得的收益较高所致，公司投资收益可持续性较弱，投资收益占营业利润的比重为45.07%，对利润贡献较大；其他收益0.35亿元，同比下降35.04%，占营业利润的比重为28.10%。公司利润对投资收益和其他收益依赖程度较高，但考虑到投资收益可持续性较差，公司未来盈利具有一定的不确定性。

从盈利指标来看，2018年，公司营业利润率为35.72%，较上年提升7.09个百分点，总资本收益率为2.91%、总资产报酬率为2.88%、净资产收益率为2.23%，较上年分别下降0.66个百分点、0.33个百分点和0.73个百分点，公司盈利能力有所下滑。

2019年1~3月，公司实现营业收入6.53亿元，较上年同期增长11.41%；实现净利润0.44亿

元，较上年同期增长 41.96%，主要系投资收益和政府补助增加所致。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增长，利润对投资收益和其他收益依赖程度较高，但投资收益可持续性较差，公司未来盈利具有一定的不确定性，整体盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 25.26 亿元，同比下降 5.38%，变动不大；经营活动现金流出为 24.35 亿元，同比下降 4.90%，变动不大。综上，2018 年，经营活动产生的现金流量净额为 0.91 亿元，同比下降 16.70%。2018 年，公司现金收入比为 94.71% 较上年下降 11.17 个百分点，收入实现质量有待提高。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 17.82 亿元，同比增长 45.74%，主要系收到处置子公司广州协和精准医疗有限公司的现金所致；投资活动现金流出为 15.62 亿元，同比下降 17.60%，主要系固定资产投资减少所致；综上，2018 年，投资活动产生的现金流量净额为 2.20 亿元，投资活动现金流量净额由净流出转为净流入。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 19.88 亿元，同比下降 57.10%，主要 2017 年发行债券规模较大所致；筹资活动现金流出为 27.45 亿元，同比下降 25.20%，主要系到期债务规模减小所致；综上，2018 年，筹资活动现金流量净额为 -7.57 亿元，由净流入转为净流出。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额 -1.28 亿元，投资活动现金流净额 -0.45 亿元，筹资活动现金流净额 0.37 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流量净额有所下降，收入实现质量大幅下降；通过处置子公司和收缩投资，公司投资活动现金流量净额由负转正；公司收缩融资规模，偿还到期债务，融资活动现金流净额由正转负，且净流出规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降，其中流动比率从上年的 1.51 倍下降至 1.22 倍，速动比率从上年的 1.35 倍下降至 1.03 倍，现金短期债务比从上年的 0.61 倍下降至 0.32 倍。公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.82 亿元，同比下降 1.82%；EBITDA 构成较上年变动不大。2018 年，EBITDA 全部债务比变化不大，从上年的 0.09 倍增加至 0.10 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱；EBITDA 利息倍数有所提高，从上年的 1.83 倍提高至 2.03 倍，EBITDA 对利息的保障能力尚可。

截至 2018 年底，公司共获得国内主要商业银行及其他金融机构总授信额度 30.90 亿元，未使用授信额度 8.99 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 3 月底，公司重大诉讼情况如下表所示，公司作为原告的涉案金额 8,456.60 万元，目前二审已判公司胜诉，对公司不产生重大影响；公司作为被告的涉案金额 30,000 万元，目前正在审理之中，若判决结果判定为公司败诉，则对公司将产生不利影响，公司存在一定或有负债风险。

表6 重大诉讼情况 (单位: 万元)

诉讼情况	涉案金额	诉讼进展	诉讼审理结果及影响	诉讼判决执行情况
长白山人参市场未按照合同约定偿还委贷本金及利息, 公司提起上诉	7,000.00	二审判决为公司胜诉	公司胜诉, 不产生重大影响	法院审计、评估被执行人股东占有股份的权益及被执行人的资产
长白山人参市场未按照《增资协议书》约定支付业绩补偿款, 公司提起上诉	1,456.60	二审判决为公司胜诉	公司胜诉, 不产生重大影响	法院审计、评估被执行人股东占有股份的权益及被执行人的资产
康享有限公司在启德控股有限公司及广东启德酒店有限公司的投资权益受损一案	30,000.00	法院已开庭审理	法院已开庭, 但未作出判决	--
合计	38,456.60	--	--	--

资料来源: 公司年报

根据中国人民银行企业信用报告(机构信用代码: G1044011601048090V), 截至2019年6月13日, 公司无未结清关注类和不良类贷款信息, 已结清贷款中18笔关注类贷款、4笔欠息, 最后一笔欠息已于2007年9月结清。

总体看, 跟踪期内, 公司整体偿债能力略有下降。

七、本次及本期债券偿债能力分析

从资产情况来看, 截至2019年3月底, 公司现金类资产(货币资金、交易性金融资产、应收票据)达7.36亿元, 约为“17制药01”、“17制药02”和“18制药01”的待偿本金合计(合计11亿元)的0.67倍, 覆盖程度尚可; 净资产40.55亿元, 约为“17制药01”、“17制药02”和“18制药01”的待偿本金合计(11亿元)的3.69倍, 公司净资产对“17制药01”、“17制药02”和“18制药01”的待偿本金的覆盖程度较高。

从盈利情况来看, 2018年, 公司 EBITDA 为3.82亿元, 约为“17制药01”、“17制药02”和“18制药01”的待偿本金(合计11亿元)的0.35倍, 公司 EBITDA 对“17制药01”、“17制药02”和“18制药01”的待偿本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看, 2018年, 公司经营活动产生的现金流入25.26亿元, 约为“17制药01”、“17制药02”和“18制药01”的待偿本金合计(11亿元)的2.30倍, 公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度较高。

综上所述, 跟踪期内, 公司对“17 制药 01”、“17 制药 02”和“18 制药 01”的偿还能力仍很强。

八、债权保护条款分析

1. 担保人广东再担保信用分析

(1) 广东再担保概况

广东省融资再担保有限公司成立于 2009 年 2 月, 前身是广东省中小企业信用再担保有限公

司，是由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）代表广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，初始注册资本 20.00 亿元。2011 年，广东省中小企业信用再担保有限公司更名为广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）。后经过多次增资，截至 2018 年 6 月末，广东再担保注册资本达到 60.60 亿元，由粤财控股全资持有，实际控制人为广东省人民政府。

广东再担保经营范围：开展再担保业务；办理债券发行担保业务；为企业及个人提供贷款担保、信用证担保等融资性担保，兼营诉讼保全担保、履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。

截至 2018 年 6 月末，广东再担保设有业务部门、风险管理部、法律事务部、综合管理部、财务资源部、运营管理部、资产管理部、稽核审计部等 11 个部门；拥有员工 77 名。此外，广东再担保旗下有两家全资子公司，分别为广东粤财网络投资有限公司和广东粤财网电投资有限公司；控股广东粤财普惠金融股份有限公司（持股比例为 96.67%）以及旗下清远、中山、珠海、江门等 10 家参控股地市政政策性融资担保公司。

截至 2017 年末，广东再担保资产总额 84.57 亿元，其中货币资金 28.57 亿元；负债总额 11.47 亿元，所有者权益合计 73.10 亿元，其中归属母公司所有者权益为 66.30 亿元；广东再担保担保余额 530.16 亿元，担保责任余额 192.69 亿元。2017 年，广东再担保实现营业总收入 4.69 亿元，实现净利润 3.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.72 亿元；经营活动现金流量净额 0.60 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.19 亿元，期末现金及现金等价物余额 22.82 亿元。

截至 2018 年 6 月末，广东再担保资产总额 85.28 亿元，所有者权益合计 73.99 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 67.11 亿元；2018 年上半年，广东再担保实现营业收入 1.79 亿元，实现净利润 0.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.84 亿元；经营活动现金流量净额-0.05 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.36 亿元，期末现金及现金等价物余额 29.19 亿元。

广东再担保的注册地址：广东省广州市越秀区东风中路 481 号粤财大厦 12 楼；法定代表人：刘祖前。

（2）公司治理与内部控制

从广东再担保治理看，广东再担保是粤财控股代表广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，广东再担保不设股东会，由出资人行使股东权利。广东再担保实行董事会领导下的总经理负责制，董事会下设风险控制委员会和项目评审委员会。截至 2017 年末，董事会由 5 名董事组成；监事会由 5 名监事组成，监事长由粤财控股任命；广东再担保高级管理人员共 5 名。近年来，广东再担保董事会及监事会均正常履职。

从组织架构看，广东再担保建立了前、中、后台分工明确的组织架构，前台部门包括业务一部、业务二部、业务三部及再担保业务部；中台部门包括风险管理部、法律事务部、运营管理部、资产管理部；后台部门包括稽核审计部、财务资源部和综合管理部，上述部门分工明确，相互制约、相互促进、各司其职。

从风险控制看，广东再担保建立了由风险控制委员会、项目评审委员会、风险管理部、法律事务部以及业务部等部门组成的风险控制架构，以对风险进行全程控制和监督；坚持“全员参与、全程跟进、全方位防守”和从公司维度、产品维度、项目维度进行风险管理的“三维三全”的全面风险管理文化；围绕再担保和直保两条业务主线及相关子产品，建立了“评审分离、风险量化、权限管理、集体决策”等方法组成的风险管理体系；遵循“风控优先，制度先行，规范操作，稳健经营”的原则开展各项业务。

从管理制度看，广东再担保成立了制度流程专责小组，负责对各类规章制度进行审议。广东

再担保围绕内部管理、财务规范、业务开展、风险管控等方面制定了一系列配套的贯穿担保业务的保前调查、保中审查、保后管理等各个环节的规章制度和标准操作流程。此外，为确保公司各类制度的适宜性和时效性，广东再担保结合内部管理和业务发展需要，定期或不定期对各类制度及操作流程进行动态评估并持续升级、完善。

总体看，广东再担保作为国有独资企业，经营决策受股东的影响较大，公司治理体系有待逐步完善；广东再担保目前的内部管理架构能够满足日常经营管理需要。

(3) 经营分析

广东再担保主要业务结构包括再担保业务和直保业务。2015~2017 年营业收入年均复合下降 1.34%，2017 年广东再担保实现营业收入 4.69 亿元，同比下降 5.17%；同期实现净利润分别为 2.13 亿元、2.70 亿元和 3.85 亿元，年均复合增长 34.47%，主要系主要系广东再担保冲回提取担保准备金所致。从收入构成来看，广东再担保收入主要来源于担保费收入和投资收益。2015~2017 年，广东再担保担保费收入年均复合增长 18.96%，占营业收入比重分别为 32.57%、37.85%和 47.36%，处于上升趋势，2017 年广东再担保实现担保费收入 2.22 亿元，同比增加 18.67%，主要系债券担保业务规模增加所致。广东再担保利息净收入来自于银行存款，2015~2017 年，广东再担保利息净收入年均复合下降 11.97%，2017 年利息净收入 0.71 亿元，同比增加 11.01%。广东再担保投资收益主要来源于自有资金投资于信托产品、债权产品和银行理财产品产生的投资收益，2015~2017 年，广东再担保投资收益年均复合增下降 13.20%，2017 年广东再担保实现投资收益 1.68 亿元，同比下降 30.01%，主要系核算法对联营企业和合营企业的投资收益减少所致；近三年投资收益占营业收入比重分别为 46.29%、48.56%和 35.83%，处于下降趋势。

表 7 广东再担保营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	1.57	32.57	1.87	37.85	2.22	47.36
利息净收入	0.92	19.07	0.64	12.97	0.71	15.18
投资收益	2.23	46.29	2.40	48.56	1.68	35.83
其他业务	0.01	2.07	0.03	0.63	0.08	1.63
合计	4.82	100.00	4.94	100.00	4.69	100.00

资料来源：广东再担保审计报告

总体看，近三年广东再担保收入略有下降，受投资收益下降的影响，2017 年广东再担保担保费收入为第一大收入；同时，广东再担保利用自有资金进行投资活动，投资收益有所下降，投资收益易受市场波动影响，需关注投资收益的稳定性。

担保业务

广东再担保担保业务分为再担保业务和直保业务，2015~2017 年末，广东再担保在保余额分别为 436.76 亿元、494.95 亿元和 535.09 亿元，三年复合增加 10.69%；截至 2017 年末，广东再担保再担保业务占在保余额比重分别为 62.83%、67.21%和 63.97%。广东再担保直保业务占广东再担保在保余额比重为分别为 37.17%、32.79%和 35.12%，广东再担保担保业务以再担保业务为主。

(4) 再担保业务

广东再担保再担保业务由再担保业务部负责，2015~2017 年底，广东再担保再担保业务余额分别为 274.42 亿元、332.68 亿元和 342.29 亿元，年均复合增长 11.68%，其中广东再担保再担保业务品种分为机构再担保、产品再担保和项目再担保。近三年，机构再担保业务占再担保业务比重分别

为99.56%、99.73%和99.37%，广东再担保再担保业务以机构再担保为主。

表8 广东再担保再担保业务在保余额（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
机构再担保	273.21	331.79	340.13
产品再担保	0.79	0.89	2.16
其中：速保通	0.07	0.07	0.07
企业通	--	0.14	0.12
商贸专业市场	0.72	0.68	--
非参控股政策性担保机构比例再担保业务产品	--	--	1.81
其他	--	--	0.16
项目再担保	0.43	--	--
合计	274.42	332.68	342.29

资料来源：广东再担保提供

机构再担保业务是指广东再担保与担保机构或与担保机构及合作银行签订再担保合同，合同约定在一定条件下（损失范围内），广东再担保按一定比例承担担保机构银行贷款担保业务组合发生的贷款本金或本息损失。机构再担保业务包括一般责任保证和附宽限期的连带责任保证再担保。广东再担保参考第三方机构评级审慎并有针对性地选择合作担保机构，并根据每家机构的地域特点、经营情况，确定准入资格以及合作条件，以风险防范为基础稳步开展机构再担保业务。广东再担保机构再担保业务的客户主要为民营担保公司，但2015年以来，民营担保机构退出市场速度加快，政策性担保机构得到大力发展，为继续拓展再担保业务规模，截至2017年底，共发起设立了10家地市级政策性担保公司作为再担保业务的客户基础。截至2015~2017年底，机构再担保担保余额分别为273.21亿元、331.79亿元和340.13亿元，占再担保业务担保余额比重稳定。截至2017年底，广东再担保机构再担保业务的合作担保机构为21家；机构再担保业务担保余额340.13亿元，期末风险责任余额16.56亿元。

目前广东再担保开展的产品再担保业务品种包括“企业通”和“商贸专业市场”业务。近年来受宏观经济影响，中小微企业经营困难的现状依旧存续，行业面临周期性风险，广东再担保不断创新再担保产品以应对市场影响。2016年推出“企业通”、“禅城技改基金”机构再担保项下比例分保等产品，对解决小微企业的融资难问题发挥了积极的作用。

从客户风险集中度看，截至2017年底，广东再担保再担保业务中，单一最大合作担保机构为深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担”），期末担保余额为202.00亿元，占广东再担保业务比重为64.27%，占比较高。深圳中小担成立于1999年12月，成立时间较长，近年来，融资担保业务发展较好，业务规模处于增长趋势。

从担保项目期限看，广东再担保的机构再担保业务期限一般为一年，产品再担保和项目再担保业务期限一般不超过三年。

总体看，广东再担保再担保业务余额处于增长趋势，再担保业务以机构再担保为主；随着地市级担保公司业务不断推进，再担保业务规模有望继续保持上升态势。

（5）直保业务

广东再担保直保业务分为融资性担保和非融资性担保，以融资性担保为主，2015~2017年底，广东再担保直保业务余额分别为162.34亿元、162.27亿元和187.86亿元，年均复合增加7.58%，分别

占总担保余额的比重为37.17%、32.79%和35.11%，占比波动下降，主要系广东再担保债券担保业务规模增长所致。

表9 广东再担保直保业务担保余额统计（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
融资性担保	155.05	153.96	182.93
其中：信托项目	5.60	2.22	17.07
银行贷款	23.25	15.86	10.50
公司债	17.30	16.59	23.09
企业债	21.00	28.00	47.00
私募债	14.52	13.54	24.59
非公开定向债务融资工具	-	2.00	-
小贷通	1.70	1.00	1.10
委托贷款	-	1.41	1.26
中期票据	11.00	14.00	6.00
短期融资券	-	-	2.00
结构化履约担保	56.62	33.25	24.50
保本类公募及专项产品担保	-	23.08	16.71
其他融资性担保业务	4.05	26.11	9.12
非融资性担保	7.29	8.32	4.94
其中：保函担保	2.98	3.92	4.39
诉讼保全	4.31	4.39	0.55
合计	162.34	162.27	187.86

资料来源：广东再担保提供

注：其他融资性担保业务包括：P2P 网贷项目、国开基金股权投资回购担保、资产收益权回购担保、资产收益权转让担保。

广东再担保融资性担保业务主要有银行贷款、债券增信、结构化履约担保等业务品种 2015~2017年末，余额分别为155.05亿元、153.96亿元和182.93亿元，年均复合增加8.62%，占直保业务担保余额的比重分别为95.51%、94.88%和97.37%，占比保持稳定。从业务结构来看，近年来，受宏观经济下行影响，广东再担保注重开拓资本市场及业务创新，积极调整直保业务结构，降低信托担保、贷款担保、结构化履约担保业务规模，同时适度增加债券担保业务规模，银行贷款等传统信贷类担保业务规模有所下降。

结构化履约担保业务是广东再担保融资性担保业务主要业务品种，于2012年底推出的业务品种，业务模式主要是通过券商设立的定向资产管理计划或信托公司发行的资金信托计划募集资金，投资于高质量的基础资产，融资人承诺未来按协议价格溢价回购，在此过程中，广东再担保针对融资人回购基础资产的行为提供担保增信服务。该类业务的融资人实力较强，基础资产质量较高，一般都设置较为充足的土地、房产抵押以及与优质担保公司分保结构，能够起到较为有效的风险缓释作用。广东再担保2015~2017年底，结构化履约担保余额分别为56.62亿元、33.25亿元和24.50亿元，三年复合减少34.22%，2017年结构化履约担保业务主要为非标担保业务，余额下降较多主要系资管新规影响，广东再担保调整业务结构，主动减少业务规模所致。

广东再担保积极拓展资本市场债券增信业务，债券发行方主要为上市公司、国有企业、政府融资平台等。广东再担保担保的各类债券发行主体外部评级AA-以上，其中AA级企业占比较多。

近年来，广东再担保的债券担保业务稳步发展，债券担保余额¹整体平稳增长，2015~2017年末分别为63.82亿元、74.12亿元和127.17亿元，年均复合增长41.16%。

2016年，广东再担保开始为公募基金客户提供保本基金和基金专户产品的增信和保本担保服务，截至2017年末，保本类公募及专户产品担保余额16.71亿元，较年初减少27.60%，主要系广东再担保主动减少规模所致。近年来，广东再担保结合外部环境的变化以及市场业务发展的需求，在巩固原有业务优势的基础上，不断探索业务产品的创新，尝试开发新的担保业务产品，陆续开展了资产收益权回购、资产收益权转让等的担保业务，但此类业务担保规模较小。

广东再担保非融资担保业务主要为保函担保和诉讼担保，截至2017年底，担保余额分别为4.39亿元和0.55亿元。

从客户风险集中度看，广东再担保直保业务承保的最大一家客户担保责任余额为18.00亿元，为湛江市交通投资集团有限公司债券担保业务，单一客户集中度为24.62%；前大五家企业客户担保责任余额为56.79亿元，前五大客户集中度为77.69%，集中度较高。从担保项目区域分布看，直保业务主要分布在广东省境内，区域集中度较高。

从担保项目期限看，直保业务中债券、中期票据以及结构化履约产品等资本市场担保业务的期限则相对较长。

整体看，受宏观经济下行影响，广东再担保直保业务规模有所下降；直保业务以融资性担保为主，近年来广东再担保积极发展资本市场债券增信业务，债券担保业务占比不断提升，传统信贷业务规模有所下降；直保业务主要分布在广东省境内，区域集中度高。

投资业务

2015~2017年，广东再担保投资收益处于下降趋势，三年复合下降13.20%，其中权益法核算的长期股权投资收益分别为0.86亿元、0.76亿元和0.04亿元，复合下降78.43%，主要系联营企业和合营企业的投资收益减少所致。

表 10 广东再担保投资收益明细（单位：亿元，%）

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
权益法核算的长期股权投资收益	0.86	38.60	0.76	31.80	0.04	2.15
资金理财取得投资收益	1.37	61.40	1.64	68.20	1.64	97.85
合计	2.23	100.00	2.40	100.00	1.68	100.00

资料来源：广东再担保审计报告

截至2017年底，广东再担保投资资产²余额51.67亿元，其中信托计划投资余额33.97亿元，占比65.74%，广东再担保持有的信托计划中最大一笔规模分别为33.00亿元，占投资资产的63.86%，该信托计划的受托人为关联方广东粤财信托有限公司（以下简称“粤财信托”），首笔资金的投向为由粤财信托落实的低风险股权收益项目。信托计划投资决策方面，由粤财信托和广东再担保分别进行独立评审，并最终经母公司粤财控股的投资决策委员会审批；信托计划投资大多采取了风险缓释措施，主要包括资产抵押、股票质押、第三方保证等，整体风险可控。

整体看，广东再担保投资资产主要投向信托计划，单一投资项目的集中度高，需关注投资集中度高度的风险。

（6）风险管理分析

¹ 债券担保余额包括：公司债、企业债、私募债、非公开定向融资工具、中期票据和短期融资券。

² 投资资产包括：其他流动资产、可供出售金融资产、持有到期投资、长期股权投资和其他非流动资产。

广东再担保建立了较为完善的风险管理组织体系，执行较为规范的担保项目评审机制，董事会下设风险控制委员会和项目评审委员会，建立了涵盖风险控制委员会、项目评审委员会、风险管理部、法律事务部以及业务部门等组成的风险管理架构。风险控制委员会主要负责制订广东再担保风险偏好，监督检查广东再担保各项制度和流程的执行情况。项目评审委员会负责审议风险管理政策、制度、授信政策及业务管理办法，审议各项业务操作流程和细则，并对与担保机构的合作和担保项目拥有最终审批权。风险管理部对担保机构的准入及具体项目进行独立审查，并出具独立审查意见，同时也是担保业务保后管理的牵头部门，整体统筹并协助业务部门的保后检查工作。业务部门主要负责担保业务授信的具体操作、反担保措施落实、保后检查等工作。

再担保业务风险管理

结合再担保业务合作模式，广东再担保初步形成了由担保机构准入、再担保业务审查、审批、保后管理、代偿及追偿等环节组成的再担保业务风险管理体系。

担保机构准入政策方面，广东再担保根据再担保业务的风险特点制定了担保机构准入标准。在选择合作的担保机构过程中，广东再担保委托信用评级机构对申请再担保业务的担保机构进行信用评级，根据担保机构的信用等级进行授信，并实行差异化的合作方式。对于经营状况良好、评级结果较高的担保机构，主要采取机构再担保的合作模式；对于评级结果一般的担保机构，重点开展产品再担保的合作方式；对于经营状况一般，评级结果偏低的担保机构，重点采取项目再担保或者服务商的合作方式。担保机构准入后，具体业务合作需另行上广东再担保项目评审委员会审批并签署相关合作协议。

再担保业务风险控制方面，广东再担保建立了由评审分离、评保分离、风险量化、权限管理、体制制约、集体决策等方法组成的再担保业务风险管理体系。广东再担保的再担保业务通过与担保机构签订双方协议约定再担保责任，或与担保机构、银行以及其他方签订多方协议约定再担保责任。再担保协议条款对再担保责任的界定、再担保责任的履行、再担保费率和再担保机构担保损失进行了明确规定。为防范合作机构的道德风险和履约风险，广东再担保在与担保机构和银行签订再担保业务合作协议时，明晰了各机构的权利与义务，同时设立了再担保责任免责条款；设定了合作担保机构代偿率和损失率等风险控制指标，控制担保机构经营风险对广东再担保的再担保业务风险的影响。为了在加强业务合作的同时控制风险，广东再担保与担保机构建立了风险分担和收益共享的机制，包括及时了解被担保人的经营状况，对再担保项目进行监督；利用自身与政府相关部门的良好关系，为担保机构争取优惠扶持政策、对担保机构进行业务分保，扩大其业务范围。

业务流程方面，广东再担保业务部门、风险管理部和法律事务部共同承担再担保业务产品的研发工作，再担保业务产品需经过项目评审委员会审议。广东再担保的再担保业务按审查对象的不同分为对拟准入担保机构的审查、对新开发再担保产品的审查、以及对单笔再担保项目的审查。再担保业务流程主要包括受理与尽职调查、项目审核与评审、审批和保后管理。近年来，广东再担保对机构再担保业务进行了流程升级和信息系统优化，进一步强化风险管控。

直保业务风险管理

广东再担保建立了直保业务的授信、审查、保后管理、代偿追偿等相关规定。直保业务的具体流程为：业务部按直保项目清单整理全套项目材料，进行尽职调查并撰写尽调报告后，交由风险管理部受理审查，待项目资料齐备后，风控经理进行初审并安排现场尽职调查；对于担保金额超过权限的项目，风险管理部负责人或分管领导亲自到现场调查。风控经理对尽调报告进行财务及综合审查后，交由法律事务部进行合规性审查，最后上项目评审委员会审议。广东再担保根据

业务类型和项目风险实施差异化的保后管理流程，涉及保后借款人现场调查、保后反担保调查、风险预警、直保项目保后检查报告等环节。

广东再担保设立的 10 家地市级担保公司目前处在起步阶段，广东再担保统一制定运营管控方案，形成统一的管理制度和组织架构、风控体系。广东再担保未来将逐步完善对参控股地市担保公司的经营管理机制，建立包括战略管理、经营计划、预算管理、业绩考核管理，形成战略目标管控的闭环系统；建立考核机制，每年对地市担保公司的经营绩效进行考核，并对高管、员工进行考核。

随着直保业务保持快速发展，产品种类及担保规模不断增加，广东再担保对直保流程的风险点、放款流程、权证管理流程进行梳理，严格把关直保业务风险。

总体看，近年来广东再担保风险管理制度与体系不断完善，担保业务风险控制力度较强。

担保代偿情况

广东再担保有《代偿追偿管理办法》和《资产保全工作实施细则》，并设有法律事务部负责代偿、追偿和处置不良资产。为加强对资产保全工作的管理，更标准化地完成代偿项目的数据统计，广东再担保建立《不良项目台账清单》，记录并分析不良项目相关数据，为应收代位追偿款的催收建立基础。广东再担保与合作担保机构各按企业逾期本金或本息总额的按合同约定的比例分别代偿，并且对担保项目设置了不同方式的抵质押手段，这有助于广东再担保控制项目损失。近年来，广东再担保持续完善广东再担保风险化解机制，着力开展资产保全回收和不良项目追偿工作，对历史风险代偿项目进行持续跟进，并采用现场以及非现场等措施督促业务部对风险预警项目进行跟踪。

近三年，广东再担保累计应收代偿款分别为 7,321.67 万元、4,525.47 万元和 7,742.43 万元，三年复合增加 2.83%；累计代偿率分别为 0.09%、0.07%和 0.07%，累计代偿率有所下降，整体代偿率处于较低水平。2017 年当年新增应收代偿款为 3,216.96 万元，主要系广东再担保再担保业务发生代偿所致。近三年，累计代偿回收率分别为 1.31%、36.06%和 32.87%，代偿回收率尚可。

表 11 广东再担保担保业务代偿情况统计（单位：笔，万元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年
累计代偿业务笔数	17	17	23
当年新增应收代偿款	1,533.71	--	3,216.96
累计应收代偿款	7,321.67	4,525.47	7,742.43
累计代偿率	0.09	0.07	0.07
累计代偿回收率	1.31	36.06	32.87

资料来源：广东再担保提供

总体看，广东再担保代偿率保持较低水平，整体风险管控能力较强。

(7) 财务分析

广东再担保提供了 2015~2017 年审计报告，均经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计，均出具了无保留意见的审计报告。

截至 2017 年底，广东再担保纳入合并范围的子公司合计 13 家，其中 2017 年无新增合并子公司，数据可比性较好。

截至 2017 年底，广东再担保资产总额 84.57 亿元，所有者权益合计 73.10 亿元，其中归属母公司所有者权益 66.30 亿元；2017 年，广东再担保实现营业总收入 4.69 亿元，实现净利润 3.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.72 亿元；经营活动现金流量净额 0.60 亿元，现金及现金

等价物净增加额 14.19 亿元。

资金来源

目前，广东再担保可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2015 和 2016 年，粤财控股分别向广东再担保增资 22.00 亿元和 10.00 亿元，受此影响，2015~2017 年广东再担保股东权益年均复合增长 16.40%。截至 2017 年底，广东再担保所有者权益 73.10 亿元，较年初增长 5.62%；归属于母公司所有者权益中，实收资本 60.10 亿元，占比为 90.65%，资本公积 0.50 亿元，占比 0.75%，盈余公积 1.27 亿元，占比 1.92%，其他综合收益 0.07 亿元，占比 0.10%，未分配利润 3.08 亿元，占比 4.65%，实收资本占比高，广东再担保所有者权益稳定性较好。截至 2017 年底，广东再担保权益负债比为 15.69%，即广东再担保资金来源主要为资本金。利润分红配方面，2016~2017 年，广东再担保现金分红分别为 1.84 亿元和 1.43 亿元，分别占上年度归属于母公司所有者的净利润的 68.80%和 37.14%，分红力度有所下降，利润留存对广东再担保权益的积累贡献适中。

负债方面，2015~2017 年底，广东再担保负债总额年均复合增长 11.18%，截至 2017 年底，广东再担保负债合计 11.47 亿元，较上年末增长 6.09%，以其他应付款（占比 49.39%）、担保赔偿准备金（占比 31.68%）和未到期担保责任准备金（占比 9.70%）为主。截至 2017 年底，其他应付款 5.66 亿元，其他应付款主要系广东省中小企业信用担保代偿补偿资金 5.00 亿元（其中中央财政出资 3.00 亿元，地方出资 2.00 亿元）和广东省企业债券省级风险缓释基金 0.50 亿元，其中代偿补偿资金为中央财政及广东省政府共同出资，委托广东再担保负责日常运营管理，专门为担保机构扶持小微企业提供担保补偿，较年初下降 2.98%。截至 2017 年底，担保赔偿准备金 3.63 亿元，较上年末增加 18.55%，担保赔偿准备金按照担保责任余额 1%计提，广东再担保计提充分；广东再担保按当年担保收入的 50%提取未到期担保责任保证金，截至 2017 年底，未到期担保责任准备金 1.11 亿元，较上年末增长 18.89%，主要系担保费收入增加所致。截至 2017 年底，广东再担保资产负债率为 13.56%，较上年末下降 0.05 个百分点，整体负债规模较小，负债水平较低，符合所处行业负债较低的行业特征。

资产质量

2015~2017 年底，广东再担保资产总额年均复合增长 16.65%；截至 2017 年底，广东再担保总资产为 84.57 亿元，主要由其他流动资产（占比 49.66%）、货币资金（占比 33.78%）、和可供出售金融资产（占比 5.63%）组成。广东再担保其他流动资产主要由信托产品、债权产品、资产管理计划和银行理财产品的投资为主，截至 2017 年底，其他流动资产 42.00 亿元，较上年末下降 24.05%，主要是广东再担保投资规模增长所致，其中信托产品占比 80.88%，信托产品大部分采取了风险缓释措施，主要包括资产抵押、股票质押、第三方保证等，整体风险可控。截至 2017 年底，广东再担保货币资金 28.57 亿元，较年初增加 99.70%，主要系广东再担保增加银行存款所致，货币资金以银行存款（占比 60.32%）和其他货币资金（占比 39.67%）为主，其他货币资金包括建设银行中小企业发展专项代偿补偿资金（5.12 亿元）、用于补偿网络银行业务可能出现的信贷损失而建立的风险池专户（0.11 亿元）和广东省企业债券省级风险缓释基金（0.50 亿元），其他货币资金全部系受限资产，受限资金比例 20.09%。截至 2017 年底，广东再担保长期股权投资 4.61 亿元，较上年末增长 21.17%，主要系新增对粤财普惠金融（云浮）融资担保股份有限公司的投资以及追加对广东省中小企业股权投资基金有限公司的投资所致。总体看，广东再担保资产质量较好，但流动性较为一般。

盈利能力

广东再担保营业收入主要来源于担保费收入和投资收益。2015~2017 年，广东再担保营业收入年均复合下降 1.34%，主要系投资收益下降所致。2017，广东再担保实现担保费收入 2.22 亿元，同比增长 18.96%，主要系广东再担保大力发展债券担保业务规模增加所致；2017 年，广东再担保实现投资收益 1.68 亿元，同比下降 30.01%，主要系对联营企业和合营企业的投资收益减少所致。2015~2017 年，广东再担保净利润年均复合增长 34.47%，2017 年广东再担保实现净利润 3.85 亿元，较上年增长 42.74%，主要系广东再担保冲回提取担保准备金所致。

广东再担保的营业支出主要由提取担保赔偿准备和业务及管理费构成。广东再担保机构再担保业务按担保责任余额的 0.5% 计提担保赔偿准备，其它业务按担保责任余额的 1% 计提担保赔偿准备，2017 年，广东再担保提取担保赔偿准备-1.43 亿元，主要系广东再担保冲回提取担保准备金所致。2017 年，广东再担保业务及管理费支出 0.76 亿元，同比增长 45.23%，费用收入比 16.25%，费用收入比处于较低水平，成本控制能力较好。从盈利能力指标来看，2015~2017 年，广东再担保平均资产收益率 4.18%、3.77% 和 4.68%，平均净资产收益率分别为 4.90%、4.39% 和 5.42%，二者随着广东再担保资产规模和净资产规模的增加而波动上升。

代偿能力

代偿能力和资产充足性方面，2015~2017 年底，受益于广东再担保增加注册资本，广东再担保净资产年均复合增长 16.40%；2015~2017 年末，广东再担保融资性担保放大倍数分别为 3.01 倍、2.34 倍和 2.57 倍，由于 2017 年广东再担保业务规模增加，2017 年融资性担保放大倍数较 2016 年有所增加；同期，广东再担保拨备覆盖率分别为 2.33%、2.05% 和 3.12%，覆盖能力尚可，准备金代偿率分别为 4.71%、0、和 6.65%，准备金代偿率处于增加趋势，准备较为充足，代偿保障率为 9.40%、10.82% 和 19.84%，处于增加趋势。

表 12 广东再担保资本充足性及代偿能力（亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
净资产	53.95	69.21	73.10
融资性担保放大倍数	3.01	2.34	2.57
拨备覆盖率	2.33	2.05	3.12
准备金代偿率	4.71	0	6.65
代偿保障率	9.40	10.82	19.84

资料来源：广东再担保提供，联合评级整理。

总体看，广东再担保货币资金保持充足水平，资产整体流动性较好，投资资产占比较高，但整体风险可控；负债水平较低；近年来受股东增资影响，净资产规模有所增长，资本充足性较高，整体代偿能力极强；广东再担保对“17 制药 02”和“18 制药 01”的担保保障效果极强。

2. 担保人深圳高新投信用分析

（1）深圳高新投概况

高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投资”）、深圳市科技发展基金会、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 1.00 亿元。2004 年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年更为现名。高新投历经数次增资扩股，2017 年底股本增至 72.77 亿

元；深圳投控持有公司 41.80% 股权，为高新投控股股东，深圳市人民政府通过深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有高新投 68.11% 的股权，为高新投实际控制人。

高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至 2018 年 9 月末，高新投本部设有办公室、风险控制部、财务部、保证业务部、金融产品事业部等职能部门，高新投本部设有金融产品事业部、战略和企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、董事会办公室等 9 个职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 31 个办事处；设立 8 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务的经营管理工作。

截至 2017 年底，高新投资产总额 134.70 亿元，其中货币资金 30.14 亿元，发放贷款及垫款净额 90.73 亿元；负债总额 22.73 亿元，其中专项应付款 9.60 亿元，担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 3.55 亿元；所有者权益 111.96 亿元；担保责任余额 1,011.05 亿元。2017 年，高新投实现营业总收入 15.05 亿元，其中担保业务收入 7.28 亿元；净利润 8.35 亿元。

截至 2018 年 9 月末，高新投资产总额 196.15 亿元，所有者权益合计 115.34 亿元，其中归属母公司所有者权益为 115.23 亿元；2018 年 1~9 月，高新投实现营业总收入 13.49 亿元，其中担保业务收入 5.10 亿元，净利润 8.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.61 亿元；现金及现金等价物净增加额 -5.26 亿元，期末现金及现金等价物余额 24.87 亿元。

高新投注册地址：深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦 23 楼 2308 房；法定代表人：刘苏华。

（2）经营分析

高新投现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企业提供融资担保服务。高新投通过 8 家子公司分别开展银行贷款担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务；本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

担保业务发展情况

受国内宏观经济下行、中小企业经营风险加剧等因素影响，高新投不断调整担保业务结构，控制间接融资担保规模，主要发展直接融资担保和非融资担保业务。近年来，高新投担保业务规模整体呈较快增长趋势；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模下降较为明显。截至 2017 年底，高新投担保责任余额为 1,011.05 亿元，较上年底减少 15.82%。

2018 年 1~9 月，高新投担保发生额 391.82 亿元，同比增长 9.76%，仍以保证担保业务及金融产品担保业务为主，发生额分别为 212.91 亿元和 147.87 亿元，同比分别增长 1.40% 和增长 78.09%；截至 2018 年 9 月末，高新投担保责任余额为 931.89 亿元，较上年末小幅下降，其中银行融资性担保、金融产品担保和保证担保期末担保责任余额占比分别为 5.98%、41.20% 和 52.81%；融资性担保放大倍数为 4.75 倍。

间接融资担保业务

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投资贷款担保和综合授信额度担保。截至 2018 年 9 月末，高新投已与中国银行、平安银行等 21 家银行建立合作关系，获得授信额度 700 亿元。

近年来，受宏观经济下行等因素的影响，国内中小企业经营风险加大，偿债能力减弱，高新投在稳定发展担保业务的同时逐步调整业务结构，着力控制风险较大的银行贷款担保业务规模。高新投持续优化间接融资担保业务结构，大力培育并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业，并贯彻以下两个方面的措施：一是重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，在保企业中科技型企业的占比不断提升，2017年科技型企业新增担保额占比达70%。二是对经营处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，同时积极开拓有成长性的新项目。

近年来，高新投间接融资担保规模整体保持稳定，占担保责任余额的比重呈下降趋势。截至2017年底，高新投间接融资担保责任余额59.49亿元，较上年底增长3.89%，占担保责任余额的比重为5.88%。

截至2018年9月末，高新投银行融资性担保业务前十大客户在保责任余额合计4.46亿元，占高新投银行融资性担保业务在保余额的8.00%，从单一客户集中度来看，单一客户担保责任余额占净资产的比重均在2%~4%之间，高新投银行融资性担保业务单一客户集中度不高。

直接融资担保业务

高新投直接融资担保业务主要为金融产品担保，包括保本基金担保和债券担保，由高新投本部金融产品事业部负责。高新投担保的保本基金分为专户和公募基金，其中公募基金担保金额占保本基金担保总金额的比重达到80%。目前高新投主要的合作对象均为国内大型公募基金，担保期限均为2~3年。高新投承保的保本基金为附带追索权的保本基金，即在保本基金发生投资亏损时，基金公司先以自身盈利填补亏损，不足部分才由高新投进行差额弥补，高新投可在后续期间就代偿部分向基金公司进行追偿。高新投债券担保的业务对象主要为非公开、小公募的交易所公司债券，发行人以上市公司为主，发行金额多集中在2.00~3.50亿元，期限多为3+2或2+1年，发行主体的信用评级为A+到AA+，反担保措施多为上市公司实际控制人或法人个人保证和抵质押。

自2015年起，高新投重点开展债券担保和保本基金担保等直接融资担保业务，其中保本基金担保业务发展较快，2017年2月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金将被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消，受此影响，高新投调整金融产品担保业务结构，不再新增保本基金担保业务，存续的保本基金到期后退出，业务重心重新向债券担保业务逐步转移。截至2017年底，高新投直接融资担保责任余额565.52亿元，较上年底减少22.22%，占期末总担保责任余额的55.93%。其中，保本基金担保责任余额394.77亿元，较上年底减少43.00%；债券担保责任余额170.75亿元，较上年底增长348.00%，大幅增长。

截至2018年9月末，高新投债券担保责任余额为312.44亿元，较年初增长82.98%，高新投前十大债券担保责任余额合计77.00亿元，占期末债券担保责任余额比重24.64%；从单一客户集中度来看，高新投单一最大笔担保责任余额为10.00亿元，单一客户集中度未超过监管要求的单一客户集中度10%。从最新信用等级来看主要集中在AA级别，从反担保措施来看，主要采用个人反担保的反担保措施。债券担保前十大客户中仅有1名客户公司同时提供了委托贷款，委托贷款金额为2.00亿元。

目前高新投的债券担保业务主要由本部金融产品事业部负责，根据2017年10月1日施行的《融资担保公司监督管理条例》第二条规定，债券担保业务纳入融资担保范围，从事债券担保业务需要获得融资担保牌照，而目前高新投本部未有担保牌照。根据2018年3月6日深圳市人民政府金融发展办公室下发的深府金函[2018]154号《关于高新投集团有限公司金融产品增信业务整改期事宜的复函》要求，高新投需要在2018年9月30日前完成整改工作，以达到《融资担保公司监督管理条例》规定的要求，逾期仍不符合规定条件的，不得开展债券担保增信业务；高新投相

关整改工作的进程需持续关注。

（3）非融资性担保业务

目前，高新投开展的非融资性担保业务主要为工程保证担保，还有少量诉讼保全担保，其中工程保证担保业务由全资子公司深圳市高新投保证担保有限公司（以下简称“高新投保证”）负责经营，其担保业务品种分为支付保函、履约保函、预付款保函、投标保函等，客户主要为具备二级资质以上的工程企业。

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至 2017 年底，高新投非融资担保责任余额 352.90 亿元，较上年底减少 8.44%，占总担保责任余额的 34.90%；其中工程保证担保责任余额 335.02 亿元，诉讼保全担保责任余额 17.88 亿元。

截至 2018 年 9 月底，高新投非融资担保责任余额 383.97 亿元，累计代偿率 0.03%，累计代偿回收率为 19.12%。

总体看，高新投担保业务发展较快，其担保品种集中度较高，主要以直接融资担保和工程保证担保为主。

创投业务

高新投自 1996 年开始开展创业投资业务，2011 年 6 月成立子公司深圳市高新投创业投资有限公司（以下简称“高新投创投”）负责创业投资业务的运营。高新投创投主要通过直接股权投资并结合融资担保的方式开展中小科技企业的创投业务。近年来，高新投一方面不断完善项目决策流程、规章制度、合规审查、责任分配、投后管理等，另一方面，注重行业项目挖掘，依托项目开展行业研究，同时利用高新投内部客户资源不断拓展业务。在项目选择方面，高新投优先选择具有较高科技含量且具有较大增值潜力的项目进行投资，保证投资资金的安全性、收益性和流动性。

近年来，高新投创投坚持“投保联动”和独立拓展项目渠道的双轮驱动策略，参与了三家新三板挂牌公司的定增业务，协助六家已投资企业挂牌新三板。截至 2018 年 9 月末，高新投创业投资项目投资总额为 30.80 亿元，项目分布集中于智能制造、信息化技术、新材料等新兴行业。

总体看，高新投对创投业务较为重视，高新投内担保业务资源丰富有助于创投业务资源拓展，未来有望成为高新投重要的收入增长点。

其他业务

除担保业务之外，高新投其他业务品种涵盖委托贷款、小额贷款、典当借款等，主要通过高新投本部以及下属子公司开展上述业务。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到 90% 以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等，高新投同时为上述业务的关联方提供委托贷款业务，风险有所加大，截至 2017 年底，债券担保业务与债券担保客户的关联方委托贷款合计金额 57.00 亿元，占期末净资产的 42.32%，占比较高，一旦担保客户及其关联方同时发生信用风险，高新投将面临一定的代偿风险。高新投委托贷款的期限主要集中在 1 年期以内；近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2017 年底委托贷款净额 82.34 亿元，其中包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元。截至

2017 年底，高新投委托贷款余额 82.94 亿元，委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%。

高新投小额贷款业务由子公司深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）负责经营。高新投小贷是为解决深圳市中小微企业的小额、短期资金需求而设立的专业融资平台，以母公司为依托，利用母公司的客户资源开展小额信用贷款业务。截至 2017 年底，高新投小额贷款余额 6.84 亿元，较上年底增长 53.36%；不良贷款率 0.13%。

高新投典当业务由控股子公司深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“华茂典当”）负责开展。2017 年，高新投典当发放金额 24.65 亿元，实现典当业务收入 0.42 亿元。

截至 2018 年 9 月末，高新投委托贷款余额 107.60 亿元，其中高新投使用自有资金开展委托贷款业务余额占比为 93.23%，使用政府委托资金开展委托贷款业务余额占比 6.77%。

总体看，高新投其他业务板块经营情况良好，对高新投内部资源共享及收入增加起到积极作用；值得注意的是，近年来高新投委托贷款发展较快，业务规模明显增长，考虑高新投同时为部分债券担保客户的关联方提供委托贷款服务，风险有所加大，高新投将调整该业务模式，探索新的业务模式，在新规要求下的 III 类资产委托贷款规模将有所下降，业务结构需调整，相关风险有待观察。

（4）高新投风险管理分析

近年来，高新投已形成较为成熟的风险管理体系，按照业务板块形成了融资类业务、保证担保业务和创业投资业务的风险管理办法；其中融资类业务包括融资担保、委托贷款、小贷业务和典当业务。此外，基于对宏观经济发展前景的预判，高新投对业务拓展所涉及的行业进行调整，重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，对处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，不断优化客户结构，提高准入门槛，以降低代偿风险。

业务风险管理

项目受理及项目调查

高新投在进行项目初审时遵循项目经理 A、B 角原则，即项目调研须经项目经理 A、B 角共同完成，采取项目经理准备金制度，针对不同的级别的项目经理每年提取一定的准备金，直到达到该级别项目经理的累计准备提取上线；A 角作为第一负责人对客户进行资料收集并出具调研报告，承担代偿金额 80% 的风险责任，B 角协助 A 角进行调研并承担代偿金额 20% 的风险责任，对调研报告出具独立意见并提交至业务部门进行初审。创业投资业务较为特殊，实行项目小组制：项目 A 角为项目负责人，负责撰写《投资项目立项建议书》，由子公司高新投创投的总经理、副总经理决定是否立项；B 角、C 角为项目组成员，负责撰写《投资项目可行性研究报告》，作为投资项目决策的依据。

项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。

创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投公司董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投公司董事会讨论，并由深圳投资控股公司做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投资额占项目总金额的 20% 以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审；其中评审会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总经理办公会任命，每次会议评审委员人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策会主任由高新投总经理兼任，集团副总经理均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策会主任

对所有项目具有一票否决权。保证担保业务方面，决策通过担保客户企业资质而定，担保客户企业为施工总承包一级或特级的常规工程，项目金额 5,000 万元以上需由决策委员会进行表决；对于非最高资质的担保客户，项目金额 3,000 万元以上需上决策会进行表决，上述两类保证担保项目如超过董事会授权金额，则需通过董事会进行表决。

项目后期监管、代偿及追偿处置

融资担保项目的保后管理主要是通过通过对担保对象以及影响担保对象按期还款的相关因素进行监控和分析，及时发现风险预警信号。项目经理 A 角定期对已担保项目进行检查，一般为 3 个月进行一次，风险管理部负责监督；集团风险管理部对所有项目进行稽核监控，每季度稽核项目的个数不低于 10%。高新投制定了担保项目代偿和追偿制度；当此类项目出现代偿风险时，相关的项目经理需参照高新投《融资担保业务管理规定》对项目进行风险认定，然后对客户进行代偿有效性审查，分析项目风险原因、可能的化解途径，并提交风险项目移交报告，经高新投集团总经理审批后移交至法律事务部。此外，子公司高新投融资担保制定了相应的风险补偿金制度，风险补偿金包括从收入中计提和税后利润转入两部分，实行专户管理，不参与营运资金的周转，以对冲风险代偿带来的损失。

保证担保类业务的保后管理由项目客户经理 A 角负责，子公司高新投保证的风险控制部门对所有在保项目进行日常监管，高新投风险管理部对在保项目进行稽核监控，每季度稽核项目个数不低于当季发出保函项目的 2%。当此类项目出现代偿风险时，高新投启动索赔应急机制，并按照如下流程报批：客户经理 A 角→区域总监→高新投保证主管风险副总经理→集团风险管理部负责人→保证公司总经理→集团法律室。如相关项目造成高新投代偿，高新投须在一个月內启动追索法律程序，向保函申请人提出赔偿诉求。

创业投资类的项目实施完毕后，由高新投创投统一管理。高新投创投指定专门的投资项目经理作为该投资项目的后期管理人；对于完成投资并经过一至两个完整会计年度营运的项目，以及延期一年以上未完成的项目，应当组织后评价工作；对分阶段实施、时间跨度较长的投资项目，可按阶段进行后评价。高新投创业投资项目的后评价工作可以由高新投自查，也可以由深圳投资控股公司检查。当此类项目出现信用风险时，项目后期管理人应参照《融资担保业务管理规定》中风险项目管理的相关内容对该项目进行风险认定，在认定后 5 个工作日内提交风险项目移交报告，报送集团公司研究和决策。

整体看，高新投根据业务类型制定了不同的项目后期管理制度，提出了有针对性的风险化解的手段。

反担保管理

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓释的效果。近年来，高新投所担保项目中约有 40% 的担保项目有抵质押等反担保情况，抵质押率一般在 40% 左右。

保证担保业务方面，由于其拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且高新投仅针对履约进行担保，因此具有总体违约率较低的业务特征。高新投对于此类业务主要采取信用担保的反担保措施，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。若客户为民营企业，当保函金额大于 3,000 万元时，客户须提供企业实际控制人的个人反担保。

直接融资担保业务方面，高新投目前主要经营的是保本基金担保及上市公司债券担保业务，

在进行客户筛选时主要挑选优质基金管理公司及管理团队，同时采取基金管理公司和基金公司控股股东保证担保；对于上市公司的债券担保业务，高新投坚持不以抵押物作为担保条件，而以企业发展预期为评判标准，纯信用担保项目金额和个数逐年上升。

间接融资担保业务方面，受宏观经济下行、中小企业违约风险上升的影响，高新投主要用房产抵押物作为反担保措施，且抵押的房产集中在深圳本市。

委托贷款业务方面，高新投此类业务的客户主要为上市公司及个人股东，客户实力较强。针对此类客户，高新投主要采取个人保证的反担保措施和股票质押的反担保措施，存在一定的信用风险。

总体看，高新投针对各业务类型的特点分别制定了不同的反担保措施，一定程度上能够缓释代偿及违约风险；但债券担保业务的反担保措施以纯信用担保为主，委托贷款业务以个人保证类担保措施为主，相关信用风险需关注。

行业及区域集中度

从行业集中度来看，高新投的非融资性担保业务主要集中在工程担保领域，行业集中度高，这主要是由于高新投近年来积极研判宏观经济形势以及企业经营环境变化，暂停了供货类保函业务，以避免风险项目的大量爆发。高新投工程担保类的客户性质主要为具备特级资质、一级资质和二级资质的工程企业，其中以一级和二级占绝大多数。

近年来，受宏观经济持续下行的影响，高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构，重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。高新投在保企业中科技型企业的占比较高，截至2017年底，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到70%以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略。截至2017年底，高新投融资担保业务责任余额为625.01亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比67.41%。总体看，高新投融资担保业务前五大行业占比整体有所下降，但行业集中度仍较高。

从区域集中度来看，高新投作为地方政策性担保机构，致力于服务深圳本地的中小微企业；同时，高新投在全国设有6家分公司，25家办事处，实现了以广东、北京、上海、江浙为重点区域向全国辐射和覆盖的市场布局。目前高新投的间接融资担保业务业务主要集中在深圳市，直接融资担保业务主要集中在全国一线城市，非融资性担保业务分散在全国各地，委托贷款业务主要集中在华南和华东地区。整体看，高新投的业务区域集中风险不显著。

担保期限组合

高新投的担保项目合同期限分布较为平均。目前高新投间接融资担保业务的平均担保期限为2.22年，间接融资担保主要为中短期借款担保。

反担保措施

高新投根据不同业务实际情况匹配相应反担保措施，核心反担保措施主要有以下四种：

高新投委托贷款的反担保措施主要有股权质押，选择担保企业主要为上市公司，措施为实际控制人全额股票质押担保，覆盖率按市值计算200%左右。

高新投保证担保主要采取信用担保，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。对民营企业而言，如果保函金额超过3,000万元，则须提供企业实际控制人的个人反担保。

高新投银行融资性担保主要是房产抵押物为反担保措施，房产抵押的选择主要集中在深圳本市，对于深圳的房产打折率为0.8倍，外地房产打折率多为0.6倍。

高新投金融产品担保业务具有总体违约率较低的业务特征。目前高新投主要经营的保本基金

担保及上市公司债券担保业务，因为系统性风险太小，主要挑选优质基金管理公司及管理团队，实际控制人反担保。

高新投担保项目主要采用股票质押、房产质押、信用担保等主要措施，在此基础上视企业情况而定，主要根据企业的综合情况来判定担保项目的风险程度，视判定的风险程度来确定并采取何种反担保措施。从代偿追缴方面看，高新投发生代偿后立即委托诉讼，尽快诉至法院立案并推进案件法官分配及排期；与被告联系要求协助解决送达的问题，缩短诉讼及执行期间；有抵押房产的联系受封法院将抵押物移交至该案法院处置。从高新投目前代偿规模来看，高新投风险控制措施较好，但受宏观环境影响，高新投仍需继续完善风险控制水平。

总体看，近年来，高新投设立的担保措施较为完善，但风险管理制度仍需在实践中不断完善。

（5）高新投财务分析

高新投提供了 2015~2017 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2015~2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017 年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了无保留意见的审计报告，高新投提供的 2018 年 1~9 月财务报表未经审计。截至 2017 年底，高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 7 家。

资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续增资扩股。截至 2017 年底，高新投股东权益合计 111.96 亿元，较上年底增长 70.69%，其中股本 72.77 亿元，资本公积 15.78 亿元，未分配利润 18.25 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 65.03%、14.10%、16.31%，其中实收资本和资本公积合计占比较高，高新投所有者权益稳定性较好。

近年来，高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势。截至 2017 年底，高新投负债总额为 22.73 亿元，较上年底增长 69.78%，主要是新增短期借款和专项应付款的增加所致。其中，担保赔偿准备余额 3.01 亿元，责任准备金余额 0.54 亿元，两者合计占负债总额的 15.63%；专项应付款余额 9.60 亿元，占负债总额的 42.23%，均为与政府合作的专项基金委托贷款；2017 年，高新投新增短期借款 5.55 亿元，占负债总额的 24.41%，其中 4.05 亿元为信用借款，其余为保证借款。截至 2017 年底，高新投资产负债率为 16.88%，实际的债务负担较轻。

截至 2018 年 9 月末，高新投所有者权益合计 115.34 亿元，较上年末增长 3.02%，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.91%，归属于母公司的所有者权益结构较上年末变化不大，所有者权益稳定性较好。截至 2018 年 9 月末，高新投负债总额 80.81 亿元，较 2017 年末增加 58.08 亿元，主要是高新投新增长期借款 50.03 亿元，系向深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“深圳市安居集团”）的借款，利率为 2.75%，期限为 3 年，深圳市安居集团为深圳市政府全资子公司，该资金主要是深圳市政府为缓解上市公司流动风险提供的纾困资金。截至 2018 年 9 月末，高新投实际资产负债率为 39.24%，受借款规模增加影响，高新投负债率水平大幅提升。

总体看，随着新股东的引入及增资扩股方案的实施，高新投资本实力不断增强；负债规模有所波动，资产负债率较低，整体财务杠杆水平不高。

资产质量

近年来，高新投资产规模有所波动，但整体呈快速增长趋势。2016 年以来随着高新投委托贷款业务规模的扩大，货币资金规模有所下滑，资产规模略有减少；2017 年随着增资扩股资金到位，高新投资产规模增长明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至 2017 年底，高新投资产总额 134.70 亿元，较上年底增长 70.53%，主要是发放委托贷款及垫款及货币资金的增加所致，高新投资产主要由货币资金（占比 33.37% 和 67.36%）以及发放贷款和垫款构成。

近年来，高新投投资资产总体规模不大。截至 2017 年底，高新投投资资产余额 7.86 亿元，占资产总额的 5.83%；其中，可供出售金融资产余额为 7.54 亿元，均为权益投资；其余为少量投资性房地产和长期股权投资。

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长，2017 年以来随着增资扩股资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至 2017 年底，高新投发放贷款和垫款净额 90.73 亿元，较上年底增长 58.83%，占资产总额的 67.36%；其中，委托贷款净额 82.34 亿元，包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元；其余主要为发放的小额贷款，已计提减值准备 0.54 亿元，计提比例为 0.68%，计提充分，截至 2017 年底高新投未对华昌达项目和汉柏科技项目计提坏账准备，考虑到上述项目存在一定的信用风险，未来存在代偿的可能性，需对高新投发放贷款及垫款减值计提情况保持持续关注。截至 2017 年底，高新投委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%，小额贷款业务的不良贷款率为 0.13%，资产质量良好。截至 2017 年底，高新投货币资金 30.14 亿元，较上年底增长 190.25%，主要是股东增资及借款到位后未投入到业务中的资金沉淀。

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产构成。截至 2017 年底，高新投其他类资产余额 5.97 亿元，占资产总额的 4.43%；其中，应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产余额分别为 2.15 亿元、1.63 亿元和 1.15 亿元。

截至 2018 年 9 月末，高新投资产总额 196.15 亿元，较上年末增长 45.62%，主要系发放的贷款及委托贷款的增加以及新增买入返售金融资产所致；高新投资产主要由货币资金（占比 12.68%）、发放的委托贷款及垫款（占比 58.61%）、买入返售金融资产（占比 21.41%）构成。截至 2018 年 9 月末，高新投货币资金 24.87 亿元，较上年末减少 17.46%，主要是委托贷款业务资金发放规模增加所致；发放的委托贷款及垫款 114.97 亿元，较上年末增长 26.71%，主要是高新投增资后扩大委托贷款发放规模所致，高新投已计提减值准备 0.61 亿元，与上年基本持平，需对委托贷款业务资产质量保持持续关注；高新投新增 42.00 亿元买入返售金融资产，主要是股东增资后，高新投利用资金所购买的银行理财产品。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；自有资金委托贷款规模较大，面临一定的信用风险和市场风险。此外，高新投委托贷款占资产总额的比重高，近年来信用风险事件频发，需对其存续委托贷款业务项目保持持续关注。

盈利能力

近年来，高新投营业总收入呈稳定增长态势，2017 年实现营业总收入 15.05 亿元，同比增长 36.75%，高新投营业总收入主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入。近年来，随着担保业务规模的扩大，高新投担保业务收入整体呈增长态势。2017 年，高新投实现担保业务收入 7.28 亿元，占营业总收入的 48.38%；其中，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为 45.71% 和 36.02%。高新投担保费率水平近年来基本保持稳定，目前针对保本基金的担保费率为 0.20% 左右，针对债券的担保费率约为 0.50%~2.00%，间接融资担保的担保费率约为 2.00%~2.50%，非融资担保的担保费率约为 1.12%~1.56%。除担保业务外，高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2017 年高新投实现资金管理业务收入 5.32 亿元，占营业总收入的 35.32%；其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资金管理业务收入的 77.33%。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2017 年实现投资收益 0.87 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益。

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随

着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势。2017年，高新投营业总成本4.82亿元，同比增长50.04%；其中营业成本3.29亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2017年，高新投实现净利润8.35亿元，同比增长17.77%，考虑年底增资40亿元及年终分红3.14亿元因素影响后的加权平均收益率12.24%，平均资产收益率9.61%，平均净资产收益率较上年上升1.30个百分点，平均净资产收益率较上年上升0.80个百分点，仍处于较好水平。

2018年1~9月，高新投实现营业总收入13.49亿元，净利润8.62亿元，同比增长15.00%和16.80%，主要是委托贷款业务规模扩大，带动收入增长所致，其中担保业务收入贡献度为37.80%，营业利润率为83.25%，平均净资产收益率为7.59%，平均总资产收益率为5.03%，担保赔付率3.33%，赔付率有所上升。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，由于注册资本的持续增长，盈利水平有所下降，未来随着高新投委托贷款与担保。

资本充足率及代偿能力

高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投将以自有资金承担相应的损失。高新投实际代偿能力主要受其的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额有所波动，整体呈扩大趋势，主要是委托贷款和典当业务的净发放额变化所致，2017年，高新投经营活动现金流量净额-21.72亿元，2017年现金流出规模较大；2017年，高新投投资活动现金流量净额-0.26亿元，投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致；2017年，高新投筹资活动现金流量净额41.75亿元，高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金。总体看，高新投现金对股东资金注入依赖度较高，2017年以来现金流较宽松。

2018年1~9月，高新投经营活动现金流量净额-61.87亿元，高新投收到其他与经营活动与支付其他与经营活动有关的现金主要是资金业务产生的现金流，受资金业务流出资金规模扩大及购买银行理财产品等因素影响，经营活动现金流量净额流出规模大幅增加；投资活动现金流量净额0.04亿元；受长短期借款等借入资金大幅增加影响，高新投筹资活动现金流量净额大幅增加，筹资活动现金流量净额为56.57亿元，高新投经营活动现金流出现大规模净流出，高新投筹资活动融入现金流规模较大，资金需求较大。

总体看，近年来信用风险事件频发，高新投所从事的债券担保业务发展较快，所担保债券存在一定的信用风险，将加大其代偿风险，考虑到高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本较为充足，债券担保项目风险仍可控，高新投整体代偿能力极强。高新投对“17制药01”的担保保障效果极强。

九、综合评价

跟踪期内，公司整体经营平稳，主要产品产销情况良好，收入规模有所增长，经营活动现金流保持净流入，整体债务负担有所下降。同时，联合评级也关注到医药行业政策变动较大、公司商誉规模较大且存在减值风险、公司利润对投资收益依赖较大、债务负担较重且短期偿债压力大、大额应收类款项和存货对营运资金存在严重占用等因素对公司信用水平的不利影响。

未来，随着公司产业链布局进一步完善、经销商库存逐步消化和营销模式调整逐步到位，公

司收入及利润规模有望实现增长。

公司发行的“17 制药 01”由高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保、“17 制药 02”和“18 制药 01”由广东再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，两家担保公司经营情况良好，其对上述债券的担保有效提升了上述债券的信用水平。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“17 制药 01”、“17 制药 02”和“18 制药 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 广州市香雪制药股份有限公司 主要财务指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额(亿元)	79.89	92.41	86.26	87.73
所有者权益(亿元)	36.84	38.84	40.12	40.55
短期债务(亿元)	24.45	24.51	23.36	24.31
长期债务(亿元)	9.54	20.57	13.08	13.22
全部债务(亿元)	33.99	45.09	36.44	37.53
营业收入(亿元)	18.62	21.87	25.04	6.53
净利润(亿元)	0.98	1.12	0.88	0.44
EBITDA(亿元)	2.88	3.89	3.82	0.49
经营性净现金流(亿元)	1.98	1.10	0.91	-1.28
应收账款周转次数(次)	2.68	2.57	2.83	0.68
存货周转次数(次)	2.98	2.99	2.84	0.75
总资产周转次数(次)	0.29	0.25	0.28	1.33
现金收入比率(%)	116.68	105.87	94.71	82.21
总资本收益率(%)	2.96	3.40	2.91	0.56
总资产报酬率(%)	2.89	3.21	2.88	0.56
净资产收益率(%)	2.70	2.96	2.23	1.08
营业利润率(%)	30.73	28.63	35.72	34.04
费用收入比(%)	26.78	31.52	30.17	29.70
资产负债率(%)	53.88	57.97	53.48	53.78
全部债务资本化比率(%)	47.98	53.72	47.60	48.06
长期债务资本化比率(%)	20.57	34.63	24.59	24.58
EBITDA利息倍数(倍)	3.24	1.83	2.03	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.08	0.09	0.10	--
流动比率(倍)	0.90	1.51	1.22	1.21
速动比率(倍)	0.75	1.35	1.03	1.05
现金短期债务比(倍)	0.39	0.61	0.32	0.44
经营现金流动负债比率(%)	6.01	3.39	2.83	-3.85
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.26	0.35	0.35	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2018年一季度数据未经审计，相关指标未年化。4、2016年和2017年发行的短期融资券均调入短期债务。

附件 2 担保方主要计算指标及计算公式

广东省融资再担保有限公司

项目	2015年	2016年	2017年	18年6月
资产总额（亿元）	63.23	80.02	84.57	85.28
所有者权益合计（亿元）	53.95	69.21	73.10	73.99
负债合计（亿元）	9.28	10.81	11.47	11.29
期末担保责任余额（亿元）	209.62	195.13	192.69	190.53
净资产担保责任余额倍数（倍）	3.89	2.82	2.64	2.58
融资担保余额放大倍数（倍）	3.01	2.34	2.57	2.20
营业收入（亿元）	4.82	4.94	4.69	1.79
净利润（亿元）	2.13	2.70	3.85	0.91
平均净资产收益率（%）	4.90	4.39	5.42	1.24
代偿保障率（%）	6.78	7.30	14.72	15.23
资产负债率（%）	14.67	13.44	13.56	13.24
收入利润率（%）	55.96	67.11	110.02	68.07
累计担保代偿率（%）	0.09	0.07	0.08	0.08
累计代偿回收率（%）	1.31	36.06	32.86	35.59

深圳市高新投集团有限公司

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
资产总额（亿元）	82.02	78.99	134.70	196.15
负债总额（亿元）	18.06	13.39	22.73	80.81
实际资产负债率（%）	18.87	13.11	14.24	39.24
所有者权益（亿元）	63.96	65.59	111.96	115.34
营业总收入（亿元）	9.34	11.01	15.05	13.49
担保业务收入（亿元）	4.94	5.30	7.23	5.10
投资收益（亿元）	1.62	1.72	0.87	0.50
净利润（亿元）	6.07	7.09	8.35	8.62
担保业务收入贡献度（%）	52.89	48.15	48.03	37.80
营业利润率（%）	87.38	86.51	73.77	83.25
营业费用率（%）	2.27	1.85	7.36	3.36
平均总资产收益率（%）	7.46	7.54	6.63	5.03
平均净资产收益率（%）	12.31	10.94	9.40	7.59
期末担保责任余额（亿元）	519.45	1,167.05	974.22	931.89
融资性担保责任余额（亿元）	148.54	781.62	621.32	547.92
融资性担保放大倍数（倍）	2.32	11.92	5.55	4.75
累计代偿率（%）	0.16	0.11	0.08	0.29
担保赔付率（%）	18.42	16.23	0.55	3.33
代偿准备金率（%）	27.72	23.00	0.94	3.77

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。