

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）

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2021)010980】

评级对象: 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)

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA+

计划发行: 不超过 18 亿元(含 18 亿元)

本次发行: 不超过 10 亿元(含 10 亿元)

存续期限: 3 年

增级安排: 无

评级时间: 2021 年 7 月 12 日

发行目的: 偿还有息债务

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	2.62	3.03	5.90	5.19
刚性债务	77.78	90.87	85.49	81.07
所有者权益	30.65	32.30	34.86	34.86
经营性现金净流入量	7.28	-8.48	13.96	1.53
合并口径数据及指标:				
总资产	298.50	302.10	318.57	322.33
总负债	193.99	195.02	186.11	186.57
刚性债务	112.24	120.22	113.67	111.02
所有者权益	104.51	107.08	132.45	135.76
营业收入	117.16	119.49	105.94	37.01
净利润	6.65	7.12	10.68	3.54
经营性现金净流入量	27.23	13.38	6.55	2.40
EBITDA	20.10	22.61	25.38	—
资产负债率[%]	64.99	64.56	58.42	57.88
权益资本与刚性债务比率[%]	93.11	89.06	116.52	122.28
流动比率[%]	156.61	160.02	183.20	176.51
现金比率[%]	46.15	51.63	69.22	59.73
利息保障倍数[倍]	2.97	2.91	3.39	—
净资产收益率[%]	6.52	6.73	8.92	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.89	6.88	3.44	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.35	4.43	4.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.95	3.85	4.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.19	0.22	—

注: 根据中国宝安经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈思阳 esy@shxsj.com

黄梦蛟 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

评级观点

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; 马应龙在肛肠治痔领域地位较为突出, 市场竞争力较强。
- **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新三板精选层挂牌公司, 总体融资渠道较为畅通。

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。
- **盈利对非经常损益的依赖度持续较高。**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 2021 年 4 月 29 日，韶关高创增持公司股份至 13.30%。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本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予中国宝安 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA+ 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

2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

中国宝安集团股份有限公司（简称“中国宝安”、“该公司”或“公司”）前身为宝安县联合投资公司，成立于 1983 年，是新中国第一家以向社会公开招股的方式组建的股份制企业，同年发行了新中国第一张股票。1988 年，经宝安县编制委员会同意，公司改名为深圳市宝安投资（集团）公司。1991 年 6 月，公司在深圳证券交易所上市（股票简称“深宝安”，代码 0009），是我国首批上市公司之一。1993 年，经国家工商行政管理局企业登记司（1993）企名函字 147 号文批准，公司更为现名。后经过多次增资、资本公积转增股本及送股，截至 2021 年 3 月末，公司总股本增至 25.79 亿股。公司股权较为分散，不存在实际控制人。根据公司于 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。据公司公告，截至 2021 年 6 月 19 日，公司第一大股东为韶关高创，持股比例为 13.30%；第二大股东为深圳市富安控股有限公司，持股比例 8.62%；第三大股东为深圳市宝安区投资管理有限公司，持股比例 5.57%。公司仍无实际控制人。

该公司属于综合类企业集团，经营范围为：新材料、新能源材料、新能源等高新技术产业项目的投资及经营；现代生物医药项目的投资及经营；房地产开发经营。（法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）。目前公司已形成高新技术、医药和房地产三大业务板块，其中子公司贝特瑞新材料集团股份有限公司（简称“贝特瑞”）是目前全球领先的锂电池正负极材料供应商；子公司马应龙药业集团股份有限公司（简称“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。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经该公司董事局审议通过及股东审批同意，公司计划向合格投资者公开发

行规模不超过 18 亿元（含 18 亿元）的公司债券，本期计划发行规模 10 亿元（含 10 亿元），期限 3 年，所募集资金用于偿还公司有息债务。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	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）
总发行规模:	不超过 18 亿元人民币（含 18 亿元）
本次发行规模:	不超过 10 亿元人民币（含 10 亿元）
本次债券期限:	3 年
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年单利计息，每年付息一次
增级安排:	无

资料来源：中国宝安

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

图表 2. 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
19 宝安集 MTN001	10.00	3 年	7.00	2019/1/4	未到期，付息正常
19 宝安集 MTN002	5.40	3 年	7.00	2019/4/30	未到期，付息正常
20 宝安集 MTN001	10.00	3 年	6.50	2020/7/27	未到期，尚未开始付息
17 宝安 02	10.00	5 年	6.08	2017/8/29	未到期，付息正常
合计	35.40	--	--	--	--

资料来源：Wind 资讯

(2) 募集资金用途

该公司拟将本次募集资金用于偿还有息债务。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资

的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势

仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(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。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。近年来随着新能源汽车产业迅速发展，锂离子电池需求量大幅增长。2016-2018 年我国新能源车销量分别为 50.7 万辆、70.7 万辆和 125.6 万辆，年均销量增幅达 50% 以上；2019 年，受新能源补贴退坡影响，我国新能源汽车产销均有所下滑，当年新能源汽车产销分别为 124.2 万辆和 120.6 万辆，同比分别下降 2.3% 和 4.0%；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分别完成 136.6 万辆和 136.7 万辆，同比分别增长 7.5% 和 10.9%。

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，2020 年我国动力电池装车量累计达到 63.6GWh，累计增长 2.3%。其中三元电池装车量累计达到 38.9GWh，占总装车量 61.1%，累计下降 4.1%；磷酸铁锂电池装车量累计达到 24.4GWh，占总装车量 38.3%，累计增长 20.6%，是驱动装车量整体同比上升的主要产品。

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，将原本于今年年底到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税两项优惠政策延长两年。此次补贴政策延长有望强化政策延续性，有利于刺激新能源汽车全产业链的恢复。

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

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

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，与国计民生息息相关。随着国民经济稳中有进，医疗体制改革深入开展，社会保障水平不断提高，人口城镇化老龄化加速等，医药产品刚性需求将推动行业稳定增长。近年来，我国医药制造行业总体呈现平稳发展态势，但收入和利润增速有所放缓，多项政策的变化及实施或使企业面临短期阵痛。而自身研发实力强、拥有独家品种、品牌资源、具备规模效应的优质药企有望脱颖而出。国内医药商业快速发展，近年来流通规模维持较快增长，但增速有所趋缓。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进会对药品流通业务发展产生一定影响。整体而言，我国医药行业具有良好的发展基础，后续具备一定成长空间；加之良好的政策环境和较强的主业现金回笼能力，行业风险相对较低。

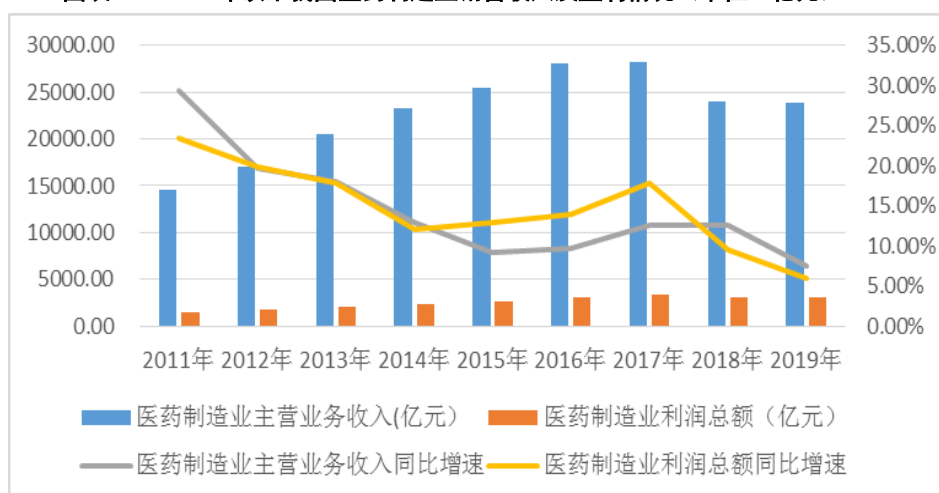
医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。

根据国家统计局数据显示，2011~2019 年，我国医药制造行业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 23,908.60 亿元；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,119.50 亿元，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，利润增速有所放缓。

2020 年 1~10 月，我国医药制造行业规模以上企业¹实现营业收入 19,555.90 亿元，同比增长 2.5%；实现利润总额 2,779.10 亿元，同比增长 8.7%。自新型冠状病毒肺炎疫情发生以来，全国各地相继启动了重大突发公共卫生事件一级响应，采取多种措施防控疫情，药企供应商和客户等均受到不同程度影响，导致其生产和销售等活动无法按期正常开展，短期内对医药企业经营造成了一定影响。目前国内疫情已得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，疫情对医药企业后续经营的负面影响较为有限。医药制造企业经营情况逐季环比改善，于 2020 年 6 月实现利润总额增速转正，于 8 月实现营业收入增速转正，利润端恢复速度高于收入端。

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 3. 2011 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

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《2019 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 13.54 亿人，同比增加 978 万人，其中参加职工基本医疗保险人数 3.29 亿人，同比增长 1,245 万人。全年资助 7,782 万人参加基本医疗保险，医疗救助 6,180 万人次。截至 2019 年末，全国共有医疗卫生机构 101.4 万个，其中医院 3.4 万个，全年总诊疗人次 85.20 亿人次。

图表 4. 2015 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
我国人口数（亿人）	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00
60 岁以上人口占比（%）	16.10	16.70	17.30	17.90	18.10
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	6.66	7.44	11.77	13.45	13.54
城镇基本医疗保险支出（千亿元）	9.31	10.77	14.42	17.82	20.85
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.12	3.36	3.64	3.93	4.24
国医疗卫生机构总诊疗人次（亿人次）	76.93	79.30	81.80	84.20	85.20
卫生费用（万亿元）	4.10	4.63	5.26	5.80	6.52

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，2019 年度全国七大类医药商品销售总额 23,303 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 8.87%，增长速度较同期上升 1.36 个百分点。其中，药品零售市场 4,661 亿元，同比增长 9.85%，增长速度上升 0.97 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。2020 年 3 月 5 日，国务院发布《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。旨在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 年 7 月，国务院办公厅发布《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》，在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。通知明确，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 年 8 月，国家医保局发布《2020 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。目录调整工作将与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药都在拟纳入药品目录范围内，在评审程序方面，首次实行企业自主申报，符合条件产品的企业可以按要求提交申报材料，国家医保局将按相关工作程序、工作要求及时对这些材料进行审核，鼓励创新的导向鲜明。

图表 5. 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	人大	《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	利好新药研发，鼓励创新
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

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，2020 年收入减少较多；另外，公司部分城市更新项目资金占用量大、开发周期长，关注相关风险。公司主业毛利水平较高，但期间费用逐年上升，侵蚀了主业盈利空间，交易性金融资产公允价值变动、投资收益和政府补助对公司利润影响较大，其盈利稳定性需持续关注。

该公司是一家多产业复合型集团企业，目前主业涉及高新技术、生物医药和房地产三大板块。高新技术业务方面，贝特瑞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销售进入尾声，近三年该业务收入逐年下降。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司分别实现营业总收入 117.68 亿元、120.04 亿元、106.64 亿元和 37.15 亿元，其中营业收入分别为 117.16 亿元、119.49 亿元、105.94 亿元和 37.01 亿元，2020 年营业收入下降主要是当年房地产业务收入减少所致；同期毛利率分别为 37.00%、35.11%、34.11%和 32.67%，总体处于较高水平。

图表 6. 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 7. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	117.16	119.49	105.94	37.01	16.14
其中：（1）高新技术业务（亿元）	58.74	59.00	58.09	21.65	9.72
在营业收入中所占比重（%）	50.14	49.38	54.84	58.50	60.22
（2）生物医药业务（亿元）	24.81	30.97	32.59	10.02	4.50
在营业收入中所占比重（%）	21.17	25.92	30.77	27.07	27.88

主导产品或服务	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
(3) 房地产业务 (亿元)	30.33	26.24	11.51	4.48	1.14
在营业收入中所占比重 (%)	25.89	21.96	10.86	12.11	7.06
毛利率 (%)	37.00	35.11	34.11	32.67	36.17
其中: 高新技术业务 (%)	27.27	28.91	28.44	29.54	29.83
生物医药业务 (%)	48.02	45.81	45.76	43.69	58.15
房地产业务 (%)	50.83	40.49	38.50	27.85	24.57

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”)、国际精密切集团有限公司 (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。

2018-2020年及2021年第一季度, 该公司高新技术业务分别实现营业收入58.74亿元、59.00亿元、58.09亿元和21.65亿元; 同期毛利率分别为27.27%、28.91%、28.44%和29.54%, 总体保持在较高水平。

图表 8. 公司近三年一期高新技术业务主导产品收入成本情况 (单位: 亿元)

公司名称	产品名称	2018年		2019年		2020年		2021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	23.58	15.26	29.30	17.83	31.51	19.91	10.44	6.09
	锂电池正极材料	9.36	7.86	8.06	7.19	10.42	9.84	6.92	6.01
	其他 ³	5.80	4.15	5.03	4.17	2.04	1.55	1.17	0.97
深圳市大地和电气股份有限公司	电机控制器系统	4.73	4.72	1.59	1.45	1.01	0.94	0.15	0.17
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	2.30	1.33	2.05	1.18	2.15	1.32	0.72	0.50
国际精密切集团有限公司	精密结构件	8.09	5.60	7.22	5.68	6.90	5.20	2.04	1.36
-	合计	53.86	38.92	53.25	37.50	54.03	38.76	21.44	15.10

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。2018-2020年及2021年第一季度, 贝特瑞分别实现营业收入40.09亿元、43.90亿元、44.52亿

² 国际精密切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。

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。

元和 18.53 亿元，净利润分别为 5.40 亿元、6.85 亿元、4.98 亿元和 2.62 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司共持有贝特瑞 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，生产技术水平和自动化程度较高，节省生产人力成本，保证了高效的产出。

图表 9. 贝特瑞近三年产销情况（吨、%）⁴

项目		2018 年	2019 年	2020 年
负极材料	产量	45360	59699	79952
	产能	55000	71333	103833
	产能利用率	82.47	83.69	77.00
	产销率	99.59	98.81	94.15
正极材料	产量	11612	14737	20803
	产能	22000	36167	42000
	产能利用率	52.78	40.75	49.53
	产销率	100.79	91.84	102.81

资料来源：中国宝安

产能利用率方面，2020 年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提升至 10.38 万吨，因新增产能涉及的设备调试尚未全部完成，导致当年负极材料产能利用率较 2019 年度有小幅的下降，但总体处于正常水平。正极材料方面，因市场需求增加，当年正极材料产能利用率较 2019 年有一定幅度的上升。

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，其中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。2020 年贝特瑞国内、外销售额占比分别为 59.53% 和 40.47%。结算方面，国内客户一般采用月结 60 天，国外客户一般采用月结 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、

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。

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 2020 年末，贝特瑞已获授权专利权 283 项（国内专利 242 项，国外专利 41 项），其中发明专利 209 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。2020 年受中美贸易摩擦、全球汽车市场销量下滑以及硬盘驱动器行业衰退的影响，国际精密整体经营业绩较上年同期有所下降，当年实现营业收入 7.94 亿港币，实现净利润 0.29 亿港币。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 2020 年末，公司分别持有上述 3 家子公司股权比例为 30.14%、85.89%和 61.63%。马应龙为公司医药生物板块核心子公司，2020 年其营业收入占该业务的比重为 86%。

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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，马应龙分别实现营业收入 21.98 亿元、27.05 亿元、27.92 亿元和 8.61 亿元，同期净利润分别为 1.65 亿元、3.53 亿元、4.31 亿元和 1.18 亿元，总体经营效益良好，其中 2018 年净利润较低主要是公司持有的证券资产价格下跌，产生公允价值变动净损失 1.53 亿元所致。

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 2020 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。

⁵ 截至 2020 年末，深圳大佛药业股份有限公司资产总额 2 亿元，净资产 1 亿元；2020 年实现营业收入 3.63 亿元，净利润 2196 万元。截至 2020 年末，成都绿金高新技术股份有限公司资产总额 1 亿元，净资产 3010 万元；2020 年实现营业收入 1.05 亿元，净利润-1866 万元。

图表 10. 马应龙主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2018 年		2019 年		2020 年		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
治疮类产品	8.16	35.98	9.27	32.97	11.65	41.03	3.04	33.89
其他产品	4.63	20.41	5.67	20.16	3.65	12.86	1.38	15.38
零售、批发	7.87	34.70	11.63	41.38	11.71	41.25	4.18	46.61
医院诊疗	2.02	8.91	1.54	5.49	1.38	4.86	0.37	4.12
内部抵消	-0.86	-	-1.12	-	-0.64		-0.40	
合计	21.82	100.00	26.98	100.00	27.75	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，2020 年马应龙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。

图表 11. 马应龙近三年产销状况（单位：万支、万盒）

项目		2018 年	2019 年	2020 年
疮类	产量	11,116.13	14,048.86	15280.14
	产能	12,870.49	12,870.49	12870.49
	产能利用率	86.37%	109.16%	118.72%
	产销率	94.75%	88.70%	99.64%
皮肤类	产量	707.83	932.10	717.05
	产能	831.04	831.04	831.04
	产能利用率	85.17%	112.16%	86.28%
	产销率	97.39%	87.35%	105.54%

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 2020 年末，公司主要房地产项目规划可售面积 16.99 万平方米，2020 年累计销售面积 6.03 万平方米，实现销售收入 11.51 亿元。公司全部在售项目均已经取得预售许可证。

图表 12. 公司房地产业务概况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
销售金额 (亿元)	30.85	26.24	11.51	4.49
销售面积(m ²)	241,791.48	112,675.30	60,270.62	13,649.28
在售面积(m ²)	246,118.98	203,537.32	169,887.30	166,582.54
已售未结转金额 (亿元)	15.83	9.76	10.45	7.98
完工面积(m ²)	328,227.37	195,358.82	21,569.00	72,557.99

资料来源：中国宝安

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司房地产业务分别实现营业收入 30.33 亿元、26.24 亿元、11.51 亿元和 4.48 亿元。其中 2018-2019 年收入较多主要是深圳市白石龙工业区城市更新项目（新彩苑）于 2018 年 6 月开盘销售，且销售情况较好，对房地产业务收入贡献大。截至 2020 年末，新彩苑住宅销售已基本结束，受此影响，公司 2020 年房地产业务收入减少较多。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 2021 年 3 月末，公司在售房地产项目情况如下表所示：

图表 13. 截至 2021 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 2021 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	95.82%	10.47
海南儋州宝安房地产开发有限公司	儋州宝山水龙城一期 A 区	儋州市那大镇	24,314.81	住宅、商业	2.20	2.09	是	30.23%	1.68
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	8.32	是	91%	13.38
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	67%	2.76
	江南城二期别墅	天津西青区	18,109.87	别墅	5.70	5.32	是	34%	2.46
	江南城二期高层	天津西青区	85,783.97	高层	11.00	10.62	是	96%	17.91
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	90.27%	10.99
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	60.47%	5.10
深圳市丹晟恒丰投资有限公司	深圳市白石龙工业区城市更新项目	深圳市龙华区	95,889.00	住宅、商业、办公	16.26	12.04	是	83.59%	29.42
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	0.85	是	76%	0.65
合计	-	-	940,150.68	-	77.24	69.97	-	-	99.64

资料来源：中国宝安

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

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

2016年9月2日，该公司与广东天行健投资集团有限公司天行健投资（简称“天行健投资”）签署《股权转让协议》，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2020年末，该项目因收购土地及建筑物形成的开发成本为32.80亿元。

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

图表 14. 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、

深圳市运通物流实业有限公司、深圳恒安房地产开发有限公司与中信置业（深圳）有限公司、深圳市桦盈实业有限公司（简称“桦盈实业”）共同合作推进深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目。截至 2021 年 3 月末，公司已收到合作方桦盈实业支付的两笔合同保证金，共计 6.10 亿元，未来项目的拆迁补偿工作、申报城市更新等政府审批手续、投资、建设施工及销售等工作全部由桦盈实业负责。目前该项目仍处于规划研究等前期工作阶段。

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

2020 年 5 月 28 日，该公司、海南儋州港宝置业有限公司、海南儋州恒通置地有限公司、海南儋州恒运实业有限公司（分别简称“港宝置业”、“恒通置地”、“恒运实业”，合并简称“儋州三家公司”）与陕西宝安鸿基房地产开发有限公司（简称“陕西鸿基”）签署了《海南儋州三家全资子公司股权转让合同书》，拟将公司所持儋州三家公司 100% 的股权转让给陕西鸿基。交易总价款合计为 8.40 亿元（含三家目标公司全部股权的转让款和陕西鸿基代三家目标公司偿还的对本公司的欠款）。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。2020 年公司处置长期股权投资产生的投资收益为 4.92 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。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司交易性金融资产分别为 5.27 亿元、5.77 亿元、10.58 亿元和 15.29 亿元，当期取得的公允价值变动净收益分别为-5.17 亿元、2.58 亿元、5.10 亿元和-1.51 亿元。其中 2018 年受到国内证券市场走势低迷的影响，公司证券市场投资出现较大亏损。证券投资风险较大，需关注公司金融资产投资对其损益的影响。

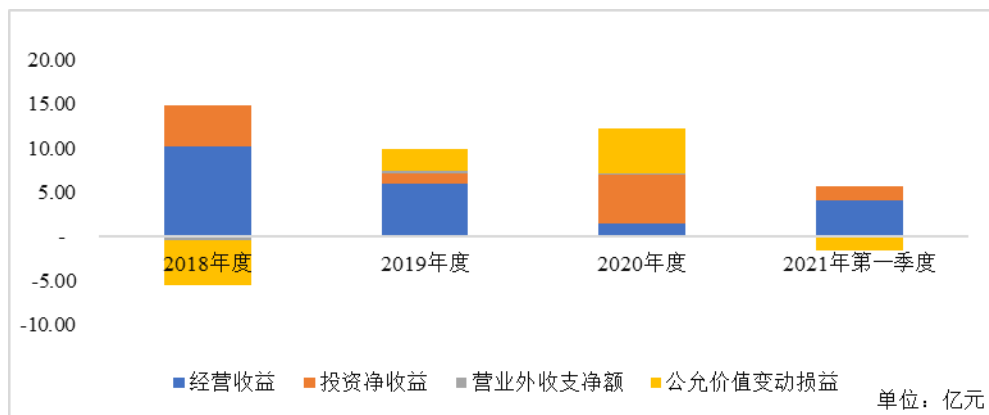
图表 15. 截至 2021 年 3 月末公司证券投资情况 (亿元)

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
600529	山东药玻	2.37	-0.39	1.82	交易性金融资产
01810	小米集团-W	0.62	-0.18	0.69	
002352	顺丰控股	0.55	-0.17	0.50	
603087	甘李药业	0.55	-0.12	0.43	
002768	国恩股份	0.55	-0.06	0.41	
688169	石头科技	0.32	-0.00	0.32	
01093	石药集团	0.25	0.04	0.30	
600196	复星医药	0.39	-0.10	0.27	
000089	深圳机场	0.23	0.02	0.23	
09618	京东集团-SW	0.18	-0.04	0.18	
期末持有的其他证券投资	--	2.46	0.04	1.98	
合计	--	8.47	-0.95	7.13	

资料来源：中国宝安

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构



资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司分别实现营业收入 117.16 亿元、119.49 亿元、105.94 亿元和 37.01 亿元，经营收益分别为 10.19 亿元、5.92 亿元、1.49 亿元和 4.09 亿元，随着房地产业务收入的下降，公司经营收益也随之下降。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	117.16	119.49	105.94	37.01
毛利 (亿元)	43.34	41.95	36.13	12.09
其中：高新技术	16.02	17.05	16.52	6.40
医药生物	11.92	14.19	14.92	4.38

公司营业利润结构	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
房地产	15.42	10.62	4.43	1.25
期间费用率(%)	22.50	23.23	27.51	20.73
其中：财务费用率(%)	3.81	4.08	4.81	2.62
全年利息支出总额(亿元)	6.16	6.77	6.61	1.52
其中：资本化利息数额(亿元)	1.42	1.31	1.10	0.30

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

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，2018-2020年及2021年第一季度分别为26.37亿元、27.76亿元、29.33亿元和7.70亿元，期间费用率分别为22.50%、23.23%、27.69%和20.81%。从期间费用构成看，2020年公司研发费用、销售费用、管理费用和财务费用分别为4.36亿元、11.79亿元、8.09亿元和5.10亿元，均保持在较大规模，公司期间费用对经营收益的侵蚀较严重。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018年度	2019年度	2020年度	2021年 第一季度
投资净收益(亿元)	4.64	1.28	5.48	1.65
其中：处置长期股权投资损益(亿元)	5.55	2.14	4.92	1.56
其它收益(亿元)	0.97	1.68	1.92	0.28
营业外收入(亿元)	0.29	0.29	0.42	0.06
公允价值变动损益(亿元)	-5.17	2.58	5.10	-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)	-5.17	2.58	5.10	-1.51
信用减值损失(亿元)	-	-2.52	-1.44	-0.02
资产减值损失(亿元)	-3.05	-2.34	-2.56	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，2018-2020年及2021年第一季度分别为-5.17亿元、2.58亿元、5.10亿元和-1.51亿元，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，2018-2020年及2021年第一季度分别为4.64亿元、1.28亿元、5.48亿元和1.65亿元，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。其他收益主要是高新技术业务的政府补助，2018-2020年及2021年第一季度分别为0.97亿元、1.68亿元、1.92亿元和0.28亿元，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，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，因应收账款、应收票据的坏账损失产生信用减值损失，2020年分别为-2.56亿元和-1.44亿元，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，2018-2020年及2021年第一季度该公司分别实现净利润6.65亿元、7.12亿元、10.68亿元和3.54亿元，2020年在较大规模的非经常性损益补充下，公司仍表现出较好的经营效益。

(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 19. 截至 2021 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 2021 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		2021 年 4-12 月	2022 年	2023 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	--	2.19	0.80	0.96	--	2021 年
深圳贝特瑞坪山科技园	6.76	--	2.76	4.00	3.74	1.00	2.02	--	2021 年
深圳贝特瑞光明总部项目	5.56	--	2.80	2.80	2.74	0.96	1.58	0.28	2022 年
江苏贝特瑞生产厂区建设工程	20.00	NCA/NCM 1.5 万吨 负极材料 4 万吨 磷酸铁锂: 1.5 万吨	8.00	12.00	15.97	1.69	2.34	--	2021 年
江苏贝特瑞生产厂区及产线建设 (二期)	8.36	NCA/NCM 1.5 万吨 磷酸铁锂: 3 万吨	8.36	--	1.91	3.50	2.00	0.95	2022 年
--	44.63	--	25.87	18.8	26.55	7.95	8.9	1.23	

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 20. 募集资金运用情况（亿元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	项目备案情况	项目环评批发情况
惠州市贝特瑞年产 4 万吨锂电负极材料项目	6.44	6.44	惠州市惠阳区发展和改革局，项目代码：2018-441303-38-03-825030	(1) 惠州市生态环境局：惠市环(惠阳)建(2019)212 号；(2) 惠州市生态环境局：惠市环(惠阳)建(2020)203 号
年产 3 万吨锂离子动力电池正极材料项目（二期）	8.00	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局：坛发改备字(2020)2 号	常州市生态环境局：常金环审(2019)188 号
补充流动资金	5.56	5.56	-	-
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

1. 产权关系与公司治理

该公司股权较为分散，无实际控制人，但公司自成立以来主要经营决策者均为自然人陈政立，其对公司的控制力度较强。2021 年 3 月，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。

(1) 产权关系

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

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。据公司公告，截至 2021 年 6 月 19 日，公司第一大股东为韶关高创，持股比例为 13.30%；第二大股东为深圳市富安控股有限公司，持股比例 8.62%；第三大股东为深圳市宝安区投资管理有限公司，持股比例 5.57%。公司仍无实际控制人。

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。

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

(2) 主要关联方及关联交易

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。

(3) 公司治理

该公司与控股股东及其控制的其他企业在人员、资产、财务、机构和业务上相互独立。公司根据上市公司的规范要求，建立了股东大会、董事局和监事会，其中股东大会为公司最高权力机构，主要职责为：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事局的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本做出决议等。公司董事局为 9 人，负责公司日常经营管理决策，决定高层管理人员的任免等。公司监事会共 3 人，全面负责监督公司内部控制制度的执行，并向股东大会报告公司内部控制制度实施情况。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司实行董事局领导下的总裁负责制，由总裁负责经营环节内部控制制度体系的建立、完善，全面推进公司内部控制制度的执行，检查公司部门和单位制定、实施各专项内部控制制度的情况，并全面负责公司日常经营管理。公司目前组织结构清晰而高效，能够满足现阶段经营及发展需要。公司管理人员稳定性较好，高管团队均具有多年的企业管理经验，各部门负责人、中层管理人员也均具有多年相关行业的从业经验，能够较好满足公司目前的管理需求。

作为上市公司，该公司依照相关规定和要求建立了严格的内部控制体系，制定了覆盖经营管理活动各层面的内部管理制度。公司明确界定了各部门、岗位、各子公司的目标、职责和权限，建立了相应的授权、检查和逐级问责制度，确保其在授权范围内履行职能；设立控制架构，制定各层级之间的控制程序，以保证董事局及高级管理人员下达的指令能够被坚决执行。重点加强了对资金管理、采购与销售管理、生产与仓储管理、关联交易、对外担保等重要活动的控制。

(2) 经营决策机制与风险控制

在担保方面，该公司制定了统一的《对外担保决策制度》，所有融资及担保需要公司本部金融部统一审批，严禁出现对外大额拆借。

在关联交易管理方面，根据《公司法》的有关规定，该公司明确了关联交易的内容、定价原则、决策程序和审批权限，做到关联交易的公平和公允性，有效维护股东和公司利益。

在采购与销售管理方面，该公司对原材料实行集中采购、集中供应，减少中间库存并对大宗原材料制定合理的储备量，避免了因存量过大，造成的资金沉淀和经营风险或者因存量过少影响生产、以及缺乏应对市场调节能力等情况的发生；同时，为把客户信用风险降至最低，针对不同客户过往交易记录订立不同的信用额度，严格按信用额度执行发货和收款；对业务员制订回款率考核指标，与业绩提成挂钩执行考核，确保货款及时回收；财务部对回款率执行月度分析和报告，严格监控呆滞货款的生产，降低了回款风险。

在生产环节与仓储管理方面，该公司根据各车间生产实际情况制定了对应的《岗位责任制度》、《安全生产管理制度》、《仓库管理制度》、《存货管理制度》等制度，明确了生产作业的程序、主要内容、生产协作部门的职责及存货流转过程中的控制方法。在产品质量日常监测方面，其专门制定了《产品质量控制管理制度》、《产品检验管理制度》，确保产品质量。

(3) 投融资及日常资金管理

在资金使用方面，该公司对下属子公司实施统一集中的财务和资金管理，制定了《对外投资管理办法》和《风险投资管理办法》等，生产、销售权限适当下放，除单独上市的子公司之外，其他子公司无独立的对外筹资权，公司及其成员子公司的财务管理坚持以资本运营为核心的原则，这样的财务管理模式既能发挥管理层的战略决策和协调交易的作用，又能调动成员子公司的主动性和创新意识。为了切实建立资本运营的约束与激励机制，使不同的利益主体对经营的资本真正负责，避免子公司对公司的依赖。公司还通过对资本运营效率等内容的考核，建立资本运营责任制，并在实践中不断充实完善。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》（2021年5月11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 21. 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	2021-5-11	未提供	正常	正常	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2021-5-12	未提供	正常	不涉及	不涉及
诉讼	年报及公开资料	2021-5-12	未提供	涉及	正常	未提供
工商	年报及公开资料	2021-5-12	未提供	正常	正常	未提供
质量	年报及公开资料	2021-5-12	未提供	正常	正常	未提供
安全	年报及公开资料	2021-5-12	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。

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

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

财务

近年来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，近年来经营获现能力尚可，可为其即期债务的偿付提供一定缓冲。

1. 数据与调整

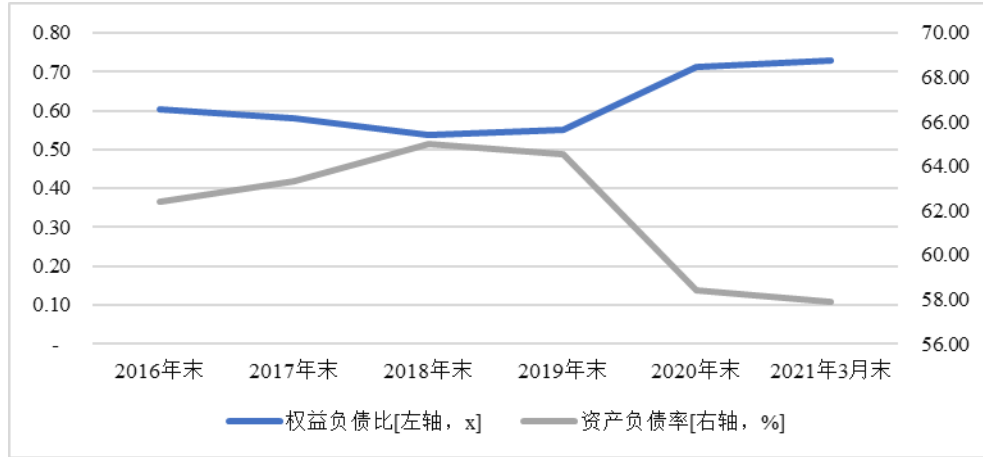
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）（简称“中审众环”）对该公司 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2021 年第一季度财务报表未经审计。公司执行《企业会计准则—基本准则》和其他各项会计准则的规定。

2020 年，该公司因股权收购及增资纳入合并范围的子公司共 6 家，因新设立、分立纳入合并范围的子公司共 8 家，其他变动纳入合并范围的子公司 3 家；因处置股权不纳入合并范围的子公司共 7 家，因清算、董事会改选控制权变更不再纳入合并范围的子公司共 5 家。截至 2020 年末公司合并范围共 195 家子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势

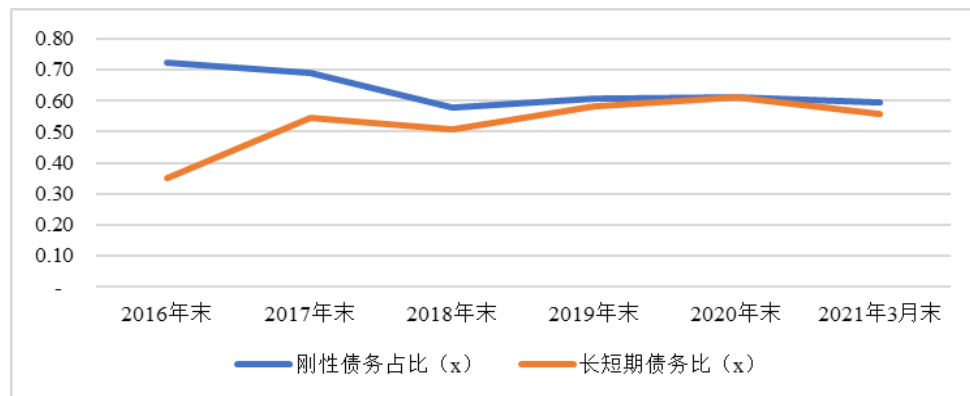


资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

近三年，该公司负债总体保持在较大规模，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末分别为 193.99 亿元、195.02 亿元、186.11 亿元和 186.57 亿元。随着经营积累的增加及 2020 年度核心子公司贝特瑞完成股票增发事项，公司净资产实力也有所增强，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末分别为 104.51 亿元、107.08 亿元、132.45 亿元和 135.76 亿元，同期末资产负债率分别为 64.99%、64.56%、58.42% 和 57.88%，公司负债经营程度有明显下降。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	97.35	118.48	112.24	120.22	113.67	111.02
应付账款 (亿元)	13.12	15.89	25.02	22.86	23.17	26.80
预收账款 (亿元)	3.23	11.31	19.66	10.46	0.01	0.02
合同负债 (亿元)	-	-	-	-	12.17	10.22
其他应付款 (亿元)	4.98	6.92	14.14	7.46	8.58	9.82

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
长期应付款 (亿元)	9.99	9.27	6.33	6.34	6.41	6.21
刚性债务占比 (%)	71.15	69.03	57.86	61.65	61.08	59.51
应付账款占比 (%)	9.73	9.26	14.58	11.72	12.45	14.37
预收账款占比 (%)	2.40	6.59	11.45	5.37	0.01	0.01
合同负债 (%)	-	-	-	-	6.54	5.48
其他应付款占比 (%)	3.70	4.03	8.24	3.83	4.61	5.26
长期应付款占比 (%)	7.41	5.40	3.26	3.25	3.44	3.33

资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

该公司债务集中于流动负债，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末其长短期债务比分别为 0.51、0.58、0.61 和 0.56。从债务结构来看，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，2020 年末金额分别为 113.67 亿元、23.17 亿元、12.17 亿元、8.58 亿元和 6.41 亿元，其中刚性债务占比为 61.08%。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；长期应付款较上年末变化不大，主要是应付股权收购款（6.00 亿元）和少量应付融资租赁款（0.20 亿元）⁶等。此外，公司其他非流动负债为 7.46 亿元，其中布吉街道城市更新项目合作方保证金 6.10 亿元。

2021 年 3 月末，该公司刚性债务余额为 111.02 亿元，较年初变化不大，其余主要负债科目无重大变化。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	75.00	72.86	60.43	68.08	62.78	65.78
其中：短期借款	45.45	56.96	49.48	38.85	37.69	40.28
一年内到期的长期借款	7.21	10.03	6.31	7.92	8.03	5.84
应付票据	2.99	4.76	2.39	3.21	5.87	7.77
其他短期刚性债务	19.35	1.11	2.26	18.10	11.17	11.87
交易性金融负债	--	--	--	--	0.02	0.02
中长期刚性债务合计	20.97	45.62	52.94	52.15	50.89	45.25
其中：长期借款	10.90	9.75	16.98	16.74	15.44	19.95
应付债券	9.91	35.70	35.78	35.23	35.26	25.29
其他中长期刚性债务	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20	--
综合融资成本 (年化, %)	5.18	5.23	5.60	5.76	5.55	5.43

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。

⁶ 已计入其他中长期刚性债务。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 112.24 亿元、120.22 亿元、113.67 亿元和 111.02 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，2020 年末公司短期刚性债务占比为 55.23%，面临较大的即期偿债压力。

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，2020 年末分别为 62.33 亿元、5.87 亿元、35.26 亿元和 11.17 亿元。公司银行借款偏向短期，当年末短期借款为 37.69 亿元，一年内到期的长期借款为 8.03 亿元，合计为 45.72 亿元，借款方式主要包括信用、抵押等；长期借款为 15.44 亿元，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。2021 年 3 月末，将于一年内到期的 19 宝安集 MTN001 转入其他短期刚性债务中，其余刚性债务结构无重大变化。

近三年，该公司融资成本在 5.55-5.76% 之间，融资成本尚可。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期（天）	643.84	750.61	536.59	513.45	529.62	--
营业收入现金率（%）	103.79	84.51	83.34	87.67	89.39	74.45
业务现金收支净额（亿元）	9.29	9.91	28.17	26.54	17.29	1.60
其他因素现金收支净额（亿元）	-9.41	-6.01	-0.94	-13.17	-10.73	0.80
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.12	3.91	27.23	13.38	6.55	2.40
EBITDA（亿元）	12.30	12.51	20.10	22.61	25.38	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.12	0.17	0.19	0.22	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.68	2.80	3.95	3.85	4.36	--

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

近三年，该公司营业周期分别为 536.59 天、513.45 天和 529.62 天，基本保持稳定；同期营业收入现金率分别 83.34%、87.67% 和 89.39%。受到房地产业务预收房款的减少，近三年公司经营性现金流量净额呈下降趋势，2018-2020 年及 2021 年第一季度其经营性现金流量净额分别为 27.23 亿元、13.38 亿元、6.55 亿元和 2.40 亿元，但总体上看，公司仍具有一定的经营创现能力，可为其债务偿付提供一定缓冲。

该公司 EBITDA 逐年增长，2018-2020 年分别为 20.10 亿元、22.61 亿元

和 25.38 亿元，主要来源于同期的利润总额。近三年，公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数逐年上升，分别为 0.17 倍、0.19 倍和 0.22 倍，同期 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数也较好，分别为 3.95 倍、3.85 倍和 4.36 倍。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-19.50	0.18	5.22	1.77	11.28	-7.28
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	-9.28	-8.95	-11.58	-6.53	-10.09	-2.96
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.09	7.77	-0.12	-	1.06	1.23
投资环节产生的现金流量净额	-27.69	-1.00	-6.48	-4.76	2.25	-7.44

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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-6.48 亿元、-4.76 亿元、2.25 亿元和-7.44 亿元。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 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
权益类净融资额	-	-	-	-	16.92	0.05
债务类净融资额	1.34	1.61	-3.95	6.38	-4.24	-4.91
其中：现金利息支出	4.59	4.47	5.08	6.09	6.61	1.52
筹资环节产生的现金流量净额	9.38	16.49	-12.54	-1.98	3.30	-6.40

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，2018-2020 年及 2021 年第一季度，其筹资活动产生的现金流量净额分别为-12.54 亿元、-1.98 亿元、3.30 亿元和-6.40 亿元。短期内，公司融资渠道的畅通性对其资金周转有较大影响，外部融资仍将是公司补充资金的主要渠道，预计其筹资性现金流量净额仍将呈现一定波动。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	141.00	182.15	201.35	196.96	211.68	211.49
	65.21	67.19	67.45	65.20	66.45	65.61
其中：货币资金（亿元）	19.68	39.37	47.11	54.93	67.39	56.27
交易性金融资产（亿元）	4.48	10.20	5.27	5.77	10.59	15.30
应收票据（亿元）	6.28	6.33	7.52	3.63	2.98	4.04
应收账款（亿元）	14.29	20.65	28.55	19.33	19.76	20.80
应收款项融资（亿元）	-	-	-	4.10	3.95	4.39
存货（亿元）	77.89	90.43	95.60	91.48	85.34	89.72
其他应收款（亿元）	7.69	6.92	8.12	8.60	9.41	8.75
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	75.23	88.95	97.15	105.14	106.89	110.84
	34.79	32.81	32.55	34.80	33.55	34.39
其中：固定资产（亿元）	29.88	37.15	41.84	46.63	46.00	46.11
在建工程（亿元）	5.02	5.65	11.82	7.34	7.76	9.54
可供出售金融资产（亿元）	8.12	5.37	3.42	-	--	--
其他非流动金融资产（亿元）	-	-	-	4.28	3.23	3.36
无形资产（亿元）	9.48	10.70	10.97	10.98	10.81	10.96
长期股权投资（亿元）	11.97	11.44	10.31	13.25	12.11	12.04
期末全部受限资产账面金额（亿元）	12.61	11.66	9.75	14.10	11.02	14.61
受限资产账面余额/总资产（%）	5.83	4.30	3.27	4.67	3.46	4.53

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，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末分别为 298.50 亿元、302.10 亿元、318.57 亿元和 322.33 亿元。从资产构成来看，公司以流动资产为主，近几年占资产总额的比重均超过 65%，2020 年末为 66.45%。

从资产结构来看，2020 年末该公司流动资产为 211.68 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 67.39 亿元、10.59 亿元、19.76 亿元、9.41 亿元和 85.34 亿元。公司货币资金存量较为充裕，年末受限货币资金为 3.43 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，受到公允价值上升的影响，余额较上年末增加较多。应收账款主要是高新技术业务板块给予客户的商业信用，年末账期在一年内的应收账款占比为 82.28%，截至年末计提的坏账准备为 3.73 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 8.58 亿元和 1.74 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，2020 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 45.79 亿元和 18.15 亿元，合计占存货总额比重的 74.92%，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，年末公司计提存货跌价准备为 2.55 亿元。公司开发成本期末余额较上年末变化不大，其中横岗茂盛城市更新项目、山东宝安江南城项目余额分别为 32.80 亿元、5.31 亿元，为开发成本的主要构成。整体看，存货的变现能力直接决定了公司的资产质量与偿债能力，但公司房地产项目占用了大量资金，影响了公司的资产质量和资金使用效率。

2020 年末该公司非流动资产为 106.89 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 12.11 亿元、46.00 亿元、10.81 亿元和 7.76 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；在建工程主要是贝特瑞在建的扩产项目；而无形资产主要是土地使用权、专利等。

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 2020 年末公司受限资产为 11.02 亿元，占资产总额的比重为 3.46%，主要用于开具银行承兑汇票及贷款抵质押⁷。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 29. 2020 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	3.43	银行承兑汇票、信用证、保函、房地产客户按揭贷款、远期结售汇、拆迁安置补偿保证金等
应收款项融资	0.05	银行承兑汇票质押
存货	0.05	税务担保、贷款质押
长期股权投资（母公司）	0.19	借款质押
投资性房地产	1.91	借款抵押
固定资产	2.94	借款抵押、开具票据抵押
无形资产	2.45	贷款抵押、开具银行承兑汇票抵押
合计	11.02	-

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

2021 年 3 月末，该公司资产总额增至 322.33 亿元，但主要资产构成无重大变化。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率	141.37	164.16	156.61	160.02	183.20	176.51
速动比率	61.46	79.27	80.50	84.31	107.85	99.64
现金比率	29.91	49.72	46.15	51.63	69.22	59.73

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

近几年，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

⁷ 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。

标所示。

6. 表外事项

截至 2020 年末，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。截止报告日，二审暂未开庭审理。

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。2020 年末母公司资产总额为 135.32 亿元，其中货币资金 5.90 亿元，负债总额 100.46 亿元，资产负债率为 74.24%，处于高水平；2020 年母公司实现营业收入 75.71 万元，净利润 3.15 亿元，盈利主要依靠投资收益；经营性现金流量净额 13.96 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公司资源满足偿债需求。

该公司本部质押了持有马应龙的部分股票。根据马应龙 2020 年 12 月 9 日公告，公司本部累计质押持有的马应龙 1.00 亿股股票，占其所持股票数量的 79.26%，占马应龙总股本的 23.20%，剩余未质押马应龙股票数量为 0.26 亿股。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 2021 年 3 月末，该公司本部分别持有友诚科技、大地和及贝特瑞 0.55 亿股、0.54 亿股和 3.32 亿股股票，目前未质押所持有的上述三家子公司股票，对应股票市值分别为 4.77 亿元、0.30 亿元和 116 亿元。

外部支持因素

该公司与多家银行建立了长期合作关系，并获得较多银行授信额度。截至 2021 年 3 月末，公司（合并报表口径）取得的银行贷款授信总金额为 172.10 亿元，其中已使用的授信金额为 66.07 亿元，尚未使用的授信金额为 106.03 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	其中： 贷款授信	可使用余额	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	172.10	172.10	66.07	--	--
其中：国家政策性金融机构（亿元）	24.40	24.40	7.36	1.47%~5.225%	--
工农中建交五大商业银行（亿元）	34.87	34.87	16.63	3.65%~5.27%	--
其中：大型国有金融机构占比（%）	34.44	34.44	36.31	--	--

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券未设置提前回售、交叉违约等特殊条款。

2. 增信措施及效果

本次债券未安排担保、资产抵质押等增信措施。

3. 其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利保障

该公司主业发展情况较好，营业收入总体保持在较大规模，2018-2020 年分别为 117.16 亿元、119.49 亿元和 105.94 亿元。公司高新技术和生物医药产品在细分市场具有较强的竞争力，良好的主业经营为公司债务偿付提供保障。

（2）可变现资产

该公司拥有的大量可变现资产可用于质、抵押，包括控股子公司的股权、土地、房产和存货等，可为本次公司债券的偿付提供基本保障。

（3）融资渠道畅通

该公司及控股子公司马应龙分别为深沪主板上市公司，国际精密为联交所主板上市公司，同时公司旗下多家控股子公司为新三板上市公司，其总体融资渠道较为畅通，融资压力较易得到释放，可为债务偿付提供一定保障。

评级结论

该公司系综合性集团企业，为深交所主板上市公司，法人治理结构完善，管理团队的经营较丰富，组织架构建设合理，能够满足公司现阶段经营发展需要。2021年3月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。

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，2020年收入减少较多；另外，公司部分城市更新项目资金占用量大、开发周期长，关注相关风险。公司主业毛利水平较高，但期间费用逐年上升，侵蚀了主业盈利空间，交易性金融资产公允价值变动、投资收益和政府补助对公司利润影响较大，其盈利稳定性需持续关注。

近年来该公司营运资金需求持续增加，刚性负债仍维持在较大规模，有较大的即期偿债压力。2020年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，近年来经营获现能力尚可，可为其即期债务的偿付提供一定缓冲。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

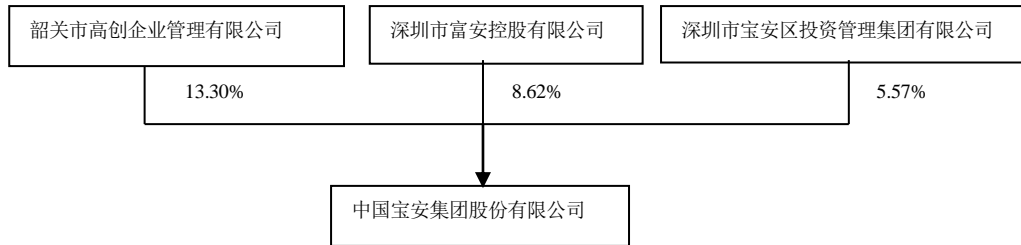
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

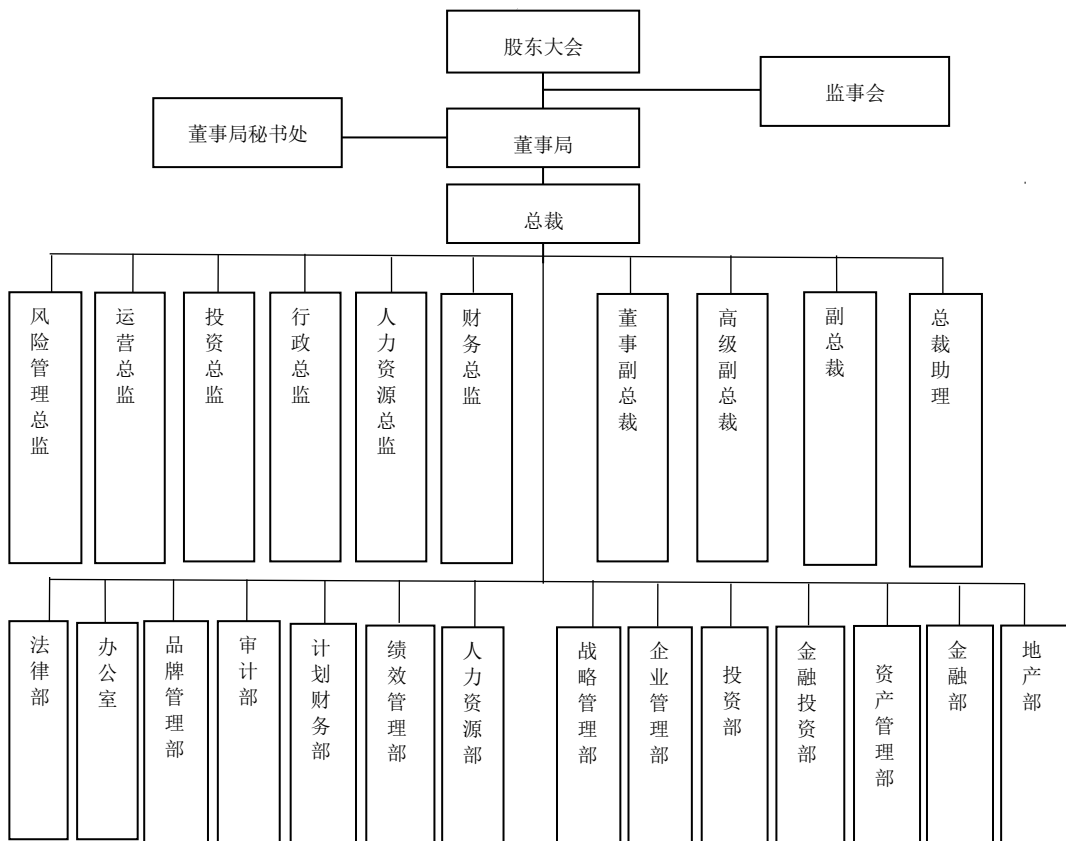
公司与实际控制人关系图



注：根据中国宝安 2021 年 6 月 19 日公告绘制。

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 2020 年末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
中国宝安集团股份有限公司	中国宝安	母公司	--	高新科技、生物医药、房地产	85.49	34.86	0.01	3.15	13.96	
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	20.72	64.01	44.52	4.98	6.77	
马应龙药业集团股份有限公司	马应龙	子公司	30.14	医药	1.80	29.47	27.92	4.31	2.83	
国际精密切集团有限公司	国际精密	子公司	53.75	精密制造	1.72	15.51	6.93	0.24	1.67	

注：根据中国宝安 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021 第一季度
资产总额 [亿元]	298.50	302.10	318.57	322.33
货币资金 [亿元]	47.11	54.93	67.39	56.27
刚性债务[亿元]	112.24	120.22	113.67	111.02
所有者权益 [亿元]	104.51	107.08	132.45	135.76
营业收入[亿元]	117.16	119.49	105.94	37.01
净利润 [亿元]	6.65	7.12	10.68	3.54
EBITDA[亿元]	20.10	22.61	25.38	—
经营性现金净流入量[亿元]	27.23	13.38	6.55	2.40
投资性现金净流入量[亿元]	-6.48	-4.76	2.25	-7.44
资产负债率[%]	64.99	64.56	58.42	57.88
权益资本与刚性债务比率[%]	93.11	89.06	116.52	122.28
流动比率[%]	156.61	160.02	183.20	176.51
现金比率[%]	46.15	51.63	69.22	59.73
利息保障倍数[倍]	2.97	2.91	3.39	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	536.59	513.45	529.62	—
毛利率[%]	37.00	35.11	34.11	32.67
营业利润率[%]	9.15	9.61	13.28	12.12
总资产报酬率[%]	5.30	5.69	6.36	—
净资产收益率[%]	6.52	6.73	8.92	—
净资产收益率*[%]	4.16	5.57	10.62	—
营业收入现金率[%]	83.34	87.67	89.39	74.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.74	10.63	5.49	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.35	4.43	4.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.95	3.85	4.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.19	0.22	—

注：表中数据依据中国宝安经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。