跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1306 号

重庆三圣实业股份有限公司：

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：

重庆三圣实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“列入评级观察名单”

重庆三圣实业股份有限公司发行的“17 三圣债”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：

二〇二〇年六月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

重庆三圣实业股份有限公司
公司债券 2020 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：列入评级观察名单

上次评级结果：AA-　　评级展望：列入评级观察名单

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 三圣债	2.3 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.10.10

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：不可撤销连带责任担保

跟踪评级时间：2020 年 6 月 12 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	42.37	50.37	50.25	48.49
所有者权益（亿元）	16.34	17.56	18.07	17.87
长期债务（亿元）	9.77	10.78	1.34	1.10
全部债务（亿元）	18.94	24.15	22.28	24.88
营业收入（亿元）	19.02	28.65	31.80	4.69
净利润（亿元）	1.90	1.41	1.45	0.21
EBITDA（亿元）	4.13	4.68	4.81	--
经营性净现金流（亿元）	1.79	-0.85	1.55	0.99
营业利润率（%）	22.97	21.94	19.45	23.05
净资产收益率（%）	12.70	8.29	8.15	--
资产负债率（%）	61.43	65.14	64.04	63.14
全部债务资本化比率（%）	53.68	57.90	55.22	58.19
流动比率（倍）	1.29	1.27	0.84	0.84
EBITDA/全部债务（倍）	0.22	0.19	0.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.23	3.38	3.48	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.79	2.03	2.09	--

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	134.70	205.27	236.06
所有者权益合计（亿元）	111.96	117.87	144.52
净利润（亿元）	8.35	11.33	10.26
期末担保责任余额（亿元）	959.62	1,092.39	1,531.64
累计担保代偿率（%）	0.14	0.13	0.13
担保赔付率（%）	0.55	6.68	9.85

注：1. 发行人 2020 年一季度数据和担保方 2019 年三季度数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；3. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；4. 其他应付款中的往来款、供应链贷款已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；6. 现金短期债务比中现金类资产包含应收款项融资

评级观点

跟踪期内，重庆三圣实业股份有限公司（以下简称“公司”或“三圣股份”）的混凝土业务在重庆区域市场中仍具备较强竞争力。2019 年，受益于多元业务模式、国际化业务模式、主要产品价格调整及医药板块收入比重增加等因素的综合影响，公司营业收入有所增长，盈利水平保持稳定。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司原材料价格波动风险较高，销售区域较为集中，医药业务整合压力较大，应收账款规模较大，债务集中偿付压力较大，存在商誉减值风险，石膏矿采矿权存在不能获得延续登记风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司医药业务的扩张，公司营业规模、收入水平和盈利状况或将提升，盈利能力有望增强。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供不可撤销连带责任担保。深圳高新投作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，其资本实力和担保实力强，对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望为“列入评级观察名单”；同时维持“17 三圣债”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2019 年，公司收入规模有所增长。受益于多元业务模式、国际化业务模式、主要产品价格调整及医药板块收入增加等因素的综合影响，公司营业收入有所增长。

2. 2019 年，毛利率较高的医药业务占比上升。2019 年，随着新产线投产，公司医药业务收入占比持续上升，医药业务毛利润水平较混凝

土业务高，未来有望提升公司毛利水平。

3．担保方担保实力强。担保方深圳高新投作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，其资本实力较强，担保实力强，其担保有效提升了本次债券的信用水平。

关注

1．公司仍面临较高的业务区域集中风险。2019 年，公司混凝土业务仍集中在重庆，区域基础设施建设及房地产市场波动对公司整体运营有较大的影响。混凝土业务毛利率下降明显。

2．海外投资风险。公司在非洲埃塞俄比亚进行医药、建材项目投资。埃塞俄比亚的政治、经济、法律环境与国内存在巨大差异，其对外相关政策、法规也存在一定的变动风险，有可能对公司在境外的投资及经营活动产生不利影响。

3．实际控制人股权质押比例极高。实际控制人持有公司股份绝大部分已质押，如股价大幅下跌，实控人有被平仓失去控制权的风险。

4．商誉减值风险。子公司重庆春瑞医药化工有限公司（以下简称“春瑞医化”）2017 年初至 2019 年末累计净利润低于承诺数，公司对商誉计提了减值准备。未来若春瑞医化再次出现业绩未达预期情况，公司将继续面临商誉减值风险。

5．公司 2019 年财务指标表现较弱。公司应收账款规模较大，收入实现质量较差，资金占用情况严重；公司资产受限比例较高，资产质量一般。短期债务占比极高且短期偿债能力弱。公司集中偿付压力很大，并且债务结构亟待改善。

6．石膏矿采矿权不能获得延续登记风险。公司石膏矿采矿许可证延续申请尚未获得重庆市北碚区人民政府及相关部门批准，存在不能获得延续登记的风险。如石膏不能自供，公司外购石膏将显著增加公司的生产成本，将对公司的经营利润产生影响。

7．监管处罚。2019 年，公司因信息披露违法违规受到监管部门处罚，给公司声誉带来负面影响。

分析师

王　越（登记编号：R0040216050003）

张文韬（登记编号：R0040219120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

网址：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他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。

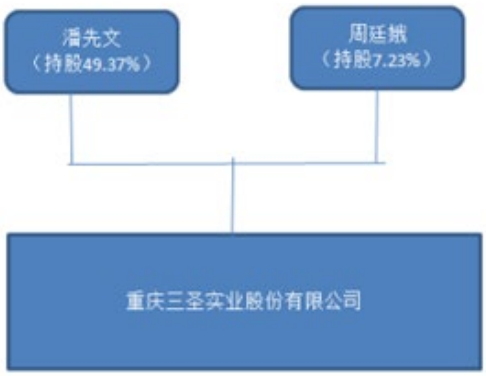
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆三圣实业股份有限公司（以下简称“公司”或“三圣股份”）前身为重庆市江北特种建材有限公司（以下简称“江北特材”），江北特材初始注册资本为 500.00 万元，其中潘先文和周廷娥分别持有江北特材 60.00%和 40.00%的股权。后经过多次增资和股权转让，截至 2009 年 12 月 28 日，江北特材注册资本变更为 3,300.00 万元，其中潘先文持股 71.82%、周廷娥持股 10.51%、潘呈恭持股 10.00%、其余 37 个自然人持股剩余部分股权。2010 年 3 月，江北特材股东会作出决议，整体变更设立股份公司，各股东持股比例不变，注册资本变更为 6,600.00 万元，名称变更为“重庆三圣特种建材股份有限公司”（以下简称“三圣特材”）。2010 年 9 月，三圣特材进行增资，注册资本增加至 7,200.00 万元，其中潘先文持股 65.83%，为最大股东。2015 年 2 月，三圣特材在深圳证券交易所中小企业板挂牌上市，公开发行股份 2,400.00 万股，股票简称“三圣特材”，股票代码“002742.SZ”；发行完成后，三圣特材总股本增至 9,600.00 万股，其中潘先文持有 49.37%股份，周廷娥持有 7.23%股份。2016 年 10 月，三圣特材名称变更为现名，证券简称变更为“三圣股份”，证券代码保持不变。截至 2020 年 3 月底，公司股本 4.32 亿元。公司实际控制人为潘先文先生、周廷娥女士，两人为夫妻关系。公司股权结构如下图所示。截至 2020 年 5 月 15 日，潘先文先生已质押其所持公司股份的 96.76%，周廷娥女士已质押其所持公司股份的 99.99%，质押股份的预警线和平仓线分别为 160%和 140%。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司与实际控制人之间的股权及控制关系



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织架构未发生变化。

截至 2019 年末，公司拥有 13 家合并范围内子公司；员工合计 3,122 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 50.25 亿元，负债合计 32.18 亿元，所有者权益 18.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 15.55 亿元。2019 年，公司实现营业收入 31.80 亿元，净利润 1.45 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.55 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.27 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 48.49 亿元，负债合计 30.62 亿元，所有者权益 17.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益 15.43 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 4.69 亿元，净利润 0.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.12 亿元。

公司注册地址：重庆市北碚区三圣镇街道；法定代表人：潘呈恭。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）〔2017〕1318 号文核准，公司于 2017 年 11 月发行了“重庆三圣实业股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模为人民币 5.00 亿元，于 2017 年 11 月 20 日起在深圳证券交易所挂牌交易（证券代码：“112608.SZ”；证券简称：“17 三圣债”）。本次公司债券的期限为 3 年，附第二年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券于 2017 年 11 月 3 日起息，2018－2020 年每年 11 月 3 日为付息日，按年付息，到期一次还本，票面利率为 7.33%。2019 年 9 月 30 日至 10 月 9 日，“17 三圣债”进行回售登记，最终“17 三圣债”的回售数量为 2,700,000 张，剩余债券托管数量为 2,300,000 张。本次回售公司未上调票面利率。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司提供不可撤销连带责任担保。

本次债券募集资金已全部用于偿还公司金融机构借款。2019 年 11 月 4 日，公司足额支付了“17 三圣债”自 2018 年 11 月 3 日至 2019 年 11 月 2 日期间的利息。

三、行业分析

商品混凝土板块及医药板块为公司营业收入的主要来源，本文行业分析主要为混凝土行业和医药行业。

1. 混凝土行业

2019 年，随着环保整治力度减弱，行业竞争日趋激烈，混凝土产量同比增长，价格在 2018 年快速上涨后开始趋稳；下游行业增速依然维持在高位，对混凝土的需求仍比较稳定；上游水泥价格呈增长趋势；政策对小规模产能和落后技术进行限制和淘汰，有利于行业高质量发展。

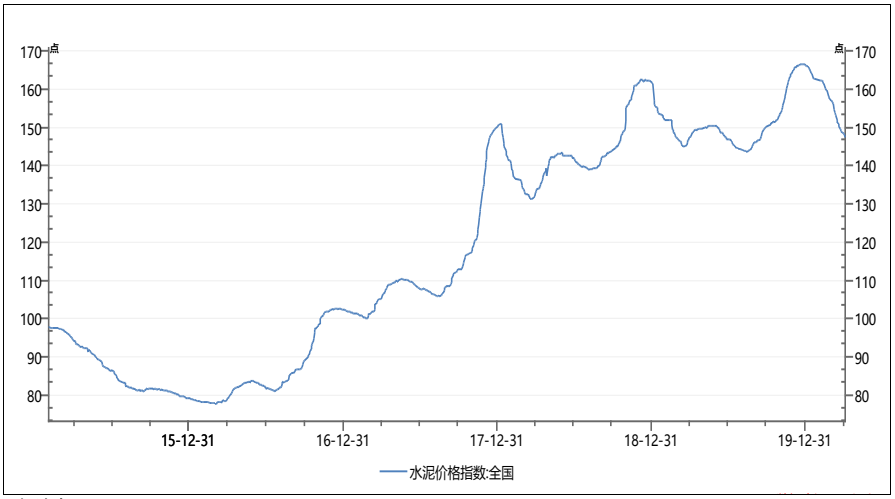
混凝土作为土木建筑工程中最重要的材料，也被称为商品混凝土或预拌混凝土，主要应用于房地产和基础设施建设等方面。2019 年，中央环境保护督察组进驻 6 个省外加 2 家央企，督查范围较去年 20 个省有所减少，此外，今年审理的案件和整改的企业也较去年减少了 30,561 件和 3,481 家，由此可知今年整个市场供应环境因环保导致紧张的情形较去年有所缓和，对商混行业生产影响程度也较去年减弱。2019 年，我国商品混凝土产量为 25.5 亿立方米，同比增长 14.50%。从价格看，2019 年 11 月，全国混凝土平均价格指数报 154.95 点（486.76 元/方），同比回落 0.19%，主要是今年环保政策较往年相比温和，另外，企业数量众多，竞争激烈，导致今年价格回调。

从需求端看，建筑材料行业与固定资产投资密切相关。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5%左右的较高的水平。2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。2019 年，基础设施建设投资完成额同比增长 3.33%，较去年同期增速上升 1.54 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 12 月，房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长，混凝土需求短期内可能出现一定幅度的下降。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续混凝土需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

从行业上游看，混凝土的原材料为水泥及砂石骨料。2019 年全国新点火水泥熟料生产线共有 16 条，新点火熟料设计产能 2,372 万吨/年。截至 2019 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1,624 条，设计熟料产能维持在 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。产能总量与去年基本相当，新型干法熟料总产能变化不大。2019 年，全国水泥产量约为 23.30 亿吨，同比增长 6.10%；熟料用量逐年增加，2019 年全国水泥熟料产量为 15.20 亿吨，创历史新高。受疫情及季节影响，2020 年 1－2 月份水泥和熟料产量均大幅减少。据国家统计局数据显示，2020 年 1－2 月，全国累计水泥产量 1.50 亿吨，同比减少 29.50%，其中，南方华东、中南、西南三地水泥产量占全国 92%，同比减少 30%。全国水泥熟料产量 1.45 亿吨，同比减少 15.90%。南方华东、中南、西南三地熟料产量占全国 88%，低于水泥产量占比 4 个百分点。

从水泥价格看，2019 年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2019 年全国水泥均价达 449 元/吨，较 2018 年上涨 15 元/吨。2019 年 12 月，全国水泥均价增长至 484 元/吨，环比增长 3.48%。2019 年水泥行业价格持续高位运行，“量价齐升”的表现和国务院出台了一系列减税降费、支持实体经济发展的政策措施，改革红利逐步释放，拉高了整个水泥行业效益的增长，使得 2019 年水泥行业利润的创造了历史最高水平。2019 年，水泥行业实现营业收入 1.01 万亿元，同比增长 12.5%，利润 1,867 亿元，同比增长 19.6%。

图 2　近年来全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图



资料来源：Wind

行业政策方面，国家发改委发布了 2019 年版《产业结构调整指导目录》，其中对混凝土行业鼓励类、限制类和淘汰类做了详细说明，对规模较小的产能以及落后的技术做了限制和淘汰要求，有利于混凝土行业的高质量发展。

2. 医药行业

医药制造行业在经过前期高速增长后已步入结构性调整阶段，随着一致性评价进程的深入、由国家医保局主导的带量采购在全国推行、基药目录和医保目录完成新一轮调整以及重点监控目录的发布，医药制造行业收入和利润增长仍将面临一定压力，行业间分化趋势愈加明显，研发能力、成本控制能力、品种储备、资金实力将对企业竞争力产生重要影响，行业集中度也有望得以提升。

（1）行业概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药制造行业属于弱周期行业，在监管、环保、资金和技术层面均有一定进入壁垒，下游需求的稳定为医药制造行业的发展提供了有力的支撑，但目前医药制造行业仍然存在集中度低、产品同质化严重等问题。

受医保控费、控药占比、带量采购降价等多重因素影响，政策层面对医药制造业阶段性收入和利润造成了一定冲击。2018 年，医药制造业主营业务收入为 23,986.3 亿元，同比下降 14.90%，利润总额 3,094.2 亿元，同比下降 6.64%。2019 年，医药制造业实现营业收入 23,908.6 亿元，同比下降 1.5%；实现利润总额 2,390.3 亿元，同比增长 0.8%，增速较上年同期下降 8.7 个百分点，营业收入下降趋势趋缓，利润总额先于营业收入转增，表现出医药制造行业政策性预期相对出清，行业内出现结构性向好的调整。

（2）行业政策

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。

表 1　2019 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门要会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019 年 8 月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2,643个，其中西药1,322个、中成药1,321个，中药饮片采用准入发管理，共纳入892个；另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019 年 9 月	国家联合采购办公室《联盟地区药品集中采购文件》	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019 年 10 月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力
2019 年 10 月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整

	稿)》	种等多个方面明确了相关要求	
2019 年 12 月	最新修订的《中华人民共和国药品管理法》开始施行	在“国家药监局关于学习贯彻《中华人民共和国药品管理法》的通知”中，药监局要求“强化动态监管，取消药品生产质量管理规范（GMP）认证和药品经营质量管理规范（GSP）认证，药品监督管理部门随时对GMP、GSP等执行情况进行检查”。	GMP、GSP标准会被附加到药品生产许可和经营许可的检查过程中，不达标的企业将直接失去药品生产许可或经营许可，近年来推行的飞行检查制度的力度和频率可能进一步提高

资料来源：联合评级整理

（3）行业关注

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 年以来，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。

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。

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。

（4）未来发展

作为弱周期行业，在人口基数大、人口结构老龄化趋势加重、居民收入水平的提高、医疗保险的扩容等因素的支撑下，未来医药行业下游需求仍有较大空间。2018 年以来，受医保控费、药品降价等因素影响，医药制造行业收入和利润整体增速放缓。预计 2020 年，随着“两票制”高开的边际影响逐渐减弱，一致性评价持续推进且配套的带量采购向全国扩面，以及医保目录调整、重点监测名单发布释放出了在医保支付面临压力的环境下对辅助用药从严监管的信号，医药制造行业收入和利润增长或将继续面临一定压力；另一方面，经过新一轮调整，企业间分化愈加明显，研发能力突出、成本控制能力强、具有优质品种、具备资金实力的医药制造企业将在竞争中获益，医药制造行业集中度将有所提升，并加速产业结构调整和升级调整。

3. 重庆区域经济

2019 年，重庆市经济运行平稳，建筑业产值和房地产投资持续增长。

公司商品混凝土收入主要来自重庆地区。混凝土行业和当地经济活力、房地产以及建筑行业发展相关度较高。

2019 年，重庆市生产总值 23,605.77 亿元，同比增长 6.3%。按产业分，第一产业增加值 1,551.42 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 9,496.84 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 12,557.51 亿元，增长 6.4%。三次产业结构比为 6.6:40.2:53.2。

2019 年，重庆市建筑业增加值 2,840.12 亿元，同比增长 6.6%。全市总承包和专业承包建筑业企业总产值 8,222.96 亿元，同比增长 5.2%。全年房地产开发投资 4,439.30 亿元，同比增长 4.5%。全年房地产施工面积 27,986.64 万平方米，同比增长 2.8%。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事会、监事会进行了换届选举，部分高管人员进行了重新任命。新上任高管人员在公司有较长的任职，对公司经营不会产生重大影响。

潘呈恭先生，1994年8月出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，公司实际控制人潘先文、周廷娥夫妇之子。先后就职于天健会计师事务所重庆分所、重庆生众投资管理有限公司；2018年11月至2019年9月就职于公司关联方重庆市碚圣医药科技股份有限公司。2019年9月就职于本公司。2019年9月28日起任公司董事长，总经理。

冯陈女士，1975年3月出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权。大专学历、审计师、高级会计师。1996年1月至2008年8月先后就职于重庆化学试剂玻璃实验仪器公司、重庆医药股份有限公司；2008年8至2015年4月就职于重庆城建控股（集团）有限责任公司，曾任分公司财务经理职务；2015年4月至2017年10月就职于重庆对外建设（集团）有限公司，曾任分公司财务经理；2017年11月至今就职于公司。2019年9月28日起任公司董事、财务总监。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司收入构成变化不大，主要业务混凝土和医药板块收入均同比增长；受混凝土板块毛利率下降影响，公司综合毛利率同比下降。

公司作为重庆主要的商品混凝土生产企业之一，主要从事商品混凝土、外加剂等环保建筑材料、硫酸等硫系列产品的研发、生产和销售以及医药业务。

2019 年，受益于商品混凝土和药品及中间体板块的收入增长，公司实现营业收入 31.80 亿元，同比增长 10.99%；其中主营业务收入 31.49 亿元，其他业务为材料销售及租金收入。2019 年，公司净利润为 1.45 亿元，同比增长 3.30%。

从主营业务收入上看，商品混凝土业务和药品及中间体业务依然为公司主要收入来源，占比较高。减水剂收入同比下降，主要系产品结构调整所致；膨胀剂收入同比增长，主要系单价及销量同比上升所致；商业混凝土收入同比增长，主要系价格上涨所致；公司药品及中间体收入增幅明显，主要系百康药业二期项目投产及埃塞俄比亚医药生产基地正式规模化生产运营所致。

表 2　2017－2019 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%、百分点）

分产品	2017 年			2018 年			2019 年			2019 年收入同比变化	2019 年毛利率同比变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
减水剂	2.24	11.75	25.43	3.00	10.59	24.33	2.80	8.89	27.78	-6.67	3.45
膨胀剂	0.21	1.11	42.25	0.27	0.95	37.04	0.51	1.62	52.97	88.89	15.93
商品混凝土	13.18	69.26	21.11	19.39	68.44	21.56	20.93	66.47	16.17	7.94	-5.39
硫酸	0.23	1.2	5.84	0.12	0.42	0.00	0.12	0.38	5.21	0.00	5.21
药品及中间体	3.00	15.76	31.55	5.49	19.38	24.95	6.97	22.13	26.27	26.96	1.32
水泥构件	--	--	--	0.06	0.21	33.33	0.16	0.51	36.45	166.67	3.12
合计	**18.86**	**100**	**23.34**	**28.33**	**100**	**22.56**	**31.49**	**100**	**20.09**	**11.15**	**-2.47**

资料来源：公司提供

从毛利率情况看，2019 年，公司商品混凝土业务毛利率同比下降，主要系原材料价格上涨较快所致；膨胀剂毛利率同比大幅上升，主要系新品投产，性能优良，单价较高所致；水泥构件毛利率有所上升，主要系单价上升所致。药品及中间体毛利率变化不大。

2019 年，公司收入 86.52%来自重庆地区，占比较上年变化不大，销售区域集中度依然很高。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 4.69 亿元，同比减少 26.06%，主要系受新冠肺炎疫情影响，建筑工程受制，商业混凝土需求低迷所致；当期实现净利润 0.21 亿元，同比减少 51.43%。

2. 商品混凝土

（1）原材料采购

2019 年，公司商品混凝土的原材料采购量价受环保影响较大。因环保影响，公司加大机沙的采购代替河沙，同时，河沙、碎石和机沙采购单价因环保监管影响持续上涨。

2019 年，公司采购和结算模式未发生重大变化。

因环保政策趋严，自 2018 年开始，公司石膏矿采矿许可证延续申请尚未获得重庆市北碚区人民政府及相关部门批准，存在不能获得延续登记的风险，公司可能面临不能在原矿山地址继续进行石膏开采的境况。如石膏不能自供，公司须外购石膏以保障生产线的正常运行，将显著增加公司的生产成本。

公司混凝土主要原材料包括水泥、河沙、碎石、外加剂等，合计占成本的比重在 80%左右；原材料中水泥占约 50%，河沙占 20%，碎石占 20%，以水泥为主。

2019 年，公司水泥采购量和单价变化不大。河沙采购量下降，主要系环保监管趋严，公司用机沙代替所致，同时河沙采购单价因环保影响持续上涨。碎石采购量同比减少 10.06%，主要系混凝土产量下降减少采购所致，采购单价因环保监管而持续上涨。近年因环保趋严，公司减少河沙用量，机沙采购量持续上升，其采购价格也因市场上对机沙需求上升而持续上升。

表 3　2017－2019 年公司原材料采购情况（单位：万吨、元?/吨、）

成本构成		2017 年	2018 年	2019 年
水泥	自供量	8.18	2.37	0.00
	采购量	102.27	101.89	114.81
	采购单价	364.72	432.05	424.46
河沙	采购量	154.80	60.28	35.23
	采购单价	66.03	128.25	185.01
机沙	采购量	207.32	215.96	262.98

	采购单价	54.99	75.32	97.75
碎石	采购量	439.70	473.26	425.66
	采购单价	52.86	65.51	91.62

注：公司生产用膨胀剂和减水剂全部为自供，表中自供量包含半成品
资料来源：公司提供

（2）生产与销售

公司商品混凝土产能、产量和销量较上年变化较小，销售均价因原材料价格上涨而上涨；公司产能利用率依然处于较低水平；产销率依然维持在100%左右。

2019年，公司生产、销售和结算模式未发生重大变化。

公司商品混凝土为非标准化产品，生产具有订单式特点，售后服务为销售环节中的重要环节；公司混凝土生产主要系按照合同技术要求，对水泥、碎石等混合搅拌而成，主要生产设施为混凝土搅拌机械及运输机械。公司混凝土搅拌站主要位于重庆。2019年，公司混凝土产能、产量和销量数据变化较小，销售均价因原材料价格上涨而有所上涨。

表4　2017－2019年公司混凝土产销情况

生产	2017年	2018年	2019年
生产条线（条）	19	20	20
产能（万立方米/年）	885	915	915
产量（万立方米）	406.13	445.48	435.36
产能利用率（%）	45.89	48.69	47.58
销量（万平方米	404.88	444.40	434.56
销售均价（元/吨）	325.44	436.34	481.58
产销率（%）	99.69	99.76	99.82

资料来源：公司提供

3. 外加剂

2019年，公司外加剂产销量变化不大，减水剂因原材料价格下降使得售价同步下降，膨胀剂因新款产品投产使得售价大幅上升。

2019年，公司外加剂的生产和销售模式未发生重大变化。

2019年，公司减水剂、膨胀剂产能均维持不变，两种产品产量和销量均小幅增加。销售单价上，减水剂售价因原材料价格下降而下降；2019年公司研发的新款膨胀剂-SCEA投产，产品性能优良，单价高，毛利高，导致膨胀剂售价大幅上升。

表5　2017－2019年公司外加剂生产、销售情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨）

产品		2017年	2018年	2019年
减水剂	产能	40.00	40.00	40.00
	产量	13.72	13.98	16.16
	销量	11.27	13.97	16.18
	销售单价	2,078.46	2,149.80	1,731.62
膨胀剂	产能	10.00	10.00	10.00
	产量	6.21	4.62	4.80
	销量	6.02	4.61	4.81
	销售单价	872.87	576.48	1,050.00

资料来源：公司提供

4. 医药制造

2019 年，公司医药产品产能和销量均有所增加，埃塞俄比亚三圣药业投产将进一步提高公司医药板块收入；三圣医药投产时间不长，产销率和产能利用率一般，需关注后续运营情况。

公司医药业务由春瑞医化、辽源市百康药业有限责任公司（以下简称“百康药业”）、三圣药业有限公司（以下简称“三圣药业”）负责运营。2019 年，公司位于埃塞俄比亚的三圣药业正式投产运营，主要生产片剂和水剂。

医药制造板块主要产品为医药中间体、原料药和制剂产品。医药中间体包括盐酸普鲁卡因、头孢西丁酸中间体、氯霉素中间体、氨曲南中间体、奥利司他中间体等，主要应用于抗生素药、抗丙肝药物索非布韦、糖尿病药物坎格列净、苄星青霉素及头孢西丁、普鲁卡因青霉素及化妆品等，其中氯霉素中间体、盐酸普鲁卡因中间体等产品均占有领先的市场地位。原料药产品有对乙酰氨基酚、盐酸氯哌丁、甲磺酸左氧氟沙星、贝诺酯、盐酸普鲁卡因、盐酸苯海拉明等 20 余种，制剂产品包括复方氨酚苯海拉明片、盐酸氯哌丁片、克拉霉素缓释片、双氯酚酸钠肠溶片、对乙酰氨基酚片、法莫替丁片等 86 种，主要应用于解热镇痛、抗病毒、抗菌、咳嗽、过敏、局部麻醉等方面，其中，法莫替丁、双氯芬酸钠、硝苯地平、对乙酰氨基酚、呋塞米、诺氟沙星等均为国家基药品种，是用于满足基本药品需求的临床常用药物。

产能方面，公司原料药有所增长；百康药业片剂新产线投产，以及三圣药业正式投产，使得片剂产能大幅增长；医药中间体产能无变化。产量方面，因产品品类变动，原料药产量下降。片剂随着产能增加，产量也大幅上升。医药中间体产量因产品品类变化而有所增长。从产能利用率来看，百康药业的原料药产能利用率较低，三圣药业处于产能爬坡阶段，各类产品产能利用率低。

公司生产的医药中间体产品实行自产自销与定制生产相结合的销售模式，其中自产自销模式下以直销为主，经销为辅的方式实现产品最终销售；药品分为原料药和制剂产品，原料药采用直销模式，制剂产品实行代理模式；位于埃塞俄比亚的三圣药业主要实行招投标的销售模式。2019 年，百康药业和春瑞医化产品销量均有所上升，产销率较高。三圣药业投产时间不长，产销率一般。

表 6　公司医药生产和销售情况（单位：吨/年、吨、%）

子公司	产品种类	项目	2018 年	2019 年
百康药业	原料药	产能	3,560	3,700
		产量	2,890	2,225
		产能利用率	81.19	60.13
		销量	2,163	2,246
		产销率	74.83	100.96
	片剂	产能（万片/年）	110,000	150,000
		产量（万片）	82,972	164,879
		产能利用率	75.43	109.92
		销量（万片）	86,482	143,429
		产销率	104.23	86.99
春瑞医化	医药中间体	产能	4,000	4,000
		产量	2,509	3,598
		产能利用率	87.72	90.80
		销量	3,461	3,632
		产销率	98.63	100.96
三圣药业	片剂	产能	--	42,000
		产量	--	20,431.23

		产能利用率	--	48.65
		销量	--	18,758.45
		产销率	--	91.81
	水剂（软袋）	产能	--	9,600
		产量	--	2,984.6
		产能利用率	--	31.09
		销量	--	2,419.6
		产销率	--	81.07
	水剂（支装）	产能	--	600,000
		产量	--	63,441
		产能利用率	--	10.57
		销量	--	48,392
		产销率	--	76.29

资料来源：公司提供

5. 前五大供应商及客户

公司上游供应商和下游客户均较为分散，公司供应商及客户集中风险较小。

2019 年，公司前五大供应商采购额合计 3.62 亿元，占采购额总数的比例为 12.37%，较上年的 13.89%小幅下降，集中度仍较低。

2019 年，公司前五大销售客户销售总额为 4.38 亿元，占营业收入的 13.78%，较上年的 11.43%小幅上升，集中度仍较低。

6. 在建工程

公司目前重要的在建/拟建工程有 3 个，尚需投资额较大，有一定后续支出压力和较大融资需求，公司债务负担可能进一步上升。考虑到公司目前混凝土产能利用率较低，在建项目投产后有一定产能过剩风险。

随着环境保护政策趋严和长江、嘉陵江生态治理的强化，碎石供应持续紧张，价格不断上涨。为缓解原材料供应紧张而引起的系列问题，2019 年 7 月 12 日，公司召开第三届董事会第三十一次会议，同意公司向重庆市合川区规划和自然资源局购买重庆市合川区双凤镇牛头冲建筑石料用灰岩矿的采矿权。该项目的实施将为公司预拌商品混凝土搅拌站提供持续稳定的资源供应，有利于降低公司商品混凝土的生产成本，提高产品的竞争力，提升公司的盈利水平。

2019 年 9 月 27 日，公司召开 2019 年第二次临时股东大会，批准公司在重庆市渝北区古路镇投资绿色循环建材产业基地项目，项目总投资额不超过人民币 10 亿元。该项目主要业务为城市建筑垃圾资源化处置、回收再生骨料用于商品混凝土及砂浆生产，远期规划就近生产预制装配式混凝土构件的绿色循环经济产业链。考虑到公司目前混凝土产能利用率不高，该项目有一定产能过剩风险。

2020 年 4 月 13 日，公司召开的第四届董事会第三次会议审议通过非公开发行 A 股股票用于建设三圣医药制造基地以及补充流动资金。该制造基地项目以百康药业作为实施主体，在吉林省辽源市新建五座医药生产车间，主要生产抗生素、维生素、心血管疾病药物。项目投产后，有助于打破公司原料药和药品制剂产品的产能瓶颈，满足客户的需求，提高公司药品的销售规模和盈利水平。

截至 2020 年 3 月底，公司重要在建和拟建工程如下。在建和拟建目前已投资部分主要为土地款等前期支出，尚需投资 21.41 亿元，公司有较大的外部融资需求。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司重要在建和拟建工程（单位：亿元）

项目	状态	投资预算	截至 2020 年 3 月底已累计投资	资金来源
合川双凤镇黄池村 1 社石灰岩的采矿项目	在建	3.46	0.56	自有资金+项目融资
三圣医药制造基地建设项目	拟建	9.62	1.00	自有资金+非公开发行股票
重庆市渝北区古路镇投资绿色循环建材产业基地	拟建	10.00	0.11	自有资金+项目融资
合计	**--**	**23.08**	**1.67**	**--**

资料来源：公司提供

7. 经营效率

公司应收账款周转率和存货周转率有所下降，总资产周转率变化不大。

2018－2019 年，公司应收账款周转率分别为 2.03 次和 1.89 次，大幅下降主要系近两年应收账款增长较快所致；存货周转率分别为 8.38 次和 8.08 次，总资产周转率分别为 0.62 次和 0.63 次。从同行业对比来看，2019 年，公司经营效率处于行业中游水平。

表8　2019年建材行业上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
海南瑞泽	1.25	6.35	0.40
西部建设	2.71	58.92	1.08
深天地 A	1.91	3.75	0.76
三圣股份	**2.05**	**8.14**	**0.63**

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

8. 关联交易情况

2019 年公司的关联交易规模很小。

2019 年，公司采购商品/接受劳务的关联交易金额为 275.29 万元，出售商品/提供劳务的关联交易金额为 22.23 万元，规模较小。

关联方资金拆借方面，2019 年，公司与关联方无资金拆借。

截至 2019 年底，公司向关联发应付 294.29 万元，应收关联方 286.57 万元。

9. 重大事项

（1）控股股东业绩承诺

根据潘先文先生签署的《关于重庆市春瑞医药化工股份有限公司利润承诺及补偿有关事项的承诺函》，为进一步保护公司及中小股东的权益，基于对春瑞医化后续管理整合及协同发展的信心，公司实际控制人潘先文先生向公司作出不可撤销的承诺并保证：在对春瑞医化收购完成后，春瑞医化 2017 年初至 2018 年末累计净利润（合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）及 2017 年初至 2019 年末累计净利润（合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）分别不低于 13,000 万元、21,000 万元，在上述承诺期内，若春瑞医化实现的实际累计净利润低于承诺的累计净利润，公司实际控制人潘先文先生保证按照承诺累计净利润与实际累计净利润的差额以现金方式予以公司补偿。

春瑞医化 2019 年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 79,767,398.02 元，2017 年初至 2019 年末累计净利润（扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润）209,395,522.11

元，低于承诺数 604,477.89 元，其中，2019 年度未完成金额业绩承诺的金额为 23.26 万元。

2019 年 4 月 22 日，实际控制人潘先文已按承诺支付 2017 年初至 2018 年业绩承诺补偿款 371,875.91 元。2020 年 4 月 13 日，实际控制人潘先文先生已按承诺支付 2017 年初至 2019 年末尚应支付的业绩承诺补偿款 232,601.98 元。

（2）非公开发行股票

公司 2020 年 4 月 13 日召开的第四届董事会第三次会议审议通过 2020 年非公开发行 A 股股票预案。本次非公开发行股票数量不超过 12,960 万股，不超过本次非公开发行前公司总股本 43,200 万股的 30%，募集资金总额（含发行费用）不超过 86,000 万元，其中 6.45 亿元用于三圣医药制造基地建设项目，2.15 亿元用于补充流动资金。

（3）中国证监会立案调查情况

公司于 2019 年 3 月 28 日收到中国证监会《调查通知书》（渝证调查字 2019108 号），因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会决定对公司立案调查。2019 年 3 月 29 日，三圣股份出具公告，回复公司于 3 月 26 日收到深圳证券交易所中小板公司管理部下发的《关于对重庆三圣实业股份有限公司的关注函》并公告相关事项，该公告称，公司控股股东潘先文先生之附属企业与部分公司供应商存在资金往来的情况，应已构成关联方资金占用。

2019 年 4 月 4 日，公司收到中国证监会重庆监管局出具的《行政监管措施决定书》〔2019〕3 号，因关联方非经营性资金占用事项存在的相关问题，责令公司改正并进行整改。截至 2019 年 4 月 19 日，公司已全额收回了重庆青峰健康产业发展有限公司（以下简称“青峰健康”）占用资金 3.63 亿元及资金占用利息 13,427,615.76 元（按照同期银行贷款利率积数法计息）。

2019 年 6 月 14 日，公司收到深圳证券交易所《关于对重庆三圣实业股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定》，对重庆三圣实业股份有限公司给予通报批评的处分，对重庆三圣实业股份有限公司控股股东、实际控制人、董事长潘先文给予通报批评的处分等纪律处分。

2019 年 9 月 12 日，公司公告收到中国证监会重庆监管局的〔2019〕2 号《行政处罚决定书》，对公司处以 30 万元罚款；对潘先文给予警告，并处以 90 万元罚款，其中作为直接负责的主管人员处以 30 万元罚款，作为实际控制人处以 60 万元罚款等一系列处罚措施。

以上一系列处罚对公司声誉造成了一定负面影响。

10. 经营关注

宏观经济波动导致下游需求变化

公司主要产品商品混凝土主要用于房地产、基础设施建设等领域，与宏观经济形势紧密相关。房地产受国家宏观政策影响，投资增速波动明显；基础设施建设投资有赖于政府财政实力，难以长期维持高速增长。若未来我国宏观经济继续下行，房地产和基础设施建设投资增速下滑，公司商品混凝土下游需求有可能下降，影响公司盈利状况。

应收货款规模较大，存在一定回收风险

公司商品混凝土业务存在一定货款回收期，且规模较大。这一方面造成对公司的资金占用，降低公司资金使用效率；另一方面，若下游客户收货后不能按期结算，公司货款面临一定的损失风险，增加公司运营压力。

区域市场集中度较高

公司营业收入的大部分来自重庆地区，重庆市场的波动对公司的运营和盈利情况有较大影响。重庆市房地产及基础设施建设投资的稳健增长很大程度上支撑了公司的发展。未来，若重庆市房地

产政策或基建政策发生变动，区域市场震荡，将会影响公司的整体运营情况。

公司商誉规模较大，可能面临商誉减值风险

春瑞医药 2019 年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 7,976.74 万元，2017 年初至 2019 年末累计净利润（扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润）20,939.55 万元，低于业绩承诺的 21,000 万元。医药产业与公司原有业务差异较大，对其运营和管理能力提出较高要求；公司商誉规模较大，未来若百康药业、春瑞医化业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

海外投资风险

公司在非洲埃塞俄比亚进行医药、建材项目投资，其销售主要面向当地客户并采用当地货币结算。埃塞俄比亚的政治、经济、法律环境与国内存在巨大差异，其对外相关政策、法规也存在一定的变动风险，有可能对公司在境外的投资及经营活动产生不利影响。

石膏矿采矿权不能获得延续登记风险

因环保监管趋严，公司石膏矿采矿许可证延续申请尚未获得重庆市北碚区人民政府及相关部门批准，存在不能获得延续登记的风险，公司可能面临不能在原矿山地址继续进行石膏开采的境况。如石膏不能自供，公司须外购石膏以保障生产线的正常运行，从而显著增加公司的生产成本。

11. 未来发展

公司未来将重点发展医药制造板块，与公司原有业务跨度较大，增加了一定的跨行业管理难度。

公司整体发展战略为以建材化工与医药制造为发展核心，以多元化与国际化为导向，将三圣股份建设成为一流的上市企业。其中，建材化工板块方面，践行低碳、环保、节能及循环经济理念，以创新发展为主轴，打造一流的新型建筑材料制造商；医药制药板块方面，以中间体、原料药为基础，以制剂业务为核心，成为集研发、制造、流通为一体的综合性、绿色制造的制药公司。未来，公司将在做强、做优、做精建材化工板块基础上，着力发展医药制药板块，打造多元化、国际化的产业格局。

六、财务分析

天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司提供的 2019 年度财务报告，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照中国财政部颁布的最新企业会计准则及其他相关规定编制。合并范围方面，2019 年，公司新设 2 家子公司，注销 1 家子公司。2020 年一季度，公司合并范围未发生变化。公司合并范围变化较小，财务数据的可比性强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 50.25 亿元，负债合计 32.18 亿元，所有者权益 18.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 15.55 亿元。2019 年，公司实现营业收入 31.80 亿元，净利润 1.45 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.55 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.27 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 48.49 亿元，负债合计 30.62 亿元，所有者权益 17.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益 15.43 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 4.69 亿元，净利润 0.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.12 亿元。

1. 资产质量

公司资产规模变化不大，账面资金较少且受限程度高，流动资产中应收账款占比较大，非流动

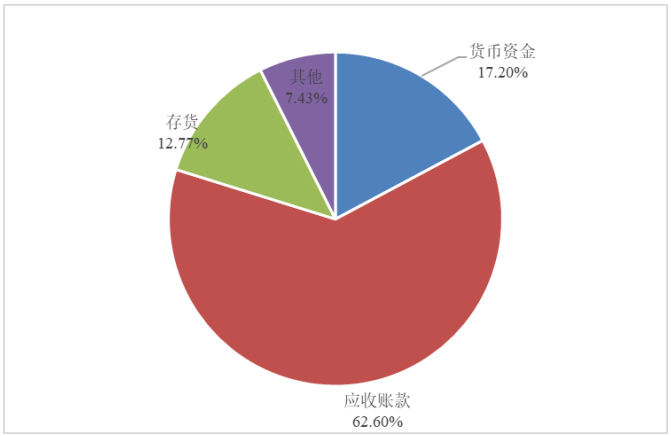
资产以固定资产为主，固定资产成新率一般；公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 50.25 亿元，较年初下降 0.24%，较年初变化不大。其中，流动资产占 50.90%，非流动资产占 49.10%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 25.58 亿元，较年初下降 8.14%，主要系其他应收款减少所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 3　截至 2019 年底公司流动资产情况



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司货币资金 4.40 亿元，较年初增长 15.60%，主要系销售回款增加所致。货币资金中有 3.71 亿元受限资金，受限比例为 84.32%，主要为银行承兑汇票及保函保证金等。货币资金受限比例高。

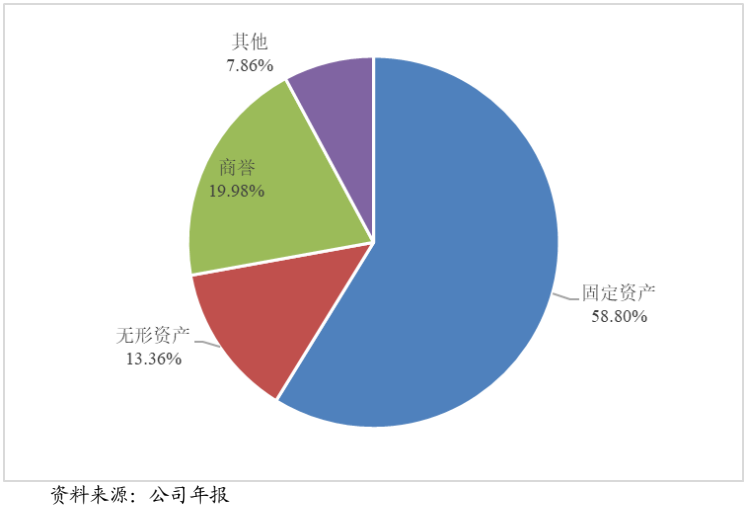
截至 2019 年末，公司应收账款 16.01 亿元，较年初增长 6.75%。应收账款计提了 1.45 亿元坏账准备，计提比例为 8.30%；其中按单项计提的坏账准备 0.59 亿元（原值 0.59 亿元），按账龄组合计提的坏账准备 0.86 亿元（原值 16.87 亿元）。按账龄组合计提的坏账准备中，1 年以内的占 82.82%，1~2 年的占 10.88%，2~3 年的占 1.78%，3 年以上的占 4.52%，账龄较短。应收账款前五大欠款方合计金额为 2.01 亿元，占比为 11.51%，集中度低。

截至 2019 年末，公司存货 3.27 亿元，较年初增长 9.52%。存货主要由原材料（48.99%）和库存商品（占 34.23%）构成，累计计提跌价准备 127.24 万元，计提比例低。公司存货主要为水泥等混凝土制造原料，存在一定的跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 24.67 亿元，较年初增长 9.51%，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图 4　截至 2019 年底公司非流动资产情况



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司固定资产 14.51 亿元，较年初增长 9.72%，主要系购置房屋和建筑物所致。固定资产主要由房屋和建筑物（占 51.96%）和专用设备（占 44.59%）构成，累计计提折旧 7.61 亿元；固定资产成新率 64.60%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司无形资产 3.30 亿元，较年初增长 20.32%，主要系土地使用权增长所致。公司无形资产包括土地使用权 2.54 亿元（占 94.24%），商标 0.11 亿元（占 3.33%）。

截至 2019 年末，公司商誉 4.93 亿元，较年初无变化。公司商誉对春瑞医化计提了 292.06 万元减值准备。若春瑞医化在未来经营中未能顺利实现收益，公司商誉将持续面临减值风险。

截至 2019 年底，公司受限资产总额为 18.43 亿元，占总资产的比例为 36.68%，受限比例较高。具体情况见下表。

表 9　截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	受限部分账面价值	占该资产比重	受限原因
货币资金	3.71	84.32	银行承兑汇票及保函保证金、共管户受限
应收票据	0.85	99.25	票据池质押
固定资产	6.03	41.56	公司借款抵押
无形资产	0.61	18.48	公司借款抵押
应收账款	7.23	45.16	公司借款抵押
合计	**18.43**	**36.68**	**--**

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 48.49 亿元，较年初下降 3.50%。其中，流动资产占 50.20%，非流动资产占 49.80%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

2. 负债及所有者权益

公司负债总额变化不大，但随着长期债务临近到期，流动负债占比快速上升，债务负担较重且短期偿付压力大；所有者权益变化大不大，权益结构稳定性一般。

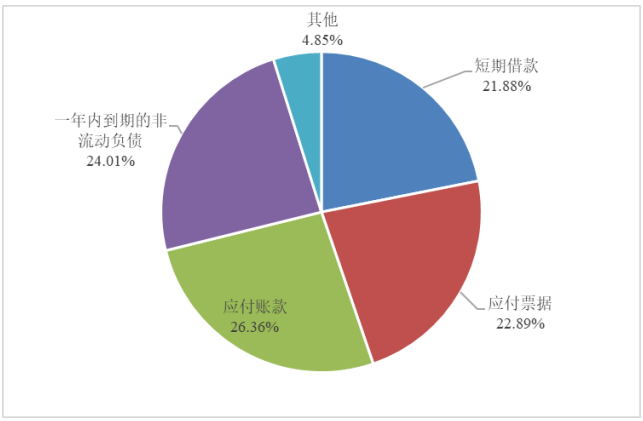
（1）负债

截至 2019 年末，公司负债总额 32.18 亿元，较年初下降 1.93%，较年初变化不大。其中，流动负债占 94.61%，非流动负债占 5.39%，流动负债较年初大幅上升 27.94 个百分点。公司负债以流动

负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债 30.45 亿元，较年初增长 39.17%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。流动负债构成如下图所示。

图 5　截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司短期借款 6.66 亿元，较年初增长 90.18%，主要系公司流动性需要所致。公司短期借款主要由质押借款（占 2.85%）、保证借款（占 42.79%）、抵押及保证借款（占 54.05%）构成。

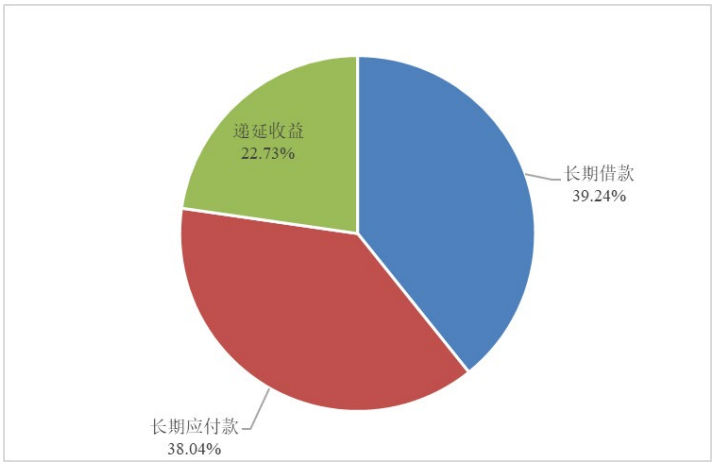
截至 2019 年末，公司应付票据 6.97 亿元，较年初增长 7.91%，主要系公司经营规模扩大、票据结算增加所致。公司应付票据由银行承兑汇票（占 94.40%）和商业承兑汇票（占 5.60%）构成。

截至 2019 年末，公司应付账款 8.03 亿元，较年初增长 16.67%，主要系应付货款增加所致。应付账款账龄一年以上的占 3.36%，账龄较短。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 7.31 亿元，较年初增长 115.06%，主要系“17 三圣债”和部分长期借款一年内到期所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 1.73 亿元，较年初下降 84.15%，主要系长期借款和长期应付款减少所致。非流动负债构成情况如下图。

图 6　截至 2019 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司长期借款 0.68 亿元，较年初下降 83.04%，主要系部分一年内到期所致。长期借款全部为质押借款。长期借款全部于 2021 年到期。

截至 2019 年末，公司长期应付款 0.66 亿元，较年初下降 65.82%，主要系部分一年内到期所致。长期应付款全部为融资租赁款，计入公司长期债务测算。

截至 2019 年末，公司递延收益 0.39 亿元，较年初增长 161.38%，主要系收到重庆市工业和信息化专项资金以及三圣药业制造基地政府补助所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 22.28 亿元，较年初下降 7.72%，主要系长期债务减少所致。其中，短期债务占 93.99%，长期债务占 6.01%，短期债务占比极高。短期债务 20.94 亿元，较年初增长 56.74%，主要系短期借款和一年内到期非流动负债增加所致。长期债务 1.34 亿元，较年初下降 87.58%。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.04%、55.22%和 6.90%，较年初分别下降 1.10 个百分点、下降 2.68 个百分点和下降 31.15 个百分点。公司债务负担较重，且短期偿付压力大。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 30.62 亿元，较年初下降 4.86%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 95.16%，非流动负债占 4.84%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 24.88 亿元，较年初增长 11.66%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务 23.78 亿元（占 95.58%），较年初增长 13.54%，主要系应付票据增加所致。长期债务 1.10 亿元（占 4.42%），较年初下降 17.83%，主要系长期应付款减少所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.14%、58.19%和 5.80%，较年初分别下降 0.90 个百分点、上升 2.98 个百分点和下降 1.10 个百分点。公司债务 2020 年集中到期的压力大。

表 10　截至 2020 年 3 月底公司债务到期情况（单位：亿元）

科目	2020 年 4—12 月到期	2021 年到期	2022 年及以后到期	小计
短期借款	6.19	0.28	--	6.47
应付票据	8.79	1.26	--	10.05
一年内到期的非流动负债	5.88	1.37	--	7.26
长期借款	--	0.68	--	0.68
长期应付款	--	0.42	--	0.42
合计	**20.86**	**4.01**	**--**	**24.88**
占比	**83.87**	**16.13**	**--**	**100.00**

注：合计数因四舍五入存在尾数差异
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 18.07 亿元，较年初增长 2.91%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 86.03%，少数股东权益占比为 13.97%。归属于母公司所有者权益 15.55 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 27.79%、16.38%、-4.05%和 54.49%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 17.87 亿元，较年初下降 1.09%，主要系其他综合收益减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 86.31%，少数股东权益占比为 13.69%。归属于母公司所有者权益 15.43 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 28.00%、16.51%、-6.18%和 56.23%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

3. 盈利能力

2019 年，公司营业收入和净利润同比增长；费用控制能力较上年变化不大，仍处于一般水平；非经常性损益对利润影响不大；盈利能力处于行业中上游水平。

2019 年，公司实现营业收入 31.80 亿元，较上年增长 10.99%；营业成本 25.42 亿元，较上年增长 14.59%，增幅高于营业收入；营业利润 1.74 亿元，较上年下降 0.31%，主要系毛利率下降、当期费用增加以及信用减值损失所致；净利润 1.45 亿元，较上年增长 3.30%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 4.26 亿元，较上年增长 5.07%，主要系销售和管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 10.10%、50.88%、8.00%和 31.02%，以管理费用为主。其中，销售费用为 0.43 亿元，较上年增长 20.93%，主要系薪酬同比增加所致；管理费用为 2.17 亿元，较上年增长 4.80%；研发费用为 0.34 亿元，较上年增长 0.16%；财务费用为 1.32 亿元，较上年增长 2.44%。2019 年，公司费用收入比为 13.41%，较上年下降 0.75 个百分点，公司费用控制能力一般。

2019 年，公司其他收益占营业利润比重为 6.20%，营业外收入占利润总额的 1.04%，均对利润影响不大。

2019 年，公司营业利润率为 19.45%，较上年下降 2.49 个百分点，较上年变化不大。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.90%、6.13%和 8.15%，较上年分别下降 0.35 个百分点、下降 0.55 个百分点和下降 0.14 个百分点。从与同业公司对比来看，公司盈利能力处于行业中上游水平。

表 11　2019 年同类上市公司盈利指标比较（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
海南瑞泽	-13.31	-3.74	19.76
西部建设	9.67	4.73	10.50
深天地 A	11.23	5.23	13.47
三圣股份	**8.15**	**5.91**	**20.06**

注：Wind 与联合评级在上述指标上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业收入 4.69 亿元，较上年同期下降 26.06%；实现营业利润 0.24 亿元，同比下降 55.60%；实现净利润 0.21 亿元，同比下降 51.43%。

4. 现金流

2019 年，受收入增长以及加大收款力度影响，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，公司上下游结算部分采用票据背书的形式，现金收入比较低；投资活动主要为向关联方借出和收回的款项；由于借款到期规模上升，筹资活动由于当年借款规模同比下降，净额由净流入转为净流出。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 28.49 亿元，较上年增长 16.96%，主要系收入规模增长以及公司加大收款管理所致；经营活动现金流出 26.95 亿元，较上年增长 6.86%，主要系支付银行承兑汇票保证金所致。2019 年，公司经营活动现金净流入 1.55 亿元，较上年净流出转为净流入。2019 年，公司现金收入比为 69.51%，较上年上升 8.36 个百分点。2019 年，公司背书转让的商业汇票金额为 10.15 亿元，其中用于支付货款的为 9.83 亿元，支付固定资产等长期资产购置款的为 0.32 亿元。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 3.77 亿元，较上年的 13.30 万元大幅增长，主要系收回关联方资金占用本金及利息所致；投资活动现金流出 4.11 亿元，较上年下降 23.35%，主要系上年向关联方借出资金所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 0.34 亿元，较上年下降 93.61%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 12.35 亿元，较上年下降 17.61%，主要系上年发生融资租赁借款及供应链贷款所致；筹资活动现金流出 13.80 亿元，较上年增长 34.73%，主要系信用证、票据融资到期付款、债券回售以及偿还融资租赁借款所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 1.45 亿元，由上年净流入转为净流出。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净额为 0.99 亿元，投资活动现金净额为-0.19 亿元，筹资活动现金净额为-0.67 亿元。

5. 母公司财务分析

母公司资产规模较大，有较大规模的业务收入，财务特征和合并报表相似。

截至 2019 年末，母公司资产总额 39.75 亿元，较年初下降 3.98%。其中，流动资产 18.03 亿元（占比 45.36%），非流动资产 21.72 亿元（占比 54.64%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 21.08%）、应收票据及应收账款（占 46.61%）和其他应收款（占 26.08%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 64.91%）、固定资产（占 27.15%）和无形资产（占 5.51%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 3.80 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 27.25 亿元，较年初下降 5.15%。其中，流动负债 25.94 亿元（占比 95.19%），非流动负债 1.31 亿元（占比 4.81%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 21.07%）、应付票据及应付账款（占 41.08%）、其他应付款（占 8.70%）和一年内到期的非流动负债（占 27.80%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 51.87%）和长期应付款（占 44.54%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 68.56%，较 2018 年下降 0.85 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 12.50 亿元，较年初下降 1.32%。其中，实收资本为 4.32 亿元（占 34.57%）、资本公积合计 2.52 亿元（占 20.18%）、未分配利润合计 4.82 亿元（占 38.54%）、盈余公积合计 0.75 亿元（占 5.97%）。所有者权益稳定性较高。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 4.48 亿元，投资活动现金流量净额为 0.83 亿元，筹资活动现金流量净额为-5.63 亿元。

2019 年，母公司营业收入为 15.39 亿元，投资收益为 0.15 亿元，净利润为 0.26 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力有所减弱，长期偿债能力较强；考虑到公司建材上市公司，所处区域经济环境良好，盈利能力处于行业中上游水平，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.27 倍和 1.14 倍分别下降至 0.84 倍和下降至 0.73 倍，流动资产对流动负债的保障程度较低。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.41 倍下降至 0.25 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较低。整体看，公司短期偿债能力有所减弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.81 亿元，较上年增长 2.76%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 32.68%）、计入财务费用的利息支出（占 28.71%）和利润总额（占 35.49%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.38 倍上升至 3.48 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.19 倍上升至 0.22 倍，EBITDA 对全部债务的

覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

根据企业提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1050010900666480Y），截至 2020 年 4 月 8 日，公司未结清业务信息中无关注或不良信息记录，已结清业务信息中存在 1 笔关注类票据贴现，系出票人账上资金余额不足所致。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行授信额度 21.61 亿元，已使用授信额度 15.14 亿元，未使用授信额度 6.47 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产达 6.57 亿元，约为“17 三圣债”存续本金（2.30 亿元）的 2.86 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达 18.07 亿元，约为“17 三圣债”存续本金（2.30 亿元）的 7.77 倍，公司现金和净资产能够对“17 三圣债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.81 亿元，约为“17 三圣债”存续本金（2.30 亿元）的 2.09 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金净流入为 1.55 亿元，公司经营活动现金净流入量无法覆盖债券本金。

综合以上分析，并考虑到公司作为建材上市公司，所处区域经济环境良好，未来随着公司业务进一步拓展，公司整体收入规模有望持续扩大。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

八、担保方实力

根据深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）与公司签署的《担保协议书》和深圳高新投出具的《担保函》，深圳高新投为公司本次发行的不超过 5 亿元债券的还本付息提供全额、无条件的不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的本金、利息、违约金和实现债权的费用。

深圳高新投承担保证责任的期间为本次债券的存续期及债券到期之日起2年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

1. 深圳高新投概况

深圳高新投成立于1994年12月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，初始注册资本为1.00亿元。2011年更为现名。历经多次增资及股权变动，截至2019年末，深圳高新投注册资本121.12亿元，现已全部实缴到位，深圳投控持有公司30.55%的股权，为深圳高新投控股股东，深圳市人民政府通过其控制的5家国有企业（深圳投控、平稳发展投资、深圳市财政中心、深圳远致和深圳市中小企业服务中心）合计持有深圳高新投76.69%的股权，为深圳高新投的实际控制人。

表 12　截至 2019 年末深圳高新投股权结构（单位：%）

股东名称	持股比例
深圳市投资控股有限公司	30.55
深圳市平稳发展投资有限公司	26.91

深圳市致远富海三号投资企业（有限合伙）	14.62
深圳市财政金融服务中心	10.92
深圳市远致投资有限公司	8.07
恒大集团有限公司	6.95
深圳市海能达投资有限公司	1.74
深圳市中小企业服务中心	0.24
合计	**100.00**

资料来源：深圳高新投提供

2. 深圳高新投经营分析

（1）业务概况

近年来，深圳高新投调整业务结构，着力发展金融产品担保业务，股东增资到位后深圳高新投委托贷款发放规模大幅增加，带动营业总收入持续增长；同时联合评级关注到近年来自营委贷利息收入为深圳高新投收入主要来源，需关注委托贷款业务资产质量的变化可能对收入产生的不利影响。

深圳高新投营业总收入来源于融资性担保业务收入、非融资性担保业务收入、金融产品担保业务收入、自营委托贷款利息收入和咨询服务费收入等。2016－2018 年，营业总收入呈持续增长，年均复合增长 37.64%，主要系担保业务收入、股东增资到位后发放委托贷款规模增加产生的资金管理业务收入及咨询服务费收入增长所致，同期，实现净利润分别为 7.09 亿元、8.35 亿元和 11.33 亿元，年均复合增长 26.43%。

从营业总收入构成来看，2016－2018 年，深圳高新投融资性担保业务收入呈波动增长趋势，年均复合增长 9.12%，2017 年同比增长 35.53%，主要是深圳高新投开始与鹏金所合作，导致业务规模增长所致，2018 年同比减少 12.14%，主要是受政策影响，深圳高新投终止与鹏金所合作所致，2016－2018 年融资性担保业务收入占营业总收入比重分别为 8.92%、8.84%和 5.60%。2016－2018 年，非融资性担保业务收入呈持续增长趋势，年均复合增长 14.42%，2016－2018 年非融资性担保业务收入占营业总收入比重分别为 27.79%、22.11%和 19.20%，为深圳高新投营业总收入的重要来源。2016－2018 年，金融产品担保业务收入呈持续大幅增长趋势，年均复合增长 59.95%，主要是深圳高新投积极推进业务结构调整，着力推进金融产品担保业务所致，2016－2018 年金融产品担保业务收入占营业总收入比重分别为 10.89%、17.42%和 14.70%。资金管理业务收入主要为自营委托贷款利息收入，其他小额贷款利息收入、典当业务收入等占比较小，2016－2018 年，资金管理业务收入呈持续大幅增长趋势，年均复合增长 49.69%，主要是股东增资后，自有资金委托贷款发放规模大幅增加，带动资金管理业务收入大幅增长。2016－2018 年资金管理业务收入占营业总收入比重分别为 33.45%、35.32%和 39.56%，占比逐年上升，为深圳高新投主要来源。2016－2018 年，深圳高新投咨询服务费收入呈持续增长趋势，年均复合增长 69.55%，主要是业务规模增长所致，2016－2018 年咨询服务费收入占营业总收入比重分别为 13.52%、13.54%和 16.83%。

2019 年 1—9 月，深圳高新投实现营业总收入 19.29 亿元，同比增长 42.97%，主要是担保业务收入及资金管理业务收入增长所致，同期，深圳高新投实现净利润 10.26 亿元，同比增长 18.91%。

（2）担保业务分析

近年来深圳高新投担保业务规模有所波动，2018 年以来受债券担保业务发展及与蚂蚁金融服务公司集团（以下简称“蚂蚁金服”）开展合作影响，担保责任余额大幅增长。

深圳高新投担保业务包括银行融资担保业务、非融资性担保业务和金融产品担保业务。2018 年，随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的出台，深圳高新投面临担保牌照到期的问题。

深圳高新投引入战略投资者共同对子公司深圳高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）增资，截至 2019 年末，高新投融资担保注册资本为 68.12 亿元，其中深圳高新投、深圳市罗湖引导基金投资有限公司和深圳市财政中心持股分别为 46.34%、27.07%和 26.60%，自 2020 年起高新投融资担保开展金融产品担保业务，深圳高新投本部将不再新增金融产品担保业务，业务团队由原深圳高新投本部金融产品事业部团队划转至高新投融资担保，风险管理制度及审批流程仍收归集团管理。

近年来，深圳高新投不断调整业务结构，在发展银行融资担保业务的同时，积极探索并开展金融产品担保等为主的新型业务品种，同时，深圳高新投根据自身风险偏好严格控制客户选择标准，如深圳高新投目前对债券担保仅限于上市公司发行的公司债，且不对房地产相关企业提供担保，根据深圳高新投自身定位，加强对高新技术企业的扶持力度。

2016—2018 年，深圳高新投当期担保发生额有所波动，分别为 982.39 亿元、489.10 亿元和 704.71 亿元，2016 年发生额较大主要是深圳高新投积极开展债券担保和保本基金担保业务，随着政策调整，2017 年保本基金担保业务规模下降导致整体发生额大幅下降，2018 年深圳高新投与蚂蚁金服合作开展金融产品担保业务及债券担保业务保持稳定增长，导致担保发生额大幅增加，2016—2018 年末，深圳高新投期末担保责任余额有所波动，分别为 1,167.05 亿元、959.62 亿元和 1,092.39 亿元；2016—2018 年末，深圳高新投在保户数分别为 2,573 户、2,751 户和 3,016 户，净资产担保放大倍数分别为 17.79 倍、8.57 倍和 9.27 倍。

表 13　深圳高新投担保业务发展数据（单位：亿元、户、倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
当期担保发生额	**982.39**	**489.10**	**704.71**	**965.60**
其中：银行融资性担保	56.55	84.37	50.54	45.58
非融资性担保	264.89	267.00	280.89	220.23
金融产品担保	660.94	137.73	373.27	699.80
当期应解保额	**308.89**	**539.91**	**579.67**	**603.96**
期末担保余额	**1,167.05**	**959.62**	**1,092.39**	**1,531.64**
期末担保责任余额	**1,167.05**	**959.62**	**1,092.39**	**1,531.64**
其中：银行融资性担保	54.53	41.20	39.80	54.77
非融资性担保	385.44	352.90	376.74	397.35
金融产品担保	727.09	565.52	675.85	1,079.51
其中：保本基金担保	688.99	394.77	150.38	0.00
债券担保	38.10	170.75	245.47	260.50
蚂蚁金服合作担保	0.00	0.00	280.00	819.01
期末在保户数	**2,573**	**2,751**	**3,016**	**3,490**
净资产担保放大倍数	**17.79**	**8.57**	**9.27**	**12.31**

注：净资产担保放大倍数=期末担保责任余额/净资产（母公司口径）
资料来源：深圳高新投提供，联合评级整理

2019 年 1—9 月，深圳高新投担保发生额 965.60 亿元，以金融产品担保发生额为主，主要是债券担保规模及与蚂蚁金服合作担保规模增长所致；截至 2019 年 9 月末，深圳高新投担保责任余额为 1,531.64 亿元，较上年末大幅增长 40.21%，其中金融产品担保责任余额为 1,079.51 亿元，净资产担保放大倍数为 12.31 倍，放大倍数水平高。

近年来深圳高新投银行融资担保业务责任余额小幅波动，费率呈下降趋势，基本保持稳定；深

圳高新投银行融资性担保区域集中度较高，存在一定的集中度风险。

深圳高新投银行融资性担保业务由子公司高新投融资担保负责运营，2020 年起高新投融资担保新增开展金融产品担保业务，高新投融资担保自此负责银行融资担保业务和金融产品担保业务。2016—2018 年末，深圳高新投银行融资担保责任余额分别为 54.53 亿元、41.20 亿元和 39.80 亿元，有所波动。近年来公司积极响应国家“减税降费”政策，以及市场竞争加剧等因素影响，导致银行融资担保业务费率整体呈下降趋势。反担保措施方面，深圳高新投视企业经营情况，要求其提供反担保措施，目前主要的反担保措施包括房产抵押、法人保证和实控人及配偶个人反担保等。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投银行融资担保业务前十大客户在保责任余额合计 4.50 亿元，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未超过监管要求，深圳高新投银行融资性担保业务单一客户集中度不高。

从行业分布来看，深圳高新投银行融资性担保业务主要集中在制造业和信息技术业，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投信息技术业占比为 22.34%、制造业（机械、设备、仪表）占比为 18.66%、制造业（电子）占比为 17.28%，行业集中度一般。从区域来看，受限于监管规则等原因，银行融资担保业务全部集中在深圳市，区域集中度很高。

近年来受债券市场行情变化以及保本基金担保政策调整影响，深圳高新投金融产品担保业务规模有所波动，债券担保业务客户主要为民营企业，2020 年起新增金融产品担保业务由子公司高新投融资担保负责运营；同时联合评级也关注到近年来外部信用风险上升，违约主体以民企居多，需对其风险控制能力及所担保债券信用风险保持持续关注。

目前深圳高新投金融产品担保业务主要为蚂蚁金融服务集团担保、ABS、债券等金融产品提供担保，2020 年起新增金融产品担保业务由子公司高新投融资担保负责运营，深圳高新投本部不再新增金融产品担保业务。债券担保客户以民营业务为主，主要采取个人或企业保证担保、房产抵押、保证金等反担保措施。2016－2018 年末，深圳高新投金融产品担保责任余额分别为 727.09 亿元、565.52 亿元和 675.85 亿元，2018 年末深圳高新投保本基金担保责任余额 150.38 亿元，较上年末大幅下降，2018 年深圳高新投以债券担保业务及与蚂蚁金服合作规模增长为主带动金融产品担保责任余额增长。费率方面，具体实施标准是根据被担保企业主体评级以及项目风险评估来确定。

债券担保方面，深圳高新投债券担保根据自身业务能力确定了明确的客户选择标准：深圳高新投不对城投平台等房地产项目相关债券产品提供担保，被担保企业性质以民营上市公司（主板、中小板）及其母公司为主。同时，深圳高新投债券担保延续了一贯的行业选择标准，实行行业黑名单制，即对城投、类城投、两高一剩、矿产资源类、农林牧渔等行业暂不提供担保，同时实行行业白名单制，争取目标客户在所处细分行业具有领先地位。为了更好的实现双方信息对称，深圳高新投要求被担保客户对深圳高新投全面开放内部系统。2016－2018 年末，深圳高新投债券担保责任余额分别为 38.10 亿元、170.75 亿元和 245.47 亿元，债券担保业务规模持续增长，2018 年起深圳高新投为蚂蚁金服设立的信托计划/资产管理计划的预期收益提供差额补足形式的担保规模增长所致，2018 年末和 2019 年 9 月末，深圳高新投与蚂蚁金融业务合作期末责任余额分别为 280.00 亿元和 819.01 亿元，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投所担保债券尚未出现代偿情况。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投债券担保责任余额为 260.50 亿元，其中前十大债券担保责任余额合计 85.85 亿元；单一最大笔担保责任余额为 18.00 亿元，且集中度未超过监管要求的单一客户集中度 10%。从反担保措施来看，主要采用个人反担保及信用反担保措施。

从区域分布来看，2017 年以来区域分布逐渐分散，2018－2019 年 9 月末，深圳高新投债券担保区域主要集中在华南地区，2019 年 9 月末，深圳高新投债券担保业务华南地区占比为 45.78%。

近年来深圳高新投非融资性担保业务发展稳定，区域集中度不高，需关注随着经济形势下行，非融资性担保业务信用风险情况。

深圳高新投非融资性担保业务由子公司高新投保证担保负责运营。非融资性担保业务主要包括工程担保和诉讼保全担保。深圳高新投是国内较早开展工程担保业务的担保公司，目前高新投非融资性担保业务已在北京、西安、杭州等城市建立了 6 家分公司，并在重庆、昆明等地设立了 25 个办事处，基本完成全国性战略布局，有一定的客户积累。反担保措施方面，深圳高新投需工程项目合作方企业或个人提供信用反担保，对于民营企业，如果保函超过 3,000 万元，则需企业实际控制人提供个人反担保。

深圳高新投适当控制保证担保业务规模以防范风险，发生额基本保持稳定，2016－2018 年，非融资性担保业务发生额分别为 264.89 亿元、267.00 亿元和 280.89 亿元，保持持续增长趋势，年均复合增长 2.98%。2016－2018 年末，非融资性担保期末担保责任余额分别 385.44 亿元、352.90 亿元和 376.74 亿元，非融资性担保业务保持稳定发展。近年来深圳高新投非融资性担保业务费率有所波动，2017 年和 2018 年受政策调整及市场整顿影响，市场需求增长，整体费率有所上升，2019 年以来费率无明显变化。

2019 年 1－9 月，深圳高新投非融资性担保业务发生额为 220.23 亿元，截至 2019 年 9 月末，非融资性担保责任余额为 397.35 亿元，较上年末增长 5.47%，前十大客户在保责任余额为 25.33 亿元，占期末保证担保责任余额的比例为 6.37%，客户集中度较低。

从区域分布来看，截至 2019 年 9 月末，非融资性担保业务主要集中在华东地区，占比为 39.70%，西南地区、华南地区、华中地区和华北地区占比分别为 15.58%、14.32%、13.40%和 10.16%，非融资性担保业务存在一定的区域集中度。

（3）委托贷款业务分析

近年来深圳高新投委托贷款业务规模增长较快，以自有资金委托贷款业务为主，客户主要为民营企业、上市公司自然人股东或实际控制人。2018 年以来受宏观经济下行及证券市场震荡影响，委托贷款业务不良余额和不良率双升，委托贷款资产质量下行压力较大，需关注委托贷款存量业务中的信用风险情况以及不良贷款后续回收情况。

深圳高新投委托贷款业务包含自有资金委托贷款业务和政府专项资金委托贷款业务。截至 2019 年 9 月末，深圳高新投委托贷款余额 147.57 亿元，其中深圳高新投使用自有资金[1]开展委托贷款业务余额 145.32 亿元，使用政府委托资金开展委托贷款业务余额 2.25 亿元。

自有资金委托贷款客户主要选择深圳高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司自然人股东或实际控制人、融资担保业务中小企业客户和保证担保业务的施工类企业客户等，基于历史合作记录，深圳高新投对投放对象有较为充分的情况了解。2018 年股市震动，深圳市民营上市公司股票质押率偏高，上市公司出现流动性风险，深圳市政府推出百亿专项资金驰援上市公司，目前深圳高新投已获得专项资金 50.00 亿元，由深圳市政府建立援助企业名单，深圳高新投进行在名单企业中进行筛选，最终确定援助企业，部分上市公司已获得资金援助，此外深圳市政府还将成立纾困基金援助上市公司解决流动性风险。

2016－2018 年末，深圳高新投自有资金委托贷款余额分别为 50.61 亿元、79.61 亿元和 128.37 亿元，业务规模持续增长，主要是援驰资金到位后，深圳高新投加大对深圳市上市公司贷款规模所致，同期自有资金委托贷款不良余额分别为 0.33 亿元、0.89 亿元和 11.92 亿元，自有资金委托贷款不良率分别为 0.65%、1.12%和 9.28%。2018 年以来深圳高新投自有资金委托贷款不良率大幅上升，

[1] 包含政府拨付的共济资金。

主要系股市震荡影响，自有资金发放给上市公司股东或实际控制人，借款人出现流动性问题，导致不良率大幅上升。收入方面，2016－2018 年，深圳高新投自有资金委托贷款业务实现收入分别为 4.09 亿元、6.13 亿元和 8.05 亿元。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投自有资金委托贷款余额为 145.32 亿元，较上年末大幅增长 13.21%，主要是深圳市政府援驰资金增加，发放贷款规模增加所致，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投自有资金不良贷款余额为 20.26 亿元，较上年末大幅增长 70.03%，自有资金委托贷款不良率为 13.94%，较上年末大幅上升，主要是宏观经济下行压力较大，中小企业及部分上市公司流动性紧张所致，委托贷款不良率为 13.73%，截至 2019 年 9 月末，减值准备余额 0.95 亿元，减值准备不能覆盖不良贷款余额，需关注后续不良贷款处置情况对利润造成的影响。2019 年 1－9 月，自有资金委托贷款业务实现收入 8.05 亿元。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投自有资金委托贷款业务前十大客户集中度为 16.73%，单一客户集中度为 2.66%；前十大委托贷款客户包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用由企业股东提供无限连带责任保证担保或由自然人所持上市公司股票质押等反担保措施降低信用风险。

此外，深圳高新投不断加大与各级政府的合作力度，与深圳市发改委就支持深圳市战略性新兴产业发展、促进深圳市产业结构调整达成意向性合作；与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，由政府部门提供专项资金、推荐符合专项资金用途的客户，深圳高新投选择合作客户利用专项资金进行委托贷款。政府专项资金管理由第三方监管，深圳高新投收取管理费及风险补偿金，并承担 100.00%回收风险。2016－2018 年末，深圳高新投政府专项委托资金余额分别为 12.36 亿元、3.69 亿元和 2.78 亿元，截至 2019 年 9 月末，政府专项委托资金贷款余额为 2.25 亿元，不良贷款规模为 268.50 万元。

（4）创业投资业务

深圳高新投创业投资业务规模较小，整体贡献度不高。同时，创业投资业务受投资项目所处行业发展以及退出政策影响较大，收入稳定性偏弱，相关行业风险需保持关注。

深圳高新投创投业务布局较早，近年来业务发展较快。深圳高新投创业投资业务由高新投创投负责运营，创投项目主要来源于融资担保业务积累的优质客户资源。作为融资担保业务的延伸业务之一，深圳高新投创业投资业务集中在深圳地区，主要通过 IPO、挂牌转卖、企业回购等方式实现退出。2016－2018 年，深圳高新投取得投资收益分别为 1.72 亿元、0.87 亿元和 0.58 亿元，由于近年来高新投创投业务所投资项目多为初创期企业，因此以上市方式退出并取得高额投资回报的项目数量较少，在近年来经济下行压力加大、证券市场持续低迷等多重因素影响下，高新投创投业务面临退出难度增大的风险。2019 年 1－9 月，深圳高新投取得投资收益 0.24 亿元，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投创业投资项目投资总额为 5.31 亿元，项目行业主要集中在高端装备制造业和新一代信息技术产业，占比分别为 36.02%和 23.38%。

（5）其他业务

深圳高新投其他业务以典当业务和小额贷款业务为主，主要为针对担保业务客户的延展业务，2018 年以来受增资影响，典当业务发放规模大幅增加；小额贷款业务不良率上升，需关注后续回收情况，同时需关注担保业务与典当业务和小贷客户存在一定的重叠，信用风险有所上升。

深圳高新投其他业务主要包括小额贷款业务、典当业务，主要是针对融资担保客户提供的延伸服务，深圳高新投小额贷款业务客户和典当业务客户与担保业务客户存在一定的重叠，信用风险有所上升。深圳高新投典当和小额贷款业务分别由子公司华茂典当和高新投小贷负责运营。

典当业务方面，2016 年 4 月和 2017 年 11 月深圳高新投对华茂典当进行增资，其典当业务规模迅速扩大，截至 2019 年 9 月末，华茂典当注册资本为 2.00 亿元。2016－2018 年，典当业务发放金额分别为 20.81 亿元、24.65 亿元和 46.24 亿元，2018 年受 2017 年末股东增资影响，典当业务规模大幅增加，2016－2018 年末，典当业务余额分别为 2.50 亿元、1.70 亿元和 1.74 亿元，同期，典当业务实现收入分别为 0.35 亿元、0.42 亿元和 1.28 亿元。

2019 年 1－9 月，典当业务发放规模为 45.23 亿元，期末典当业务余额为 1.16 亿元，2019 年 1－9 月，典当业务实现收入 0.85 亿元，截至 2019 年 9 月末，典当业务无不良情况。

小额贷款业务方面，2017 年 12 月，深圳高新投对高新投小贷进行增资，注册资本由 3.00 亿元增至 5.00 亿元。2016－2018 年，深圳高新投小贷业务当期放贷金额分别为 13.00 亿元、9.13 亿元和 45.72 亿元，2018 年小额贷款发放规模大幅增加，主要是增资完成资金充裕后加大小额贷款业务发放规模，期限主要集中在 1 个月。从不良率来看，2016－2018 年末，深圳高新投小贷业务不良率分别为 0.16%、1.91%和 2.88%，2017 年随着小额贷款业务规模的扩以及宏观经济下行的综合影响，不良率有所上升。2016－2018 年，小额贷款业务实现利息收入分别为 0.47 亿元、0.57 亿元和 1.84 亿元，随着发放贷款规模的扩大而增长。

2019 年 1－9 月，深圳高新投小贷业务累计放贷金额为 44.10 亿元，发放规模较大，同期实现利息收入 1.94 亿元；期末贷款余额 14.80 亿元，小额贷款不良率为 1.52%。

（6）风险管理分析

受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，深圳高新投担保代偿规模整体呈现上升趋势，2019 年以来代偿有所上升，需对深圳高新投风险管理有效性保持关注。

近年来深圳高新投开始积极调整业务结构，主动退出风险较高的行业，代偿率水平有所下降，2016－2018 年，深圳高新投当期担保代偿金额分别为 0.86 亿元、0.04 亿元和 0.55 亿元，主要是银行融资担保业务和非融资性担保业务的代偿，同期累计担保代额分别为 2.73 亿元、2.76 亿元和 3.31 亿元，累计担保代偿规模持续增长，2016－2018 年末，深圳高新投担保代偿余额分别为 2.30 亿元、2.03 亿元和 2.13 亿元。从代偿率来看，2016－2018 年，深圳高新投当期担保代偿率分别为 0.28%、0.01%和 0.09%，累计担保代偿率分别为 0.19%、0.14%和 0.13%，受业务规模增长较快影响，累计担保代偿率呈下降趋势，从回收情况来看，2016－2018 年，累计代偿回收率分别为 34.44%、40.24%和 51.41%，代偿回收率水平较高。

表14　深圳高新投风险管理水平（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月
当期担保代偿额	**0.86**	**0.04**	**0.55**	**0.72**
其中：银行融资性担保	0.85	0.00	0.39	0.71
非融资性担保	0.02	0.04	0.16	0.01
金融产品担保	0.00	0.00	0.00	0.00
累计担保代偿额	**2.73**	**2.76**	**3.31**	**4.03**
其中：银行融资性担保	2.33	2.33	2.71	3.43
非融资性担保	0.40	0.44	0.60	0.60
金融产品担保	0.00	0.00	0.00	0.00
当期担保代偿率	**0.28**	**0.01**	**0.09**	**1.20**
累计担保代偿率	**0.19**	**0.14**	**0.13**	**0.13**
累计代偿回收率	**34.44**	**40.24**	**51.41**	**54.96**
期末担保代偿余额	**2.30**	**2.03**	**2.13**	**2.40**

其中：银行融资性担保	1.98	1.67	1.64	1.91
非融资性担保	0.32	0.36	0.49	0.49
金融产品担保	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：深圳高新投提供

2019 年 1—9 月，深圳高新投当期担保代偿额为 0.72 亿元，大幅上升，主要是宏观经济下行压力加大，中小微企业及部分上市公司流动性紧张所致，当期担保代偿率为 1.20%，累计担保代偿率为 0.13%，累计代偿回收率为 54.96%，代偿余额为 2.40 亿元。

深圳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。从深圳高新投代偿追缴方面看，深圳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。从深圳高新投目前代偿规模来看，深圳高新投风险控制措施较好，但受宏观环境影响，深圳高新投仍需继续完善风险控制水平。

3．财务分析

（1）资本结构

近年来，受股东增资影响，深圳高新投资本实力不断增强；2018 年以来受与股东和银行拆借资金增加和拨付的共济资金影响，负债规模大幅增长，负债水平略高。

深圳高新投日常运营的资金主要来源于股东注册的资本金、政府拨付的专项资金以及日常利润留存。2016—2018 年末，深圳高新投所有者权益年均复合增长 34.05%，截至 2018 年末，深圳高新投股东权益合计 117.87 亿元，较上年末增长 5.28%，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.93%，在归属于母公司的所有者权益中股本 88.52 亿元，盈余公积 3.37 亿元，未分配利润 24.93 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 75.15%、2.86%、21.16%，其中实收资本占比较高，深圳高新投所有者权益稳定性较好。

近年来，深圳高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势，2016—2018 年末，深圳高新投负债总额年均复合增长 155.48%。截至 2018 年末，深圳高新投负债总额为 87.40 亿元，较上年末大幅增加 64.66 亿元，主要是短期借款和长期借款的增加所致，深圳高新投负债主要以短期借款（占比为 23.68%）、长期借款（占比为 57.60%）、长期应付款（占比为 6.19%）和准备金之和（占比为 4.88%）为主。2016 年末无短期借款，2017—2018 年末，短期借款分别为 5.55 亿元和 20.70 亿元，2018 年末较上年末增长 15.15 亿元，主要是由于深圳高新投业务规模发展，向控股股东和银行借款增加所致，短期借款以信用借款为主。2018 年末深圳高新投新增长期借款 50.34 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共济资金。2016—2018 年末，深圳高新投长期应付款分别为 7.00 亿元、9.60 亿元和 5.41 亿元，年均复合减少 12.06%，呈波动下降趋势，2017 年末同比增长 37.14%，主要是深圳市财政委员会拨付的专项资金增加所致，2018 年末同比减少 43.61%，主要是深圳市财政委员会拨付的专项资金减少所致。2016—2018 年末，准备金之和分别为 3.04 亿元、3.55 亿元和 4.27 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长 18.51%，主要是随着担保业务规模的扩大，准备金规模随之增加。2016—2018 年末，深圳高新投实际资产负债率分别为 13.11%、14.24%和 40.50%，呈持续上升趋势，2018 年大幅上升 26.26 个百分点，主要是深圳高新投新增深圳市安居集团长期借款所致。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投所有者权益合计 144.52 亿元，较上年末增长 22.61%，主要是利润留存增加以及少数股东权益增加所致，其中归属于母公司的所有者权益占比 86.08%，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 2019 年 9 月末，深圳高新投负债总额 91.54 亿元，较上年末增长 4.74%；负债以短期借款（占比为 27.62%）、长期借款（占比为 56.12%）、长期应付款（占比为 3.45%）和准备金之和（占比为 4.88%）为主。截至 2019 年 9 月末，深圳高新投短期借款 25.28 亿元，较上年末增长 22.13%，主要是向股东及银行拆借资金增加所致，长期借款 51.37 亿元，较上年末增长 2.05%，主要是共济资金利息增加所致，长期应付款 3.16 亿元，较上年末减少 41.66%，主要是政府拨付专项资金减少所致，准备金之和 4.79 亿元，较上年末增长 12.15%，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投实际资产负债率为 36.75%，较上年末下降 3.75 个百分点，负债水平略高。

（2）资产质量

近年来深圳高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；深圳高新投委托贷款规模较大，委托贷款业务不良率上升，面临一定的信用风险。

2016—2018 年末，深圳高新投资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长 61.62%。截至 2018 年末，深圳高新投资产总额 205.27 亿元，较上年末增长 52.40%，主要是政府拨付的共济资金到位所致，深圳高新投资产主要由货币资金（占比 10.73%）、发放委托贷款及垫款（占比 67.94%）和其他流动资产（占比为 14.27%）组成。

2016—2018 年末，深圳高新投货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长 45.68%，2017 年末较上年末增长 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所致，截至 2018 年末货币资金 22.03 亿元，较上年末减少 26.88%，主要是委托贷款业务发放资金增加及购买理财产品导致货币资金规模下降，货币资金以银行存款为主，无受限资金。2016—2018 年末，深圳高新投发放委托贷款及垫款呈持续大幅增长趋势，年均复合增长 56.24%，截至 2018 年末，深圳高新投发放委托贷款及垫款 139.46 亿元，较上年末增长 53.70%，主要是 2017 年以来随着增资资金到位及政府拨付的共济资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显；其中，委托贷款净额 130.20 亿元，从资金来源来看包括自有资金委托贷款 124.07 亿元和政府资金 2.78 亿元，委托贷款期限以 1 年以内为主，委托贷款客前五大客户合计金额占比为 9.22%，集中度不高。委托贷款已计提减值准备 0.95 亿元，计提比例较低；2016—2018 年末，深圳高新投其他流动资产分别为 0.15 亿元、16.00 万元和 29.30 亿元，2017 年末较上年末减少 98.93%，主要是银行理财产品规模减少所致，2018 年末较上年末增加 29.30 亿元，主要是购买银行理财产品规模增加所致。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投资产总额 236.06 亿元，较上年末增长 15.00%，主要是借款规模和子公司增资导致的货币资金增加，发放贷款及委托贷款规模增长和购买的银行理财产品增加所致；深圳高新投资产主要由货币资金（占比 8.27%）、买入返售金融资产（占比为 14.53%）和发放委托贷款及垫款（占比 69.93%）组成。截至 2019 年 9 月末，深圳高新投货币资金 19.52 亿元，较上年末减少 11.41%，主要是发放委托贷款规模增加所致；买入返售金融资产 34.31 亿元，主要是深圳高新投购买的银行理财产品；发放委托贷款及垫款 165.07 亿元，较上年末增长 18.37%，主要是发放委托贷款规模增加所致，委托贷款中自有资金占比 98.48%，委托贷款已计提减值准备 0.95 亿元，需对委托贷款业务资产质量保持持续关注。

（3）盈利能力

近年来随着担保业务规模和发放委托贷款业务规模的扩大，深圳高新投营业总收入和净利润保持增长趋势，深圳高新投盈利能力较好。

近年来，深圳高新投受担保业务规模扩大以及委托贷款资金发放规模增加的影响，营业总收入规模呈持续增长态势，2016—2018 年，深圳高新投营业总收入年均复合增长 37.64%。2018 年实现营业总收入 20.85 亿元，同比增长 38.54%，深圳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，2016—2018 年，担保业务收入分别为 5.24 亿元、7.28 亿元和 8.24 亿元，年均复合增长 25.41%，担保业务收入贡献度分别为 47.59%、48.38%和 39.51%，担保业务收入占比波动下降，资金管理业务收入分别为 3.68 亿元、5.32 亿元和 8.25 亿元，占营业总收入比重分别为 33.45%、35.32%和 39.56%，资金管理业务收入占比持续上升。2016—2018 年，深圳高新投投资收益呈持续下降趋势，年均复合下降 41.94%，2017 年实现投资收益 0.87 亿元，主要是收到的分红款以及转让股权取得的收益，同比下降 49.52%，主要是出售股票收益大幅下降所致，2018 年投资收益 0.58 亿元，同比减少 33.23%，主要是由于资本市场低迷，深圳高新投减少了项目退出和股票转让所致。

深圳高新投营业总成本以营业成本为主。近年来，随着业务规模的扩大，深圳高新投营业总成本呈上升趋势，2016—2018 年，营业总成本年均复合增长 39.34%。2018 年，深圳高新投营业总成本 6.23 亿元，同比增长 29.01%；其中营业成本 4.49 亿元，以担保业务支出为主，担保业务支出主要是薪酬、房租水电、广告宣传、业务拓展等费用，2016—2018 年，深圳高新投资产减值损失分别为 0.14 亿元、0.27 亿元和 0.43 亿元，年均复合增长 72.31%，赔付情况方面，2016—2018 年，深圳高新投担保赔付率分别为 16.42%、0.55%和 6.68%，2017 年当期代偿规模大幅下降，导致赔付率水平大幅下降。

从盈利规模来看，2016—2018 年，深圳高新投营业利润呈持续增长趋势，年均复合增长 26.38%，净利润呈持续上升趋势，年均复合增长 26.43%。2018 年，深圳高新投实现营业利润和净利润分别为 15.21 亿元和 11.33 亿元，同比分别增长 36.97%和 35.72%。

从盈利能力指标来看，2016—2018 年，营业利润率分别为 86.51%、73.77%和 72.94%，呈下降趋势，主要是以深圳高新投保证担保业务为主的业务支出规模增加及融资成本增加所致。2016－2018 年，深圳高新投净资产收益率[1]分别为 10.94%、9.40%和 9.86%，总资产收益率分别为 8.80%、7.81%和 6.67%。近年来受股东增资影响，净资产收益率和总资产收益率整体呈下降趋势，但深圳高新投盈利能力指标表现仍处于较好水平。

2019 年 1—9 月，深圳高新投实现营业总收入 19.29 亿元，净利润 10.26 亿元，同比分别增长 42.97%和 18.91%，其中担保业务收入贡献度为 37.88%，收入贡献度下降，营业利润率为 70.36%，净资产收益率为 7.82%，总资产收益率为 4.65%，担保赔付率 9.85%，赔付水平有所上升。

（4）资本充足性及代偿能力

深圳高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本较为充足，深圳高新投整体代偿能力极强。

近年来受股东增资影响，深圳高新投净资产规模持续大幅增长，年均复合增长 34.05%，2018 年末较上年末增长 5.28%，截至 2019 年 9 月末，深圳高新投净资产 144.52 亿元，较上年末增长 22.61%，资本较为充足。2016－2018 年末，深圳高新投可快速变现资产分别为 10.86 亿元、34.05 亿元和 25.26 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 52.50%，2017 年末较上年末大幅增加 23.19 亿元，主要是增资导致货币资金大幅增加所致，2018 年末较上年末减少 25.83%，主要是发放贷款规模及购买理财产品规模增加，导致货币资金下降，2016—2018 年末，可快速变现资产/期末担保责任余额分别为 0.93%、3.55%和 2.31%。此外，深圳高新投还通过按项目风险水平计提相应的准备金以及提高业务准入门槛

[1] 据公司提供数据，考虑增资及分红等因素后，2017－2019 年度经审计的加权平均净资产收益率分别为 12.40%、12.24%和 11.14%；2019 年 1—9 月数据未经审计，相关指标未经年化

等措施降低客户违约风险，增强自身抵御风险的能力，2016—2018 年末，深圳高新投准备金之和分别 3.04 亿元、3.55 亿元和 4.27 亿元，年均复合增长 18.51%，主要是担保业务规模增长所致，拨备覆盖率分别为 132.12%、175.00%和 200.37%，拨备覆盖水平高，代偿准备金比率分别为 28.30%、1.13%和 12.89%，2017 年深圳高新投当期代偿规模大幅下降，导致代偿准备金率大幅下降。

截至 2019 年 9 月末，深圳高新投净资产规模 144.52 亿元，较上年末增长 22.61%，拨备覆盖率 199.44%，拨备覆盖水平高，准备金之和 4.79 亿元，代偿准备金比率 15.04%。

4. 担保效果评价

以 2019 年 9 月底财务数据测算，本次债券占深圳高新投的资产总额的 0.97%，所有者权益总额的 1.59%，占比较小。深圳高新投作为国内最早的担保公司之一，资本实力较强，与政府合作紧密，担保实力强，其担保有效提升了本次债券的信用水平。

九、综合评价

跟踪期内，公司的混凝土业务在重庆区域市场中仍具备较强竞争力。2019 年，受益于多元业务模式、国际化业务模式、主要产品价格调整及医药板块收入比重增加等因素的综合影响，公司营业收入有所增长，盈利水平保持稳定。同时，联合评级也关注到公司原材料价格波动风险较高，销售区域较为集中，医药业务整合压力较大，应收账款规模较大，债务集中偿付压力较大，存在商誉减值风险，石膏矿采矿权存在不能获得延续登记风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司医药业务的扩张，公司营业规模、收入水平和盈利状况或将提升，盈利能力有望增强。

本次债券由深圳高新投提供不可撤销连带责任担保。深圳高新投作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，其资本实力和担保实力强，对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望为“列入评级观察名单”；同时维持“17 三圣债”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　重庆三圣实业股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	42.37	50.37	50.25	48.49
所有者权益（亿元）	16.34	17.56	18.07	17.87
短期债务（亿元）	9.17	13.36	20.94	23.78
长期债务（亿元）	9.77	10.78	1.34	1.10
全部债务（亿元）	18.94	24.15	22.28	24.88
营业收入（亿元）	19.02	28.65	31.80	4.69
净利润（亿元）	1.90	1.41	1.45	0.21
EBITDA（亿元）	4.13	4.68	4.81	--
经营性净现金流（亿元）	1.79	-0.85	1.55	0.99
应收账款周转次数（次）	1.71	2.03	1.89	--
存货周转次数（次）	9.33	8.38	8.08	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.62	0.63	--
现金收入比率（%）	69.74	61.15	69.51	97.29
总资本收益率（%）	8.75	7.25	6.90	--
总资产报酬率（%）	7.99	6.69	6.13	--
净资产收益率（%）	12.70	8.29	8.15	--
营业利润率（%）	22.97	21.94	19.45	23.05
费用收入比（%）	15.26	14.16	13.41	20.48
资产负债率（%）	61.43	65.14	64.04	63.14
全部债务资本化比率（%）	53.68	57.90	55.22	58.19
长期债务资本化比率（%）	37.42	38.05	6.90	5.80
EBITDA 利息倍数（倍）	6.23	3.38	3.48	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.19	0.22	--
流动比率（倍）	1.29	1.27	0.84	0.84
速动比率（倍）	1.15	1.14	0.73	0.71
现金短期债务比（倍）	0.69	0.41	0.27	0.28
经营现金流动负债比率（%）	11.13	-3.91	5.08	3.39
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.79	2.03	2.09	--

注：1. 2020 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；3. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；4. 其他应付款中的往来款、供应链贷款已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；6. 现金短期债务比中现金类资产包含应收款项融资

附件 2　深圳市高新投集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27	236.06
可快速变现资产（亿元）	10.38	30.14	22.03	--
可快速变现资产/担保责任余额（%）	0.93	3.55	2.31	--
负债总额（亿元）	13.39	22.73	87.40	91.40
实际资产负债率（%）	13.11	14.24	40.50	36.75
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	117.87	144.52
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85	19.29
担保业务收入（亿元）	5.24	7.28	8.24	7.31
投资收益（亿元）	1.72	0.87	0.58	0.24
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33	10.26
担保业务收入贡献度（%）	47.59	48.38	39.51	37.88
营业利润率（%）	86.51	73.77	72.94	70.36
营业费用率（%）	1.92	1.35	5.38	5.82
总资产收益率（%）	8.80	7.81	6.67	4.65
净资产收益率（%）	10.94	9.40	9.86	7.82
期末担保责任余额（亿元）	1,167.05	959.62	1,092.39	1,531.64
净资产担保放大倍数（倍）	17.79	8.57	9.27	12.31
累计担保代偿率（%）	0.19	0.14	0.13	0.13
担保赔付率（%）	16.42	0.55	6.68	9.85
拨备覆盖率（%）	132.12	175.00	200.37	199.44
代偿准备金比率（%）	28.30	1.13	12.89	15.04

注：1. 2019 年三季报财务数据未经审计、相关指标未年化；2. 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

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=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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	
总资本收益率	（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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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=归属于母深圳高新投所有者权益+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。