跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1121 号

深圳翰宇药业股份有限公司：

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“18 翰宇 02”进行跟踪评级，确定：

深圳翰宇药业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳翰宇药业股份有限公司公开发行的“18 翰宇 02”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

深圳翰宇药业股份有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 翰宇 02	5 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2018 年 8 月 15 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 19 日

主要财务数据;

发行人--深圳翰宇药业股份有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	52.98	56.60	54.61
所有者权益（亿元）	38.85	33.92	32.16
长期债务（亿元）	4.55	13.48	13.82
全部债务（亿元）	7.75	17.68	18.51
营业收入（亿元）	12.46	12.64	1.93
净利润（亿元）	3.30	-3.41	0.52
EBITDA（亿元）	4.77	-1.95	--
经营性净现金流（亿元）	2.29	0.47	0.07
营业利润率（%）	82.45	83.88	85.64
净资产收益率（%）	8.80	-9.37	1.58
资产负债率（%）	26.67	40.08	41.12
全部债务资本化比率（%）	16.63	34.26	36.54
流动比率	3.00	3.63	3.63
EBITDA 全部债务比	0.62	-0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	14.28	-2.76	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.95	-0.39	--

担保方--深圳市高新投集团有限公司

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 9月
资产总额（亿元）	82.02	78.99	134.70	196.15
所有者权益合计（亿元）	63.96	65.59	111.96	115.34
营业总收入（亿元）	9.34	11.01	15.05	13.49
期末担保责任余额（亿元）	519.45	1,167.05	974.22	931.89
融资性担保放大倍数（倍）	2.32	11.92	5.55	4.75
累计代偿率（%）	0.16	0.11	0.08	0.29

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3.2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2018 年，深圳翰宇药业股份有限公司（以下简称“公司”或“翰宇药业”）在产品种类和市场渠道等方面仍具备一定竞争优势；公司营业收入有所增长，毛利率水平仍保持在较高水平，制剂类业务产销情况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司药品因质量问题受到监管处罚、部分产品销量波动较大、子公司未完成业绩承诺导致商誉大额减值、在建项目资金支出压力较大、债务规模增长较快、经营活动现金流状况趋弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建项目的完工投产，公司产能将进一步扩大，整体竞争实力将有望增强。

“18 翰宇 02”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供连带责任保证担保。跟踪期内，高新投总资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“18 翰宇 02”的信用水平仍具有显著提升作用。

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“稳定”；同时维持“18 翰宇 02”的债项信用等级为 AAA。

优势

1．2018 年，公司制剂业务产销量有所增长，销售价格维持稳定，经营情况良好。

2．2018 年，公司客户肽业务产销量和销售收入大幅增长，毛利率维持在很高水平。

关注

1．2019 年 1 月，公司因注射用生长抑素部分批次不合格受到监管处罚，鉴于相关处罚金额较小，目前尚未对公司经营影响较小但此事件可能给公司日后相关产品销售及市场口碑带来不利影响。

2．公司部分产品销量波动较大，若未来销量出现大幅下滑，公司业绩可能受到不利影响。

3．公司子公司未能完成业绩承诺，商誉计提大额减值，给公司利润水平带来重大不利影响；若未来其经营业绩仍无法达到预期，公司商誉仍将面临减值风险。

4．公司在建项目所需资金规模较大，存在较大的资金支出压力。

5．公司债务规模增长较快，经营活动现金流状况趋弱，收入实现质量有待提升，期间费用对营业利润侵蚀严重。

分析师

唐玉丽
电话：010-85172818
邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

戴非易
电话：010-85172818
邮箱：daify@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其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

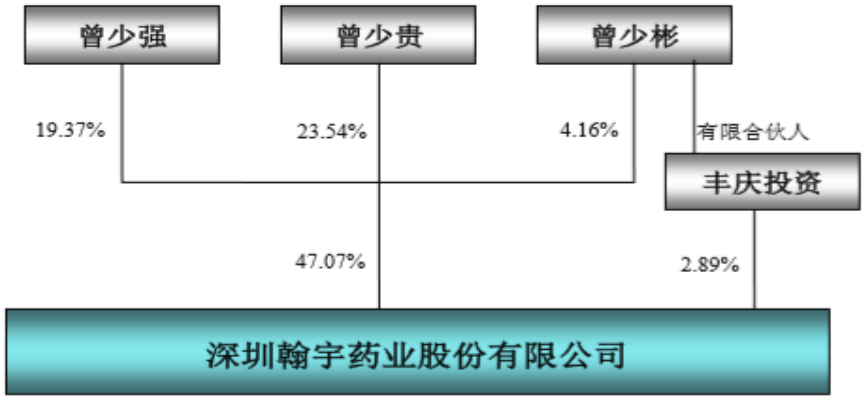
一、主体概况

深圳翰宇药业股份有限公司（以下简称“公司”或“翰宇药业”）前身是成立于 2003 年的深圳市翰宇药业有限公司，由深圳市翰宇生物工程有限公司与曾少强等三名自然人共同出资设立。历经数次增资和股权变更，公司于 2009 年 10 月变更为外商投资股份有限公司，并更为现名。2011 年 3 月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2011]397 号文核准，公司在创业板公开发行 A 股 2,500.00 万股（证券简称：翰宇药业；股票代码：300199.SZ），注册资本变更为 10,000.00 万元。

2015 年 1 月，公司非公开发行 4,500.82 万股，募集资金总额 44,000.00 万元，以支付现金和发行股份方式购买甘肃成纪生物药业有限公司（以下简称“成纪药业”）100%股权，总股本变更为 44,500.82 万股。经资本公积转增股本，截至 2015 年底，公司总股本变更为 89,001.64 万元。2016 年 4 月，公司以每股 23.30 元的发行价格，向广发证券资产管理（广东）有限公司和红土创新基金管理有限公司非公开发行 2,832.62 万股，募集资金 6.45 亿元，公司注册资本变更为 91,834.25 万元。2017 年，公司向袁建成等 56 人授予限制性股票 1,635.00 万股。截至 2018 年底，公司股本为 92,774.20 万股，其中曾少贵、曾少强和曾少彬分别持有公司 23.54%、19.37%和 4.16%的股份，以上三人为兄弟关系，为公司控股股东及实际控制人。

截至 2019 年 6 月 5 日，公司控股股东合计质押 34,396.15 股公司股份，占其所持公司股份的 90.21%。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司共拥有控股子公司 8 家，较 2017 年增加 1 家；公司拥有在职员工 1,059 人；2018 年，公司经营范围及组织结构较上年无变化。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 56.60 亿元，负债总额 22.69 亿元，所有者权益合计 33.92 亿元（无少数股东权益）；2018 年，公司实现营业收入 12.64 亿元，净利润（含少数股东损益）-3.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.96 亿元。

2019 年 1~3 月，公司合并资产总额 54.61 亿元，负债总额 22.46 亿元，所有者权益合计 32.16 亿元（无少数股东权益）；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.93 亿元，净利润 0.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.12 亿元。

注册地址：广东省深圳市南山区高新技术工业园中区翰宇生物医药园办公大楼四层；法定代表人：曾少贵。

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“证监许可［2017］2390”文核准，公司向合格投资者公开发行债券。债券名称为：“深圳翰宇药业股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”（以下简称“本期债券”）。本期债券于 2018 年 11 月 1 日完成发行，债券规模 5.00 亿元，发行票面利率为 6.30%，期限 5 年，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，单利按年计息，不计复利。利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券已于 2018 年 11 月 27 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称：“18 翰宇 02”，债券代码：“112791.SZ”。

本期债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供连带责任保证担保。

截至本报告出具日，本期债券尚未到第一个付息日。

截至 2018 年底，扣除发行费用后，本期债券募集资金已使用 2.80 亿元，用于补充公司流动资金，符合募集说明书中的资金使用用途。

三、行业分析

1. 行业概况

化药行业整体运行方面，2018 年 1~9 月，化学制剂企业实现主营业务收入 6,485.40 亿，同比增长 19.8%，增速比去年同期提高 6.9 个百分点，主要系受一季度流感疫情带来部分企业业绩增长以及“两票制”后“低开转高开”影响；化学制剂企业实现利润总额 915.70 亿，同比增长 9.2%，增速同比去年同期下滑 12.90%，主要是系医保控费、限制辅助用药政策影响以及龙头企业研发投入大幅增加带来的业绩压力所致。

总体看，2018 年，受医药政策影响，化药制剂行业增收不增利。

2. 行业政策

行业政策方面，2018 年，医改仍是影响整个医药行业的关键因素，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类。

表 1　2018 年以来相关医药政策、事件汇总

时间	政策	主要内容	影响
2018 年 4 月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案，鼓励仿制药研发，为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等各方面的支持	可视为仿制药改革的顶层文件，预计未来国产优质仿制药的进口替代”速度有望大幅加快
2018 年 12 月	“4+7”城市集中带量采购的拟中选结果正式公布	31 个通用名药品有 25 个拟中选，成功率 81%。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显著。与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，全部刷新国内最低中标价记录，降价效果明显	预计未来，政府集中采购、统一配送的方式将大大弱化企业销售能力对于仿制药品种的影响，降低企业销售成本，国内仿制药企业将逐渐回归制造业的价值本源
2018 年 12 月	卫健委发布《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》	要求各省卫健委根据辖区内二级以上医疗机构上报的辅助用药目录（按照通用名的年度用药金额由多到少排序形成，原则上不少于 20 个）进行汇总，将排名前 20 的品种信息上报国家卫健委。国家卫健委将制定全国辅助用药目录并公布，明确医疗机构辅助用药范围	预计未来，正常的临床需求不会受到限制辅助用药的影响，而部分治疗效果不明显、大量消耗医保金额的品种陆续退出医疗市场

资料来源：联合评级整理

总体看，2018 年，受医改政策影响，化药行业整体呈现“增收不增利”的运行状况；按照政策导向，预计未来，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

3. 行业关注

（1）行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400～500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，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。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018 年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

（2）研发和创新能力不足

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

（3）一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，随着带量采购落地，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。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

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。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购

拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

总体看，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，预计随着“带量采购”等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. 行业发展

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

四、管理分析

2018年，公司独立董事王菊芳女士因任期届满离任；经公司2018年第三次临时股东大会选举，唐键先生担任第四届董事会独立董事。

总体看，2018年，公司核心管理人员未发生变更，管理制度连续，经营运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事化学合成多肽药物的研发、生产和销售，主要产品包括多肽药物制剂、多肽原料药和客户肽（定制服务）三个系列，其中多肽药物制剂为公司主要产品。2015 年 1 月，公司以现金及发行股份的方式收购成纪药业 100%股权，收购成纪药业后，公司新增药品组合包装产品、器械类产品和固体类产品等医疗器械领域相关产品。2018 年，公司实现营业收入 12.64 亿元，较上年增长 1.46%；实现净利润-3.41 亿元，较上年大幅减少 203.35%，主要系计提商誉减值所致。2018 年，公司主营业务收入占营业收入的 99.00%以上，主营业务十分突出。

表 2 2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
制剂	33,778.59	39.50	76.49	62,169.87	49.89	83.58	72,476.69	57.32	84.36
原料药	12,658.77	14.80	80.12	19,034.94	15.27	79.25	12,568.88	9.94	82.66
客户肽	10,408.79	12.17	90.96	8,402.81	6.74	95.14	20,618.91	16.31	96.74
药品组合包装产品	12,473.99	14.59	70.84	13,378.28	10.73	75.61	9,010.47	7.13	73.84
器械类	15,698.12	18.36	91.93	21,055.99	16.90	93.45	10,479.72	8.29	92.14
固体类	361.90	0.42	-77.26	339.18	0.27	-38.80	545.62	0.43	-27.35
其他业务收入	124.64	0.15	100.00	242.29	0.19	99.96	744.17	0.59	74.68
合计	**85,504.79**	**100.00**	**80.18**	**124,623.35**	**100.00**	**84.21**	**126,444.46**	**100.00**	**85.56**

资料来源：公司年报

从收入构成看，2018 年，公司制剂业务收入为 7.25 亿元，较上年增长 16.58%，主要系公司积极调整销售策略、产品价格提升较大所致；制剂业务作为公司最重要业务板块，收入占营业收

入比重增加至 57.32%。2018 年，公司原料药业务收入为 1.26 亿元，较上年大幅减少 33.97%，主要系客户需求下降，销售量减少所致；原料药业务收入占比下降至 9.94%。2018 年，公司客户肽业务收入为 2.06 亿元，较上年大幅增长 145.38%，主要系客户肽为客户定制的产品，客户需求增加，因此销量增加所致；客户肽收入占比大幅提升至 16.31%。受医疗器械控费影响，2018 年，公司药品组合包装产品销售收入为 0.90 亿元，较上年大幅减少 32.65%，收入占比下降至 7.13%；器械类销售收入为 1.05 亿元，较上年大幅下降 50.23%，收入占比下降至 8.29%。公司固体类收入和其他业务收入规模非常小，对公司收入贡献很有限。

从毛利率水平看，2018 年，公司各业务板块毛利率水平变化不大，综合毛利率较上年小幅提升至 85.56%，仍保持在很高水平。

2019 年 1~3 月，受原料药、器械等市场客户需求减少影响，公司实现营业收入 1.93 亿元，较上年同期减少 28.22%；公司实现净利润 0.52 亿元，较上年同期减少 47.01%。

总体看，2018 年，公司收入规模有所减少，综合毛利率水平很高。

2. 原材料采购

2018年，公司主要原材料采购模式未发生变化。公司目前对使用量、需求量大的物料，如保护氨基酸、西林瓶、胶塞等主要采取集中采购的模式；对于需求频率比较高的物料如试剂、低值易耗品、气体等，主要采取合约采购的模式，通过事先选定合格的供应商，并议定供应价格及交易条件等，以确保物料供应来源，简化采购作业，降低采购成本。

公司营业成本主要由原材料、费用（含折旧）、人工工资构成，其中费用（含折旧）占比较高（约 60.00%），原材料占比较低（约在 30.00%）。

从原材料采购种类看，2018 年，公司前三大原材料分别为胶塞、西林瓶（均属内包材）和 Fmoc-Arg(Pbf)-OH（属于原料）。2018 年，胶塞的采购金额大幅增加至 211.80 万元，主要系 2018 年制剂生产量增加以及为 2019 年生产备货导致采购胶塞数量增加所致；西林瓶的采购金额为 508.31 万元，较上年变化不大；Fmoc-Arg(Pbf)-OH 采购金额大幅增长至 105.77 万元，主要系生产需求加大、采购量增加所致。2018 年，公司前三大原材料采购单价较上年变化不大。

表 3 2016~2018 年公司主要原材料采购情况（单位：万元、）

原材料名称	均价单位	2016 年		2017 年		2018 年	
		采购金额	均价	采购金额	均价	采购金额	均价
胶塞	元/只	98.72	0.09	94.17	0.09	211.80	0.10
西林瓶	元/只	331.01	0.27	503.27	0.26	508.31	0.27
Fmoc-Arg(Pbf)-OH	元/克	46.90	3.90	20.92	3.74	105.77	3.85

资料来源：公司提供

从采购集中度看，2018年，前五名供应商采购额为4,071.03万元，占年度采购总额34.84%；前五名供应商采购额中无关联方采购。

总体看，2018年，公司主要原材料采购数量增加，采购均价较为稳定，有利于公司控制成本；公司原材料采购的集中度仍较高。

3. 产销情况

2018 年，公司仍然采用“以销定产”的生产模式。

产量方面，公司产品以销定产，产量主要受销量影响。2018 年，公司制剂产品产能保持稳定，

产量增加至 1,687.37 万支，产能利用率提升至 30.13%，但仍处于较低水平；客户肽产量大幅增加 110.49%至 33,379.92 克，主要系销售需求增加所致；原料药产量大幅减少 50.43%至 22,743.70 克，主要系销售需求下降所致；受国家取消耗材加成政策影响，药品组合包装产品和器械类产品产量分别大幅减少 36.92%和 34.96%至 334.78 万盒及 170.42 万支。

表 4　2016~2018 年公司主要产品的产能、产量、产能利用率、销量、产销率情况

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
制剂	产能（万支）	5,600.00	5,600.00	5,600.00
	产量（万支）	1,386.94	1,526.55	1,687.37
	产能利用率（%）	24.77	27.26	30.13
	销量（万支）	1,405.14	1,663.15	1,679.59
	产销率（%）	101.31	108.95	99.54
客户肽	产量（克）	27,621.98	15,858.50	33,379.92
	销量（克）	23,832.63	15,848.05	33,340.39
	产销率（%）	86.28	99.93	99.88
原料药	产量（克）	31,275.15	45,881.48	22,743.70
	销量（克）	24,260.88	30,348.42	10,697.24
	产销率（%）	77.57	66.15	47.03
药品组合包装产品	产量（万盒）	474.33	530.70	334.78
	销量（万盒）	485.16	526.58	350.76
	产销率（%）	102.28	99.22	104.77
器械类	产量（万支）	150.79	262.04	170.42
	销量（万支）	141.35	214.20	120.65
	产销率（%）	93.74	81.74	70.80

资料来源：公司提供

注：除制剂以外，公司其他产品无法提供产能数据。

产品销量方面，2018 年，公司制剂产品销量小幅增加 0.99%至 1,679.59 万支；客户肽销量大幅增加 110.38%至 33,340.39 克；原料药销量大幅减少 64.75%至 10,697.24 克；药品组合包装产品和器械类产品的销量分别减少 32.62%和 43.67%至 350.76 万盒和 120.65 万支。

产销率方面，2018年，制剂产品和客户肽产销率处于较高水平，分别为99.54%和99.88%；受客户需求下降影响，原料药产销率下降至47.03%，处于较低水平。由于成纪药业采用“以销定产”的方式生产，产销水平较高，2018年，药品组合包装产品产销率为104.77%；受国家取消耗材加成政策影响，器械类产品产销率较2017年有所下滑至70.80%。

从主要产品销售价格来看，2018 年，受两票制影响，除注射用特利加压素外，其他主要制剂类产品销售价格均有所增长；受医保控费、二次议价影响，注射用特利加压素价格下降 12.19%至 232.03 元/盒；由于客户肽主要系定制化产品，每年价格变动较大，2018 年客户肽销售价格增长 16.60%至 6.18 元/盒；2018 年，原料药销售价格大幅增长 87.40%至 11.75 元/毫克；药品组合包装产品销售价格变化不大；受国家取消耗材加成政策影响，器械类产品销售价格下降 11.64%至 86.86 元/支。

表 5　2016~2018 年公司主要产品销售价格变动情况

主要产品	单位	2016 年		2017 年		2018 年	
		价格	销售收入（万元）	价格	销售收入（万元）	价格	销售收入（万元）
注射用胸腺五肽	元/支	10.22	3,927.95	37.61	11,766.67	44.41	14,675.97
注射用生长抑素	元/支	24.11	8,706.18	35.71	18,894.11	41.53	23,919.20
醋酸去氨加压素注射液	元/支	8.02	2,458.10	17.03	5,283.16	23.06	5,765.40
注射用特利加压素	元/支	300.20	13,917.96	264.25	21,224.74	232.03	19,447.70
客户肽	元/毫克	4.37	10,408.79	5.30	8,402.81	6.18	20,618.91
原料药	元/毫克	5.22	12,658.77	6.27	19,034.94	11.75	12,568.88
药品组合包装产品	元/盒	25.71	12,473.99	25.41	13,378.28	25.69	9,010.47
器械类	元/支	111.06	15,698.12	98.30	21,055.99	86.86	10,479.72

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：销售价格均为不含税价格。

客户集中度方面，2015~2018 年，公司前五名客户销售额为 3.62 亿元，合计占销售总额的比重为 28.61%，集中度一般。

总体看，2018 年，公司制剂和客户肽产销量总体增加，销售价格上涨；原料药产销量大幅下降，但销售价格有所增长；药品组合包装产销量大幅下降，但销售价格保持稳定；器械类产品量价齐跌；公司客户集中度一般。

4. 重大事项

（1）因注射用生长抑素部分批次不合格受到监管处罚

根据公司于 2019 年 4 月 15 日发布的《关于行政处罚决定的公告》，经深圳市市场稽查局（以下简称“稽查局”）认定，公司生产的药品“注射用生长抑素”（批号：1123161204，规格：2mg）其“含量测定”项目不符合《中国药典》的标准要求，药典标准规定其含量应为“标示量的 90.0-110.0%”，但该批次产品含量被检出超出上限（最高的为 111.8%，最低的为 110.6%），违反了《中华人民共和国药品管理法》有关规定，对此稽查局对公司做出了如下决定：没收召回封存的“注射用生长抑素”（批号：1123161204）1,040 支；没收销售所得人民币 4,960,094.21 元；处以货值金额一倍罚款人民币 5,037,770.4 元（以上合计人民币 9,997,864.61 元）。公司已于 2019 年 4 月 10 日根据相关通知缴纳相应罚金。鉴于相关处罚金额较小，目前尚未对公司经营影响较小。

总体看，目前公司此次含量测定不合格事件涉罚金额不大，公对公司生产经营影响较小，但此事件可能给公司日后相关产品销售及市场口碑带来不利影响。

（2）深圳证券交易所问询

2019 年 5 月 13 日，深圳证券交易所向公司发出问询函，要求公司针对 2018 年年报中存在的大额计提商誉减值和坏账准备等情况予以补充说明。2019 年 5 月 19 日，公司已就深圳证券交易所问询予以答复。

5. 在建工程

截至 2018 年底，公司重大在建工程总投资额 14.45 亿元，预计未来仍需投入 9.58 亿元。其中，翰宇武汉生物医药生产基地项目预计于 2021 年完工；翰宇创新产业大楼项目预计于 2020 年完工。

表 6　截至 2018 年底公司重大在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	投资总额	累计投入金额	尚需投资	工程进度	资金来源
翰宇武汉生物医药生产基地项目	9.1	3.74	5.36	41.10	项目贷款、自筹资金
翰宇创新产业大楼项目	5.35	1.13	4.22	21.06	项目贷款、自筹资金
合计	**14.45**	**4.87**	**9.58**	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：翰宇武汉生物医药生产基地项目和翰宇创新产业大楼项目披露的预算数，均不包括项目相关的土地使用权出让金及契税等。

总体看，公司重大在建项目未来尚需投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

6. 经营关注

（1）商誉减值和业务整合风险

公司通过非公开发行股份并支付现金购买取得成纪药业，开始涉足医疗器械领域。2017~2018 年，受国家医改政策变化、完善质量体系、扩大产能、市场准入等原因影响，成纪药业未能完成业绩承诺，公司累计对合并成纪药业形成的商誉计提了商誉减值 5.95 亿元，对净利润产生了严重不利影响，公司面临业务整合与商誉持续减值的风险。

（2）产品销量不稳定风险

公司产品销量受市场需求以及政策影响有所波动，其中，客户肽作为定制化产品，下游客户需求不稳定，业绩波动性较大。

（3）药品降价风险

目前，我国处于深化医疗体制改革的进程中，相关政策法规体系的逐步制定和不断完善，将进一步促进我国医药市场有序、健康地发展。面对“两票制”、“营改增”、药占比、医药控费等政策形势的急剧变化，药品价格下行压力明显，行业监管趋严，整个医药行业处于保持整体向上的缓慢发展阶段。若公司对于药品降价政策应对不当，未能抓住价格下降、市场规模扩大带来的市场机遇，有效扩大销售规模，将会影响公司的盈利水平。

（4）产品质量风险

公司因个别批次产品质量不合格受到监管处罚，可能给公司未来经营带来不利影响。

（5）在建项目资金支出压力较大

截至 2018 年底，公司重大在建项目预计仍需投资规模较大。考虑到公司经营活动现金流无法满足未来项目开发投资需求，公司未来外部融资需求较大。

7. 未来发展

面对行业、政策趋势，业务经营、企业管理、产品开发等风险，未来，公司将积极加强研发项目管理工作，持续加大研发力度，集中推进核心药物的上市进展，积极拓展国内销售布局，强化风险应对能力。同时，公司将继续推进国际注册工作，在持续开发非规范市场的同时，加强美欧等规范市场注册与市场拓展工作，提升国际市场竞争实力。此外，公司将不断提升研发软硬件实力，并注重知识产权和核心技术的整理和保护，进一步强化在研发方面的核心竞争力。

总体看，公司未来发展战略清晰，有利于提高公司的整体竞争力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度财务报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；公司 2019 年一季度数据未经审计。2018 年 6 月 15 日，财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）（以下简称“《修订通知》”），对一般企业财务报表格式进行了修订。根据上述会计准则的要求，公司对会计政策相关内容进行了相应调整。

2018 年，公司共拥有控股子公司 8 家，较 2017 年增加 1 家，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 56.60 亿元，负债总额 22.69 亿元，所有者权益合计 33.92 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 33.92 亿元；2018 年，公司实现营业收入 12.64 亿元，净利润（含少数股东损益）-3.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.96 亿元。

2019 年 1~3 月，公司合并资产总额 54.61 亿元，负债总额 22.46 亿元，所有者权益合计 32.16 亿元（无少数股东权益）；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.93 亿元，净利润 0.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.12 亿元。

2. 资产及负债结构

（1）资产

截至 2018 年底，公司合并资产总额 56.60 亿元，较年初增长 6.84%，主要系流动资产的增加所致，其中流动资产和非流动资产占比分别为 53.38%和 46.62%，流动资产占比较上年提高 4.33 个百分点，资产构成较为均衡。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 30.21 亿元，较年初增长 16.27%，主要系货币资金和应收账款增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 51.77%）和应收账款（占比 40.77%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 15.64 亿元，较年初增长 23.32%，主要系贷款增加所致，其中银行存款占比超过 99.99%，公司货币资金不存在质押、冻结，或有潜在收回风险的款项。

截至 2018 年底，公司应收账款为 12.32 亿元，较年初增长 13.67%，主要系海外客户处于制剂产品注册申报阶段，公司出于长远商务合作考虑对客户给予相对宽松销售政策和较长的信用政策所致；公司应收账款计提坏账准备 1.03 亿元，计提比例 7.73%；从账龄看，一年以内的应收账款占比 62.64%；前五名应收账款年末账面价值为 6.04 亿元，占比 49.06%，集中度较高。

非流动资产方面，截至 2018 年底，公司非流动资产合计 26.39 亿元，较年初减少 2.24%，主要系商誉减少所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 29.25%）、在建工程（占 21.07%）、无形资产（占 11.65%）和商誉（占 13.02%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 7.72 亿元，较年初减少 3.93%，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 59.06%）和机器设备（占 36.80%）构成，累计计提折旧 3.56 亿元，固定资产成新率 68.41%，成新率一般；公司在建工程为 5.56 亿元，较年初增长 116.91%，主要系对翰宇武汉生物医药生产基地项目追加投资所致；公司无形资产账面价值为 3.07 亿元，较年初减少 7.14%，主要系累计摊销增加所致，公司无形资产主要由土地使用权（占 73.49%）、专利技术权（占 3.97%）和药品文号（占 16.00%）构成，累计摊销 1.62 亿元；公司商誉余额为 3.44 亿元，较年初减少 60.62%，主要系计提商誉减值准备所致，根据《会计准则第 8 号—资产减值》的相关规定，公司计提甘肃

成纪生物药业有限公司 5.29 亿元商誉减值准备，未来，若甘肃成纪生物药业有限公司经营业绩不见好转，公司商誉存在进一步减值风险。

截至 2018 年底，公司受限资产主要为在建工程、无形资产和固定资产合计 7.74 亿元，占期末总资产的比例为 13.67%，受限比例较低。

表 7　截至 2018 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	余额	受限原因
在建工程（在安装设备、建筑工程）	3.29	抵押担保借款
无形资产（土地使用权）	1.85	抵押担保借款
无形资产（土地使用权）	0.10	抵押反担保
固定资产（房屋建筑物）	2.49	抵押反担保
合计	**7.74**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 54.61 亿元，其中流动资产占比 51.06%，非流动资产占比 48.94%。

总体看，2018 年底，公司资产规模有所增加，受货币资金及应收账款增长的影响，流动资产占比提升，公司商誉计提减值规模较大，，公司整体资产质量尚可。

（2）负债

截至 2018 年底，公司负债合计为 22.69 亿元，较年初增长 60.53%，其中流动负债和非流动负债分别占 36.67%和 63.33%，公司负债由以流动负债为主转为非流动负债为主，主要系长期借款增加所致。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 8.32 亿元，较年初减少 3.82%，流动负债主要以短期借款（占 49.16%）和其他应付款（占 26.08%）构成。截至 2018 年底，公司短期借款合计 4.09 亿元，较年初增长 27.89%，主要系公司增加借款所致；公司其他应付账合计 2.17 亿元，较年初增加 5.03%，变化不大，主要系公司本期增加行政处罚所致。2019 年 1 月 9 日，公司收到深圳市市场稽查局的《行政处罚决定书》，因公司生产的批号为 1123161204 的注射用生长抑素项目不符合要求，被处罚 999.79 万元。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 14.37 亿元，较年初增加 162.09%，主要是系长期借款和应付债券增加所致。截至 2018 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 59.19%）和应付债券（占 34.63%）构成，公司长期借款余额为 8.50 亿元，较年初增长 232.48%，主要系公司在授信额度内增加上海银行和中国银行借款所致；公司应付债券余额为 4.98 亿元，增长 149.70%，主要系公司新发行公司债券“18 翰宇 02”所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 17.68 亿元，较年初增长 128.15%，主要系长期借款和应付债券增加所致；公司资产负债率为 40.08%，较年初上升 13.41 个百分点；公司全部债务资本化比率为 34.26%，较年初上升 17.63 个百分点；公司长期债务资本化比率为 28.44%，较年初上升 17.96 个百分点。公司债务规模大幅增长，整体债务负担大幅加重，但仍在合理范围内。

截至 2019 年 3 月底，公司负债 22.46 亿元，较年初下降 1.01%，其中流动负债占比 34.23%，非流动负债占比 65.77%，负债结构较年初变化不大，仍然以非流动负债为主。公司全部债务合计 18.51 亿元，较年初增长 4.73%，主要系短期借款增加所致，债务结构以长期债务占比为主，整体债务负担较年初变化不大。

总体看，2018 年底，由于借入长短期借款和发行公司债券，公司负债规模大幅增长，整体债

务负担大幅加重。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 33.92 亿元，全部为归属于母公司所有者权益，较年初减少 12.69%，主要系计提商誉减值导致净利润减少所致；其中，股本占 27.35%，资本公积占 53.02%，其他综合收益占比 1.18%，盈余公积占 1.67%，未分配利润占 19.60%；公司资本公积占比较高，其中资本公积由股本和资本公积构成，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 32.16 亿元，较年初减少 5.19%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，受商誉减值影响影响，公司所有者权益有所下降，以股本和资本公积为主，所有者权益较为稳定。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 12.64 亿元，较上年增长 1.46%，主要系制剂和客户肽的销售收入持续增长所致；公司营业成本 1.83 亿元，较上年减少 7.25%；公司实现净利润-3.41 亿元，较上年减少 203.35%，主要系成纪药业计提商誉减值所致。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计为 8.62 亿元，较上年增长 19.71%；其中销售费用为 6.04 亿元，较上年增长 47.81%，主要系公司会务费、咨询费和市场推广费等支出大幅增加所致；管理费用为 1.54 亿元，较上年减少 25.12%，主要系咨询费大幅增加所致；研发费用为 0.95 亿元；财务费用为 0.09 亿元，较上年减少 44.78%，主要系本期利息收入大幅增加所致。2018 年，公司费用收入比为 68.16%，较上年上升 10.39 个百分点，期间费用控制能力较上年大幅下降，公司期间费用对利润侵蚀严重。

2018 年，公司投资收益 0.06 亿元，较上年增长 1,425.48%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致，对公司营业利润存在一定影响。

2018 年，公司其他收益为 0.33 亿元，较上年增长 101.23%，主要系公司收到的政府补助，对公司营业利润影响较大。

2018 年，公司计提商誉减值 5.29 亿元，受此影响，实现净利润-3.41 亿元，导致盈利指标大幅下滑，其中，总资本收益率为-6.17%，较上年下滑 12.30 个百分点；总资产报酬率为-5.40%，较上年下滑 11.28 个百分点；净资产收益率分别为-9.37%，较上年下滑 15.78 个百分点。

2019 年 1~3 月，受原料药、器械等市场客户需求减少影响，公司实现营业收入 1.93 亿元，较上年同期下降 28.22%，公司实现净利润 0.52 亿元，较上年同期下降 47.01%。

总体看，2018 年，公司营业收入小幅增长，但由于受计提商誉减值和期间费用侵蚀影响，公司盈利能力大幅下降。

4. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 12.08 亿元，较上年增长 12.79%，主要系公司销售规模增长所致；公司经营活动产生的现金流出为 11.61 亿元，较上年增长 35.43%，主要系销售费用增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 0.47 亿元，较上年减少 78.01%。从收入质量上看，2018 年，公司的现金收入比为 88.33%，较上年变化不大，收入实现质量一般。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 0.06 亿元，较上年增长 1,644.65%，主要

系处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金流入所致；公司投资活动现金流出为 4.26 亿元，较上年增长 90.15%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金流量净额为-4.20 亿元，净流出规模有所增长。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 17.53 亿元，较上年增长 134.84%，主要系增加银行借款和发行债券所致；公司筹资活动现金流出为 10.99 亿元，较上年增长 224.47%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，筹资活动现金流量净额为 6.55 亿元，较上年增长 60.43%，净流入规模加大。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净流入为 0.07 亿元，较上年同期减少 92.44%，主要系预付临床实验费增加所致；投资活动产生的现金净流出为 0.76 亿元，较上年同期减少 26.72%；筹资活动产生的现金净流出 2.40 亿元，较上年同期减少 148.04%，主要系借款的减少和股份回购所致；现金及现金等价物净增加额-3.12 亿元，较上年同期减少 158.59%，主要系偿还借款和股份回购所致。

总体看，2018年，公司经营活动产生的现金净流入规模大幅减少，收入实现质量一般；投资活动现金净流出规模增长，公司对外筹资压力大幅增加。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动资产增加、流动负债减少影响，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 3.00 倍上升至 3.63 倍；速动比率由年初的 2.84 倍上升至 3.44 倍。受经营活动现金流量净额大幅减少的影响，2018 年，公司经营现金流动负债比率由年初的 24.71%下降到 5.65%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力大幅下降。截至 2018 年底，公司现金短期债务比由年初的 4.11 倍下降至 3.74 倍，现金类资产对短期债务保护能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力有所减弱。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为-1.95 亿元，较年初减少 150.37%，主要系利润总额为负所致。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由年初 14.28 倍下降至-2.76 倍，EBITDA 对利息的保障能力弱；EBITDA 全部债务比由年初的 0.62 倍下降至-0.11 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力较弱。整体看，公司长期偿债能力大幅下降。

截至 2018 年底，公司作为原告方的未决诉讼涉案总金额为 0.49 亿元，目前该诉讼处于二审审理状态。

截至 2018 年底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年底，公司获得银行综合授信 23.55 亿元，未使用额度 10.85 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据代码为 G1044030500382610I 的人民银行征信报告，截至 2019 年 5 月 5 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，2018 年，公司长短期偿债能力指标趋弱。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（货币资金、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）为12.53亿元，约为“18翰宇02”债券本金合计（5.00亿元）的2.51倍；净资产为32.16亿元，约为“18翰宇02”债券本金合计（5.00亿元）的6.43倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18翰宇02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为-1.95亿元，约为债券本金合计（5.00亿元）的-0.39倍，公司EBITDA对“18翰宇02”债券本金不足以覆盖。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入12.08亿元，约为债券本金合计（5.00亿元）的2.42倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，考虑到公司在产品种类以及市场渠道等方面具备的竞争优势，以及未使用授信额度较大，过往债务履约情况良好等情况，公司对“18翰宇02”的偿还能力仍属很强。

八、债权保护条款分析

“18翰宇02”由高新投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，高新投的经营状况对“18翰宇02”的到期偿付具有较大的影响。

1. 担保人信用分析

（1）高新投概况

高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。2004 年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新投术投资担保有限公司”，2011 年更为现名。高新投历经数次增资扩股，2018 年 9 月末股本增至 72.77 亿元；深圳投控持有高新投 41.80%股权，为高新投控股股东，深圳市人民政府通过深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有高新投 68.11%的股权，为高新投实际控制人。

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

截至 2017 年末，高新投资产总额 134.70 亿元，所有者权益 111.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 111.96 亿元；2017 年，高新投实现营业总收入 15.05 亿元，其中担保业务收入 7.23 亿元，实现净利润 8.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.35 亿元；现金及现金等价物净增加 19.75 亿元，期末现金及现金等价物余额 30.14 亿元。

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

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

（2）经营分析

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

担保业务

担保业务概况

高新投担保业务包括银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务，金融产品担保主要包括保本基金担保和债券担保业务。

2015~2017 年，高新投担保业务规模波动较大，2016 年，债券市场发行情况较好，高新投积极推进债券担保、保本基金担保业务，受此影响，高新投担保业务发生额大幅增长，金额为 982.39 亿元，2017 年受保本基金担保业务政策调整以及债券发行市场不景气等综合影响，高新投担保业务发生额大幅下降，金额为 489.10 亿元，受上述因素影响，高新投期末担保责任余额亦有所波动，2015~2017 年末，高新投期末担保责任余额分别为 519.45 亿元、1,167.05 亿元和 974.22 亿元，年均复合增长率为 36.95%；2015~2017 年末，高新投在保户数分别为 2,610 户、2,573 户和 2,751 户。高新投担保业务存量业务以金融产品担保和保证担保业务为主，截至 2017 年末，保证担保期末担保余额和金融产品担保期末担保责任余额分别 352.90 亿元和 565.52 亿元，占比分别为 36.22%和 58.05%。融资性担保放大倍数方面，2015~2017 年末，高新投融资性担保放大倍数分别为 2.32 倍、11.92 倍和 5.55 倍，2017 年受所担保的保本基金规模大幅下降影响以及股东增资的综合影响，高新投融资性担保放大倍数有所下降。

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

总体看，近年来受保本基金政策调整及债券发行市场行情变动影响，高新投担保业务规模有所波动，但高新投担保业务仍以保证担保及金融产品担保为主。

银行融资性担保业务

近年来，随着宏观经济下行压力持续，银行融资性担保风险逐渐累积加大，高新投不断调整担保业务结构，2016 年控制存在较大风险的银行融资担保业务规模，导致银行融资性担保业务规模有所下降，2017 年高新投与鹏金所合作，导致银行融资性担保业务短期内发生额大幅增加。2015~2017 年末，高新投银行融资性担保责任余额分别为 48.95 亿元、54.53 亿元和 55.80 亿元，年均复合增长 6.77%，同期，占期末担保责任余额比重分别为 9.42%、4.67%和 5.98%，占比有所波动。

从业务渠道来看，高新投银行融资性担保客户主要来源于合作银行，在合作条件方面，高新投无需向所有合作银行缴纳保证金，截至 2018 年 9 月末，高新投已与中国银行、平安银行等 21 家银行建立合作关系，累计获得银行授信额度 700 亿元。高新投针对银行融资性担保视企业经营情况，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、保证金、个人及法人保证等。

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

从担保期限组合期限来看，2015~2018 年 9 月末，高新投银行融资性担保业务担保余额期限 1 年以内的占比分别为 86.84%、89.88%、90.11%和 94.33%，占比逐年提升。

从区域来看，高新投银行融资性担保业务全部集中在深圳市，区域集中度很高，存在较高区

域集中度风险。

截至 2018 年 9 月末，高新投累计发生银行融资性担保违约 50 笔，累计代偿 2.34 亿元，累计代偿率为 0.20%，累计收回金额 1.36 亿元，累计代偿回收率 58.12%，高新投银行融资性担保累计代偿率较低，代偿回收率尚可。

总体看，2016 年高新投融资性担保业务规模大幅上升，随后业务规模保持小幅下降趋势；高新投银行融资性担保区域、期限分布较为集中，存在一定的集中度风险，整体代偿水平较低。

保证担保业务

保证担保业务主要包括工程担保和诉讼保全担保。高新投保证担保业务由子公司高新投保证担保负责运营。高新投是国内较早开展工程担保业务的担保公司，目前高新投保证担保已在北京、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 31 个办事处，基本完成全国性战略布局，有一定的客户积累。高新投主要通过由深圳地区合作银行代高新投出具保函（高新投对银行保函提供反担保）的方式开展保证担保业务，在上述模式下，高新投业务规模受银行给予的保函授信额度影响较大，同时银行手续费也降低了高新投的盈利空间。高新投保证担保客户以施工类企业为主，一般具有总承包或专业承包二级以上资质。项目主要通过工程招标网、遍布全国的销售网络、建筑行业协会和实地造访等渠道获得，高新投采取遍布全国的销售网络、加大品牌及售后服务的推广，多年的业务开展积累了稳定的客户群，目前，高新投保证担保项目来源渠道较为稳定。针对保证担保，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。

高新投适当控制保证担保业务规模以防范风险，收缩保证担保业务规模，2015~2018 年 1~9 月年，高新投保证担保业务发生额分别为 302.69 亿元、264.89 亿元、267.00 亿元和 212.91 亿元，2016 年高新投保证担保业务有所收缩，2017 年有小幅上升，但较 2015 年亦有所下降。2015~2018 年 9 月末，高新投保证担保责任担保余额分别 370.88 亿元、385.44 亿元、352.90 亿元和 383.97 亿元。截至 2018 年 9 月末，累计代偿率 0.03%，累计代偿回收率为 19.12%。

截至 2018 年 9 月末，高新投保证担保业务前十大客户在保责任余额为 31.27 亿元，占期末保证担保责任余额的比例为 8.14%，客户集中度较低。

从担保期期限来看，1 年以内的保证担保责任余额占比为 32.20%，1~2 年的保证担保责任余额占比为 37.60%，2~3 年的保证担保责任余额占比为 20.30%。

从区域分布来看，2018 年 1~9 月，高新投新增保证担保业务主要集中在华东地区和华南地区，占比分别为 33.00%和 32.00%。

总体看，近年来，高新投主动收缩保证担保业务规模，业务规模整体呈收缩趋势；同时，联合评级也关注到其保证担保已出现代偿，高新投存在一定规模的保证担保业务，随着经济形势下行，需持续关注其保证担保代偿风险。

委托贷款业务

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

自有资金委托贷款

高新投自有资金委托贷款客户主要选择高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司个人股东、融资担保业务中小企业客户、保证担保业务的施工类企业客户等，基于历史合作记录，高新投对贷款对象情况有较为充分的了解。为了更好的实现信息对称，高新投一般只针对合作达

到两年以上且已解保的融资性担保业务客户提供委托贷款。为了更好的控制高新投委托贷款业务风险，高新投要求委托贷款借款人提供房产抵押、保证金、存单质押、汇票质押、法人保证等担保措施。高新投委托贷款业务金额通常介于500.00万元至30,000万元之间，期限一般在1年以内。2015~2018年9月末，高新投委托贷款余额分别为36.66亿元、50.30亿元、83.99亿元和100.32亿元，业务规模持续增长。2015年~2018年1~9月，高新投自有资金委托贷款业务实现利息净收入分别为3.81亿元、4.09亿元、6.13亿元和5.63亿元，同期，高新投自有资金委托贷款不良率分别为0.17%、0.19%、0.99%和9.87%，2018年以来高新投自有资金委托贷款不良率大幅上升，主要是自有资金发放给上市公司股东或实际控制人，受股市震荡影响，抵质押的股票变现能力变弱，借款人出现流动性问题，导致不良率大幅上升。

截至2018年9月末，高新投前十大委托贷款客户合计金额10.00亿元，占委托贷款余额的9.97%，客户集中度较低，其中单一最大委托贷款余额为1.00亿元；高新投前十大委托贷款对象包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用由自然人所持上市公司股票质押或由企业股东提供无限连带责任保证担保等反担保措施降低信用风险。

政府专项资金委托贷款

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，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，高新投收取管理费收入，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予高新投 2.00%的风险补偿，高新投承担剩余风险。

2015~2018年9月末，高新投政府专项委托资金余额分别为11.10亿元、7.00亿元、9.60亿元和7.28亿元，2015~2017年分别实现管理费收入分别为448万元、876万元和537万元。

2018年股市震动，深圳市民营上市公司股票质押率偏高，受股市震荡影响，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，目前高新投已获得专项资金50亿元，由深圳市政府建立援助企业名单，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。

总体看，高新投委托贷款业务稳定增长，收入水平大幅上升；同时，联合评级也关注到高新投自有资金委托贷款不良率较高，随着经济形势下行压力加大，需持续关注其委托贷款违约风险。

（3）财务分析

高新投提供了2015~2017年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对2015~2016年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对2017年财务报表进行了审计，2015年和2016年会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告，2017年会计师事务所出具了无保留意见的审计报告，高新投提供的2018年1~9月财务报表未经审计。2016年，高新投无新纳入合并范围的子公司，2017年高新投新纳入合并范围的子公司1家，考虑到纳入合并范围的子公司规模较小，高新投近三年数据可比性较强，截至2017年末，高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共7家。

资本结构

高新投日常运营的资金主要来源于股东注册的资本金以及日常利润留存。为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投通过资本公积转增注册资本及股东增资等方式补充资本。2015~2017年末，高新投所有者权益年均复合增长32.30%，截至2017年末，高新投股东权益合

计 111.96 亿元，较上年末增长 70.69%，主要是股东对高新投增资 40 亿元所致，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.95%，在归属于母公司的所有者权益中股本 72.77 亿元，资本公积 15.78 亿元，未分配利润 18.25 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 65.03%、14.10%、16.31%，其中实收资本和资本公积合计占比较高，高新投所有者权益稳定性较好。

近年来，高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势，2015~2017 年末，高新投负债总额年均复合增长 12.19%。截至 2017 年末，高新投负债总额为 22.73 亿元，较上年末增长 69.78%，主要是新增短期借款和专项应付款的增加所致。其中，担保赔偿准备金余额 3.01 亿元，短期责任准备金余额 0.51 亿元，两者合计占负债总额的 15.47%；专项应付款余额 9.60 亿元，占负债总额的 42.23%，为与政府合作的专项基金委托贷款；2017 年高新投新增短期借款 5.55 亿元，占负债总额的 24.41%，其中 4.05 亿元为信用借款，其余为保证借款。2015~2017 年末，高新投实际资产负债率分别为 18.87%、13.11%和 14.24%，呈波动下降趋势，高新投实际的债务负担较轻。

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

总体看，近年来，受股东增资影响，高新投资本实力不断增强；负债规模有所波动，2018 年受新增长期借款影响，高新投负债率水平大幅提升。

资产质量

2015~2017 年末，高新投资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长 28.15%。截至 2017 年末，高新投资产总额 134.70 亿元，较上年末增长 70.53%，主要是随着股东资本金的逐步到位，高新投发放委托贷款及垫款及货币资金的增加所致，高新投资产主要由货币资金（占比 23.37%）以及发放委托贷款和垫款（占比 67.36%）构成。

2015~2017 年末，高新投发放委托贷款及垫款呈持续增长趋势，年均复合增长 34.71%，截至 2017 年末，高新投发放委托贷款和垫款净额 90.73 亿元，较上年末增长 58.83%，主要是 2017 年以来随着增资扩股资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显；其中，委托贷款净额 82.34 亿元，包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元，高新投委托贷款已计提减值准备 0.60 亿元，计提充分，截至 2017 年末高新投未对华昌达项目和汉柏科技项目计提坏账准备，考虑到上述项目存在一定的信用风险，未来存在代偿的可能性，需对高新投发放贷款及垫款减值计提情况保持持续关注。截至 2017 年末，高新投自有资金委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%，小额贷款业务的不良贷款率为 0.13%，资产质量良好。2015~2017 年末，高新投货币资金呈波动上升趋势，年均复合增长 20.55%，2016 年受归还财政资金及发放贷款影响，高新投货币资金大幅下降 49.93%至 10.38 亿元，截至 2017 年末，高新投货币资金 30.14 亿元，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。

截至 2018 年 9 月末，高新投资产总额 196.15 亿元，较上年末增长 45.62%，主要系发放的贷款及委托贷款的增加以及新增买入返售金融资产所致；高新投资产主要由货币资金（占比 12.68%）、发放的委托贷款及垫款（占比 58.61%）、买入返售金融资产（占比 21.41%）构成。截至 2018 年 9 月末，高新投货币资金 24.87 亿元，较上年末减少 17.46%，主要是委托贷款业务资金发放规模增

加所致；发放的委托贷款及垫款 114.97 亿元，较上年末增长 26.71%，主要是高新投增资后扩大委托贷款发放规模所致，高新投已计提减值准备 0.61 亿元，与上年基本持平，需对委托贷款业务资产质量保持持续关注；高新投新增 42.00 亿元买入返售金融资产，主要是股东增资后，高新投利用资金所购买的银行理财产品。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；高新投委托贷款规模较大，委托贷款业务不良率大幅上升，面临一定的信用风险和市场风险。

盈利能力

近年来，高新投受担保业务规模扩大的影响，营业总收入规模呈稳定增长态势，2015~2017 年，高新投营业总收入年均复合增长 26.95%。2017 年实现营业总收入 15.05 亿元，同比增长 36.75%，高新投营业总收入主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入，2015~2017 年，高新投担保业务收入贡献度分别为 52.89%、48.15%和 48.03%。2015~2017 年，高新投投资收益呈波动下降趋势，年均复合下降 26.80%，2017 年实现投资收益 0.87 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益，同比减少 49.52%，主要是出售股票收益大幅下降所致。

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势，2015~2017 年，高新投营业总成本年均复合增长 31.07%。2017 年，高新投营业总成本 4.82 亿元，同比增长 50.04%；其中营业成本 3.29 亿元，以担保业务支出为主，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。2015~2017 年，营业利润率分别为 87.38%、86.51%和 73.77%，亦呈下降趋势，主要是高新投保证担保业务支出规模的增加所致。

2015~2017 年，高新投净利润呈持续上升趋势，年均复合增长 17.31%。2017 年，高新投实现净利润 8.35 亿元，同比增长 17.79%。2015~2017 年，高新投平均净资产收益率分别为 12.31%、10.94%和 12.24%，平均总资产收益率分别为 7.46%、7.54%和 6.63%。近年来受股东增资影响，高新投净资产收益率呈下降趋势，高新投盈利能力指标表现仍处于较好水平。赔付情况方面，2015~2017 年，高新投担保赔付率分别为 18.42%、16.23%和 0.55%，2017 年当期代偿规模大幅下降，导致赔付率水平大幅下降。

表 8　高新投盈利能力相关指标（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
营业总收入	9.34	11.01	15.05	13.49
营业总成本	2.80	3.21	4.82	2.76
投资收益	1.62	1.72	0.87	0.50
营业利润	8.16	9.52	11.10	11.23
利润总额	8.17	9.52	11.09	11.23
净利润	6.07	7.09	8.35	8.62
营业利润率	87.38	86.51	73.77	83.25
平均净资产收益率	12.31	10.94	12.24	7.59
平均总资产收益率	7.46	7.54	6.63	5.03
担保收入对收入的贡献率	52.89	48.15	48.03	37.80
担保赔付率	18.42	16.23	0.55	3.33

资料来源：高新投审计报告以及 2018 年 1~9 月合并财务报表，联合评级整理。

2018 年 1~9 月，高新投实现营业总收入 13.49 亿元，净利润 8.62 亿元，同比增长 15.00%和 16.80%，主要是委托贷款业务规模扩大，带动收入增长所致，其中担保业务收入贡献度为 37.80%，

营业利润率为83.25%，平均净资产收益率为7.59%，平均总资产收益率为5.03%，担保赔付率3.33%，赔付率有所上升。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，高新投盈利水平较高。

现金流分析

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额有所波动，整体呈扩大趋势，2015~2017年，高新投经营活动现金流量净额分别为-15.39亿元、-6.16亿元和-21.72亿元，2016年和2017年高新投收到其它与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金大幅增加，主要是收回的委托贷款及垫款以及赎回短期理财产品增加的资金和发放的委托贷款及垫款以及购买短期理财产品增加的资金，2017年支出其它与经营活动有关的现金增加，导致经营活动现金净流出规模增加。

2015~2017年，高新投投资活动现金流量净额分别为1.42亿元、0.57亿元和-0.26亿元，投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致。

筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资以及借款所收到的资金。2015~2017年，高新投筹资活动现金流量净额分别为23.41亿元、-4.77亿元和41.75亿元，2017高新投取得招商银行和深圳投控借款的现金，导致筹资活动现金流入规模大幅增加。

表9　高新投现金流量表情况（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
经营活动现金流量金额	-15.39	-6.16	-21.72	-61.87
投资活动现金流量净额	1.42	0.57	-0.26	0.04
筹资活动现金流量净额	23.41	-4.77	41.75	56.57
现金及现金等价物净增加额	9.44	-10.34	19.75	-5.26
期末现金及现金等价物余额	20.74	10.38	30.14	24.87

资料来源：高新投审计报告及2018年1~9月财务报表，联合评级整理。

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

总体看，高新投经营活动现金流随着业务规模的变化波动较大；投资活动现金流规模较小；受股东增资和借款增长影响，高新投筹资活动现金流入规模较大，随着经营活动流出现金的增加，存在融资需求。

资本充足率及代偿能力

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

受2017年股东增资影响，高新投净资产规模持续增长，近三年高新投净资产规模年均复合增长32.30%，截至2017年末，高新投净资产规模115.34亿元，较上年末增长70.69%，资本较为充

足。此外，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等措施降低客户违约风险，增强自身抵御风险的能力，2015~2017 年末，高新投代偿准备金率分别为 27.72%、23.00%和 0.94%，2017 年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。

表 10　高新投资本充足性及代偿能力（亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
净资产	63.96	65.59	111.96	115.34
代偿准备金率	27.72	23.00	0.94	3.77

资料来源：高新投提供，联合评级整理。

截至 2018 年 9 月末，高新投净资产规模 115.34 亿元，较上年末增长 3.02%，代偿准备金率 3.77%，受当期代偿规模上升影响，高新投代偿准备金率有所上升。

总体看，高新投存续的债券担保业务规模较大，随着债券到期兑付规模的增加，且高新投所担保客户主要为民企，2018 年以来民企违约数量大幅增加，高新投存在一定的代偿压力，考虑到高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本较为充足，担保业务整体风险仍可控，高新投整体代偿能力极强。

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

2．担保效果评价

以截至 2018 年 9 月底财务数据测算，高新投资产总额 196.15 亿元；净资产达 115.34 亿元，为“18 翰宇 02”（5.00 亿元）的 39.23 倍和 23.07 倍，对其保障程度很高。

总体看，高新投作为国内最早设立的担保机构之一，近年来其净资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高。本次债券发行规模占其资产比重低，其担保对于“18 翰宇 02”的到期还本付息仍具有显著的提升作用。

九、综合评价

2018 年，公司在产品种类和市场渠道等方面仍具备一定竞争优势；公司营业收入有所增长，毛利率水平仍保持在较高水平，制剂类业务产销情况良好。同时，联合评级也关注到公司药品因质量问题受到监管处罚、部分产品销量波动较大、子公司未完成业绩承诺导致商誉大额减值、在建项目资金支出压力较大、债务规模增长较快、经营活动现金流状况趋弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建项目的完工投产，公司产能将进一步扩大，整体竞争实力将有望增强。

“18 翰宇 02”由高新投提供连带责任保证担保。跟踪期内，高新投总资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“18 翰宇 02”的信用水平仍具有显著提升作用。

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“稳定”；同时维持“18 翰宇 02”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　深圳翰宇药业股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
资产总额（亿元）	52.98	56.60	54.61
所有者权益（亿元）	38.85	33.92	32.16
短期债务（亿元）	3.20	4.20	4.70
长期债务（亿元）	4.55	13.48	13.82
全部债务（亿元）	7.75	17.68	18.51
营业收入（亿元）	12.46	12.64	1.93
净利润（亿元）	3.30	-3.41	0.52
EBITDA（亿元）	4.77	-1.95	--
经营性净现金流（亿元）	2.29	0.47	0.07
应收账款周转次数（次）	1.29	1.01	--
存货周转次数（次）	1.41	1.19	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.23	0.03
现金收入比率（%）	83.70	88.33	114.36
总资本收益率（%）	8.19	-6.17	--
总资产报酬率（%）	7.71	-5.40	--
净资产收益率（%）	8.80	-9.37	1.58
营业利润率（%）	82.45	83.88	85.64
费用收入比（%）	50.60	68.16	59.04
资产负债率（%）	26.67	40.08	41.12
全部债务资本化比率（%）	16.63	34.26	36.54
长期债务资本化比率（%）	10.49	28.44	30.05
EBITDA 利息倍数（倍）	14.28	-2.76	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.62	-0.11	--
流动比率（倍）	3.00	3.63	3.63
速动比率（倍）	2.84	3.44	3.38
现金短期债务比（倍）	4.11	3.74	2.67
经营现金流动负债比率（%）	24.71	5.65	0.97
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.95	-0.39	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。
2.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。
3.2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 2　深圳市高新投集团有限公司
主要计算指标及公式

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

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前十大客户集中度	前十大客户担保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产－经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（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-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。