跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1579 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：

二〇二〇年六月十八日

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
http://www.unitedratings.com.cn

深圳翰宇药业股份有限公司
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：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	2019年6月19日

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020年6月18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	2020年3月
资产总额（亿元）	52.98	56.60	47.25	47.34
所有者权益（亿元）	38.85	33.92	22.33	22.97
长期债务（亿元）	4.55	13.48	12.63	12.63
全部债务（亿元）	7.75	17.68	20.27	20.24
营业收入（亿元）	12.46	12.64	6.14	1.92
净利润（亿元）	3.30	-3.41	-8.85	0.22
EBITDA（亿元）	4.77	-1.95	-7.17	--
经营性净现金流（亿元）	2.29	0.47	1.05	-0.39
营业利润率（%）	82.45	83.88	78.03	78.68
净资产收益率（%）	8.80	-9.37	-31.46	0.99
资产负债率（%）	26.67	40.08	52.74	51.47
全部债务资本化比率（%）	16.63	34.26	47.58	46.83
流动比率（倍）	3.00	3.63	1.67	1.74
EBITDA全部债务比（倍）	0.62	-0.11	-0.35	--
EBITDA利息倍数（倍）	14.28	-2.76	-6.24	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.95	-0.39	-1.43	--

担保方--深圳市高新投集团有限公司

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27
所有者权益合计（亿元）	65.59	111.96	117.87
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33
平均净资产收益率（%）	10.94	12.24	9.86

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. 2020年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4. 高新投2017年平均净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项

评级观点

2019年，深圳翰宇药业股份有限公司（以下简称“公司”或“翰宇药业”）部分新产品上市；但主要受国内医药政策改革、医保控费以及海外客户需求减少等因素影响，公司各主要业务板块收入规模和主要产品销售价格均大幅下降，经营业绩进一步下滑；受计提商誉减值准备影响，公司亏损规模进一步扩大，整体盈利能力大幅下降。此外，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到2019年公司主要产品销量和销售价格下降，债务负担进一步加重，在建工程尚需一定规模的投资，整体资产质量一般以及融资渠道有待拓宽等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司老产品价格调整到一定区间、治疗性用药销售规模扩大以及更多新产品上市并逐渐进入收获期，公司经营情况有望获得改善。

“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，担保实力很强，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”；维持“18翰宇02”的债项信用等级为AAA。

优势

1. **公司在国内取得多项《药品注册批件》，国际注册产品取得多个国家上市许可，其他在审评审批产品进程有序推进。**跟踪期内，公司在国内取得注射用胸腺法新、盐酸曲美他嗪缓释片和醋酸阿托西班注射液3项生产批件。国际方面，公司特利加压素粉针剂获得了印度尼西亚的上市许可批准；醋酸

阿托西班注射液获得西班牙药品和健康产品局批准的上市许可；醋酸阿托西班注射液获得德国联邦药品和医疗器械研究所的上市许可。

2．**高新投担保对“18 翰宇 02”的信用水平仍具有显著提升作用。**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，担保实力很强，其担保对“18 翰宇 02”的信用水平仍具有显著提升作用。

关注

1．**经营业绩进一步下滑。**医保政策、客户需求变化等因素给公司主要产品销售带来较大压力，2019 年，各主要业务板块收入规模均大幅下降。受新医保执行、医保控费等政策实施影响，公司已上市产品特别是老产品降价压力较大，主要产品销售价格均有所下降，公司盈利能力大幅下降。

2．**整体资产质量一般。**截至 2019 年末，公司资产规模有所下降，应收账款账龄较长，1 年以内的应收账款占比仅为 26.45%；资产受限比例高达 23.39%。

3．**期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重，公司净利润亏损金额进一步扩大。**2019 年，公司对 2015 年并购成纪药业形成的商誉计提减值准备 3.44 亿元；费用收入比为 163.87%，较上年上升 95.71 个百分点；净利润亏损 8.85 亿元。

4．**公司在建项目面临资金筹措压力较大。**截至 2019 年末，公司重大在建项目尚需投入 5.00 亿元，公司经营活动现金流净额无法满足其在建项目等投资活动现金需求。

5．**债务规模有所增长，债务负担进一步加重。**截至 2019 年末，公司全部债务 20.27 亿元，较年初增长 14.65%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.74%和 47.58%，较年初分别上升 12.66 个百分点和 13.32 个百分点。

分析师

唐玉丽　登记编号（R0040215110002）
崔濛骁　登记编号（R0040219050004）

邮箱：lh@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 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.c

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

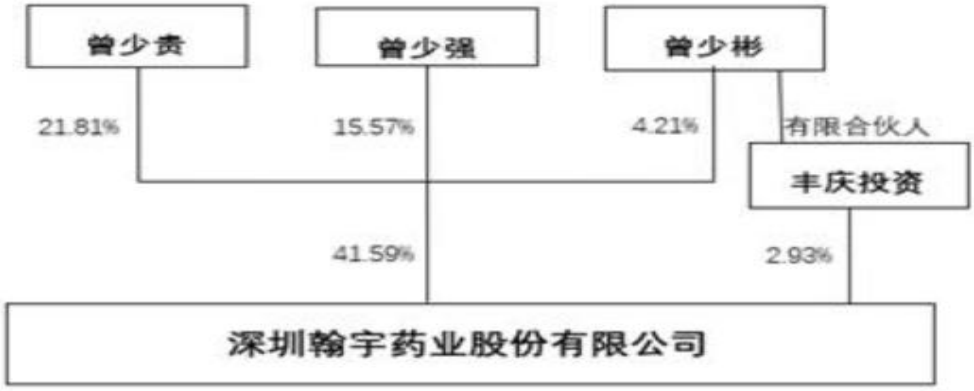
一、主体概况

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。2015 年 4 月，公司以资本公积转增股本，总股本变更为 89,001.64 万股。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 2019 年末，公司注册资本 91,692.70 万元。曾少贵先生直接持有公司 21.81%的股份，曾少强先生直接持有公司 15.57%的股份，曾少彬先生直接、间接持有公司 4.21%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。

截至本报告出具日，曾少贵先生、曾少强先生和曾少彬先生计质押 38,008.15 万股公司股份，占其所持公司股份的 99.68%。

图 1　截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司年报

2019 年，公司经营范围较上年无变化。截至 2019 年末，公司共拥有控股子公司 10 家，拥有在职员工 976 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 47.25 亿元，负债合计 24.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）22.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.28 亿元。2019 年，公司实现营业收入 6.14 亿元，净利润（含少数股东损益）-8.85 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-8.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.05 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.07 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 47.34 亿元，负债合计 24.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）22.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.70 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.92 亿元，实现总收入 1.92 亿元，净利润（含少数股东损益）0.22 亿元，其中归属于

母公司所有者的净利润 0.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.39 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.71 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号文核准，公司于2018年10月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，附第3年末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”。公司已于2019年11月1日支付了上一计息年度的全部利息。

截至 2019 年末，本期债券募集资金已使用 4.79 亿元，剩余 0.21 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。

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。

三、行业分析

1. 行业概况

2019 年，医药行业收入和利润规模保持增长，但整体增速较上年有所下降。

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

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。国家统计局发布的数据显示，2019 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国医药行业实现营业收入 23,908.60 亿元，同比增长 7.40%，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 2.1 个百分点；实现利润总额 3,119.50 亿元，同比增长 5.90%，增速较上年同期降低 3.6 个百分点。

2. 行业政策

2019年，医药行业政策导向重在降价，企业的盈利空间被大幅压缩。

医改是影响整个医药行业的关键因素。2019 年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

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 6 月	《中华人民共和国疫苗管理法》	全国人大常委会通过《中华人民共和国疫苗管理法》，为加强疫苗管理，保证疫苗质量和供应，规范预防接种，促进疫苗行业发展，保障公众健康制定了最高纲领性文件	促进目前国内的疫苗状况改善，疫苗产品逐步在全国范围内推行“国家统一招标”模式，提高疫苗采购效率，降低用药成本
2019 年 4 月	《2019年国家医保药品目录调整工作方案》	此次药品目录调整以国家药监局批准上市的药品信息为基础，涉及西药、中成药、中药饮片三个方面。2019年11月28日，国家医保局、人力资源社会保障部共同发布 “关于将2019年谈判药品纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》乙类范围的通知”， 至此，97种药品谈判成功进入医保	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求
2019 年 1 月	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	是以“北京、天津、上海、重庆、沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市（4+7）”为试点，从通过“质量和疗效一致性评价”的仿制药中遴选合适品种，并由国家组织药品集中采购和使用，实现药价明显降低，减轻患者药费负担，降低企业交易成本，净化流通环境，改善行业生态的目的。此外，该方案也有助于引导医疗机构规范用药，支持公立医院改革，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品价格形成机制	降低药品采购价格，药品价格下降趋势仍将延续

资料来源：公开资料

3. 行业关注

（1）研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为低端仿制药，在新药，高端制剂领域研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在新靶点、新化合物发现与开发方面远远落后于国外先进水平，纳米粒、胶束、亚微乳、脂质体、微球等高端制剂也与国外技术还有相当大的差距。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。

（2）一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，带量采购范围扩大，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。2019 年 9 月 24 日，新一轮药品带量采购扩面开标，本次联盟采购共有 77 家企业，产生拟中选企业 45

家，拟中选产品 60 个。与联盟地区 2018 年最低采购价相比，拟中选价平均降幅 59.00%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅 25.00%。

四、管理分析

跟踪期内，公司有多名高管和监事会成员发生变动，短期内给公司管理工作带来一定压力；此外，公司对《公司章程》的部分内容进行了修改。

跟踪期内，公司副总裁陶安进先生、副总裁杨俊先生、副总裁王晓露先生、副总裁 SANYOU CHEN 先生、监事曾少彬先生、监事会主席何逢春女士因个人原因辞职。根据公司第四届董事会第六次会议决议的公告，公司聘任 PINXIANG YU 女士担任公司执行总裁；根据《深圳翰宇药业股份有限公司关于改选监事会主席的公告》，公司提名选举监事李庆洋先生为监事会主席。

PINXIANG YU 女士，1973 年 1 月出生，加拿大国籍，有机化学硕士。历任加拿大 Novocol Pharmaceutical 和 ApotexPharmachem Inc.实验室主管、质量管理部药政/审计专家、美资企业凯默斯医药科技有限公司药政及 GMP 符合总监、美国洛比化学青岛公司总经理、翰宇药业坪山分公司总经理、武汉子公司总经理。自 2019 年 5 月 10 日起，任公司执行总裁。

跟踪期内，公司对《公司章程》中关于注册资本、股份总数、高级管理人员范围、董事会职权、总裁职权、关联交易和非关联交易的董事会审批权限等内容进行了修改。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，主要受国内医药政策改革、医保控费以及海外客户需求减少等因素影响，公司各主要业务板块收入规模均大幅减少，综合毛利率水平有所下降。

跟踪期内，公司仍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。2019 年，主要受国内医药政策改革、医保控费及海外客户需求减少等因素影响，公司实现营业收入 6.14 亿元，较上年大幅下降 51.43%；实现净利润-8.85 亿元，较上年大幅减少 159.63%，主要系计提商誉减值所致。

表 2　2017—2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
制剂	62,169.87	49.89	83.58	72,476.69	57.32	84.36	46,286.58	75.36	81.10
原料药	19,034.94	15.27	79.25	12,568.88	9.94	82.66	2,750.91	4.48	67.74
客户肽	8,402.81	6.74	95.14	20,618.91	16.31	96.74	3,944.29	6.42	88.64
药品组合包装产品	13,378.28	10.73	75.61	9,010.47	7.13	73.84	3,581.70	5.83	71.60
器械类	21,055.99	16.90	93.45	10,479.72	8.29	92.14	3,516.87	5.73	90.05
固体类	339.18	0.27	-38.80	545.62	0.43	-27.35	798.80	1.30	-40.40
其他业务收入	242.29	0.19	99.96	744.17	0.59	74.68	539.99	0.88	99.96
合计	**124,623.35**	**100.00**	**84.21**	**126,444.46**	**100.00**	**85.56**	**61,419.15**	**100.00**	**79.53**

资料来源：公司年报

从收入构成看，2019 年，公司制剂业务收入为 4.63 亿元，较上年下降 36.14%，主要系受政

策变化、市场竞争、销售策略调整等因素影响，公司辅助用药（如胸腺五肽）以及上市时间较长的产品（如鲑降钙素、生长抑素等）销售下降所致；受其他业务板块收入下降较大影响，制剂业务作为公司最重要业务板块，收入占营业收入的比重上升至 75.36%。原料药方面，随着部分客户制剂产品完成验证生产，进入注册申报阶段，对相应原料药产品的需求量降低，公司原料药业务收入为 0.28 亿元，较上年大幅下降 78.11%；原料药业务收入占比下降至 4.48%。公司客户肽业务收入为 0.39 亿元，较上年大幅下降 80.87%，主要系客户肽为客户定制的产品，2019 年客户需求减少所致；客户肽收入占比大幅下降至 6.42%。受医疗耗材控费政策推进，销售量下降影响，2019 年，公司药品组合包装产品销售收入为 0.36 亿元，较上年大幅下降 60.25%，收入占比下降至 5.83%；器械类销售收入为 0.35 亿元，较上年大幅下降 66.44%，收入占比下降至 5.73%。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，2019 年，公司各主要业务板块毛利率水平均有所下降，综合毛利率较上年下降 6.03 个百分点至 79.53%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.92 亿元，基本与上年同期持平；公司实现净利润 0.22 亿元，较上年同期减少 57.69%，主要系营业成本增加所致。

2．原材料采购

2019年，公司主要原材料采购品种有所变化；原材料采购的集中度较低。

2019年，公司主要原材料采购模式未发生变化。

从原材料采购种类看，2019 年，因公司主要产品产量的变化，公司主要原材料品种有所变化。公司采购原材料品种较为分散，前三大原材料分别为注射笔、生长抑素（原料药）及西林瓶。

表 3　2019 年公司主要原材料采购情况

原材料名称	采购金额（万元）
注射笔	626.52
生长抑素（原料药）	576.84
西林瓶	415.10

资料来源：公司提供

从采购集中度看，2019年，前五名供应商采购额为2,344.47万元，占年度采购总额的28.00%；前五名供应商采购额中无关联方采购。

3．产销情况

2019 年，受医保政策、客户需求变化等因素影响，公司主要产品产销量均有下降；除醋酸去氨加压素注射液价格有小幅提升外，其他主要制剂类产品销售价格均有所下降。公司在国内取得多项《药品注册批件》，国际注册产品取得多个国家上市许可，其他在审评审批产品进程有序推进。

产量方面，公司产品产量主要受销量影响。2019 年，公司制剂产品产能保持稳定，产量小幅下降至 1,614.12 万支；客户肽产量大幅下降 61.35%至 12,902.03 克，主要系市场需求下降导致销量下降，生产量相应减少所致；原料药产量大幅减少 49.60%至 11,463.55 克，主要系为消化库存，生产量减少所致；受医疗器械控费，销售量下降影响，药品组合包装产品和器械类产品产量分别大幅减少 20.83%和 83.04%至 265.05 万盒和 28.91 万支。

表 4　2017－2019 年公司主要产品的产销情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
制剂	产能（万支）	5,600.00	5,600.00	5,600.00
	产量（万支）	1,526.55	1,687.37	1,614.12
	产能利用率（%）	27.26	30.13	28.82
	销量（万支）	1,663.15	1,679.59	1,289.78
	产销率（%）	108.95	99.54	79.91
客户肽	产量（克）	15,858.50	33,379.92	12,902.03
	销量（克）	15,848.05	33,340.39	11,900.96
	产销率（%）	99.93	99.88	92.24
原料药	产量（克）	45,881.48	22,743.70	11,463.55
	销量（克）	30,348.42	10,697.24	10,180.61
	产销率（%）	66.15	47.03	88.81
药品组合包装产品	产量（万盒）	530.70	334.78	265.05
	销量（万盒）	526.58	350.76	136.36
	产销率（%）	99.22	104.77	51.45
器械类	产量（万支）	262.04	170.42	28.91
	销量（万支）	214.20	120.65	66.19
	产销率（%）	81.74	70.80	228.97

注：除制剂以外，公司其他产品无法提供产能数据
资料来源：公司提供

产品销量方面，2019 年，公司制剂产品销量大幅减少 23.21%至 1,289.78 万支；客户肽销量大幅减少 64.30%至 11,900.96 克；原料药销量小幅减少 4.83%至 10,180.61 克；药品组合包装产品和器械类产品的销量分别减少 61.12%和 45.14%至 136.36 万盒和 66.19 万支。

产销率方面，2019年，制剂产品产销率大幅下降19.63个百分点至79.91%；客户肽产销率小幅下降至92.24%；受产量减少影响，原料药产销率大幅提升41.78个百分点至88.81%；受销量大幅减少影响，药品组合包装产品产销率大幅下降53.32个百分点至51.45%；受产量大幅减少影响，器械类产品产销率大幅提高158.17个百分点至228.97%。

从主要产品销售价格来看，2019 年，受新医保执行、医保控费等政策实施影响，公司已上市产品特别是老产品降价压力较大，同时受联盟地区药品集中采购开始执行，医药终端备货、库存调整等因素影响，除醋酸去氨加压素注射液因价格较高的 15ug 品规在 2019 年销售比重增加导致平均价格有小幅提升外，其他主要制剂类产品销售价格均有所下降。

表5　2017－2019年公司主要产品销售情况

主要产品	2017 年	2018 年	2019 年
	销售收入（万元）	销售收入（万元）	销售收入（万元）
注射用胸腺五肽	11,766.67	14,675.97	8,433.04
注射用生长抑素	18,894.11	23,919.20	18,243.60
醋酸去氨加压素注射液	5,283.16	5,765.40	4,563.64
注射用特利加压素	21,224.74	19,447.70	4,767.16
客户肽	8,402.81	20,618.91	3,944.29
原料药	19,034.94	12,568.88	2,750.91

药品组合包装产品	13,378.28	9,010.47	3,581.70
器械类	21,055.99	10,479.72	3,516.87

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，2019 年，公司对前五名客户销售额合计 0.83 亿元，占销售总额的比重为 13.46%，集中度较低。

新产品国内注册方面，公司 2019 年新增注射用胸腺法新、盐酸曲美他嗪缓释片和醋酸阿托西班注射液 3 项生产批件，申报了 5 项多肽注射剂一致性评价；重磅品种利拉鲁肽注射液完成人体生物等效性实验，申报生产并获得受理。国外注册方面，公司特利加压素粉针剂获得了印度尼西亚的上市许可批准；醋酸阿托西班注射液获得了西班牙药品和健康产品局批准的上市许可，也获得德国联邦药品和医疗器械研究所的上市许可，成为公司首个在欧盟国家获得上市许可的制剂。

4．重大事项

（1）深圳证券交易所 2019 年半年报问询

2019 年 10 月 15 日，深圳证券交易所向公司发出问询函，要求公司针对 2019 年半年报中与收入、应收款、货币资金、短期借款、固定资产、在建工程、存货和对外投资等情况相关的问题予以补充说明。公司已于 2019 年 10 月 22 日就深圳证券交易所问询予以答复。

（2）深圳证券交易所 2019 年年报问询

2020 年 5 月 11 日，深圳证券交易所向公司发出问询函，要求公司针对 2019 年年报中与经营业绩、货币资金、无形资产、研发投入、应收账款、存货、固定资产和在建工程、商誉和销售费用等情况相关的问题予以补充说明。公司已于 5 月 19 日就深圳证券交易所问询予以答复。

（3）拟非公开发行股票

经 2020 年 3 月 5 日召开的公司第四届董事会第十五次会议审议通过，公司拟非公开发行股票不超过 176,900,000 股（含 176,900,000 股），拟募集资金总额不超过 95,172.20 万元，扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金和偿还银行贷款。本次非公开发行对象为深圳鹏达资本管理有限公司、思量（厦门）资产管理有限公司、北京和正投资管理有限责任公司及深圳市君鼎兴富基金管理有限公司四名特定发行对象，本次非公开发行完成后，公司控股股东与实际控制人不会发生变化。

5．在建工程

公司重大在建项目未来尚需一定的投资规模，考虑到公司目前资金状况，公司资金筹措压力较大。

截至 2019 年末，公司在建工程主要包括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。其中翰宇武汉生物医药生产基地主要规划为公司多肽原料药的生产基地，为满足未来多肽原料药增量的需要及环保的考虑而建；翰宇创新产业大楼是基于目前南山研发及办公区增加需求而建。公司重大在建工程累计已投入资金 9.44 亿元，预计未来仍需投入 5.00 亿元，考虑到公司目前资金状况，公司有一定资金筹措压力。公司在建项目将主要于 2021 年完工。

表 6　截至 2019 年末公司重大在建项目未来投资情况（单位：万元、%）

项目名称	投资总额	累计投入金额	工程进度	资金来源
翰宇武汉生物医药生产基地项目	90,936.17	59,772.34	65.73	项目贷款、自筹资金

翰宇创新产业大楼项目	53,464.00	34,676.75	64.86	项目贷款、自筹资金
合计	**144,400.17**	**94,449.09**	--	--

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投资总额，均不包括项目相关的土地使用权出让金及契税等
资料来源：公司提供，联合评级整理

6．经营关注

（1）医保政策、客户需求变化等因素给公司主要产品销售带来压力

近年来，国家医药行业改革升级，各项政策逐步落地。2019 年开始，国家正式实施“4+7”带量采购并扩围、医保控费、控制药占比等措施，即使未进入集中采购，临床用量较大的药品销售也受一定影响。公司胸腺五肽等进入国家辅助用药目录的产品，在很多医院被移出正式采购（含少数股东损益）计划，2019 年下半年开始销售下降趋势明显；随着医保控费趋严，医保支付对产品使用范围的限制，公司相应产品在医院的销售将直接受到影响，公司的多个产品虽进入各种临床用药指南，但是医保报销限制导致很多临床患者使用受限，相应产品市场拓展难度增大。

同时，公司客户肽业务本身随机性较大，如果客户在产品开发过程中遇到技术问题，导致产品开发进展受阻或者失败，项目无法继续向前推进，需求也将减少。

2019 年，公司主要业务板块制剂产品、药品组合包装类产品、器械类产品、海外原料药和客户肽销量均下降较多。

（2）主要产品价格下降导致盈利能力变弱的风险

2019 年，受新医保执行、医保控费等政策实施影响，公司已上市产品特别是老产品降价压力较大，同时受联盟地区药品集中采购开始执行、医药终端备货、库存调整等因素影响，除醋酸去氨加压素注射液价格有小幅提升外，其他主要制剂类产品销售价格均有所下降，未来公司主要产品价格若继续下降，公司盈利水平可能进一步降低。

（3）研发风险

公司所属的多肽药物行业是典型的“高投入、高风险、高产出、长周期”行业，在产品的开发、注册和认证阶段，需持续投入较大规模资金进行大量的实验研究，周期长、成本高，存在技术开发不成功的风险。

（4）资金筹措压力较大的风险

截至 2019 年末，公司重大在建项目预计未来仍需投入 5.00 亿元，考虑到公司目前资金状况，公司资金筹措压力较大。

7．未来发展

公司未来发展战略较为清晰，有利于提高公司的整体竞争力。

对于近两年因政策调整和市场竞争等因素给公司经营业绩带来的不利影响，公司计划采取如下措施：面对政策压力，对于成熟产品，公司在招标准入上及时调整思路，通过价格谈判实现以价换量，占据较大市场份额，保证自己的市场占有率优于竞争对手；对于进入国家辅助药品的产品，如胸腺五肽、胸腺法新等，以尽可能充分地争取市场机会为目标，采取灵活多变的销售策略；对于新产品或临床推广价值较大的产品，公司通过控费保持较高的毛利率，开展学术推广活动，快速提高这类产品在相应治疗领域的市场份额，缩短成长周期。

面对市场竞争压力，公司重视医药重点城市的销售布局，主要从产品的不同生命周期制定相应策略。对于成熟产品把握销售机会，积极拓展销售渠道，提高现有覆盖医院的市场占有率，强化产品在医生中的治疗优势，同时，公司还将为后续的产品铺路，比如生长抑素是上市 20 年以上

的成熟产品，在消化道出血领域有明确的治疗优势及价值，但是随着各地集采的进行，价格会大幅下降，在保证现有销售额及销售量的基础上，公司将为后续产品，如特利加压素在消化领域的拓展铺路，充分利用经销商资源、医生资源等进行医生教育活动、医院开发活动等；对于新上市及上市时间较短的产品，公司将依托重点市场的客户资源、医疗资源等优势，积极开拓市场，增加空白医院的广覆盖，优化经销商结构，实施精细化招商管理，减少经销商管理层级，由公司垂直管理终端经销商，提高公司销售策略的执行力度及效率。此外，公司将利用重点市场医生对于区域及全国医生的影响效应，快速建立相对应的专家网络。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 年度财务报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见。公司 2020 年一季度数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至 2019 年末，公司共拥有控股子公司 10 家，较 2019 年增加 2 家。2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。公司主营业务未发生重大变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 47.25 亿元，负债合计 24.92 亿元，所有者权益 22.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.28 亿元。2019 年，公司实现营业收入 6.14 亿元，净利润-8.85 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-8.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.05 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.07 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 47.34 亿元，负债合计 24.36 亿元，所有者权益 22.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.70 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.92 亿元，实现总收入 1.92 亿元，净利润 0.22 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.39 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.71 亿元。

2．资产及负债结构

（1）资产

截至 2019 年末，受业务规模下降影响，公司资产规模有所下降，非流动资产占比大幅上升。应收账款账龄较长，资产受限比例较高，整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 47.25 亿元，较年初下降 16.53%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 40.06%，非流动资产占 59.94%，非流动资产占比较年初提升 13.32 个百分点。

截至 2019 年末，公司流动资产为 18.93 亿元，较年初大幅下降 37.35%，主要系货币资金和应收账款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 43.36%）、应收账款（占 43.93%）和存货（占 8.03%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 8.21 亿元，较年初下降 47.53%，主要系销售收入减少以及购建固定资产和股份回购所致；货币资金中因信用证保证金及外存内贷质押原因的受限资金 1.63 亿元，专款专用资金余额为人民币 1.58 亿元，历年募集资金余额人民币 7,397.17 万元，财政拨款专项资金余额人民币 319.93 万元，实际可自由使用的货币资金余额为 5.00 亿元，占比 60.90%。

截至 2019 年末，公司应收账款为 8.31 亿元，较年初下降 32.50%，主要系回款增加及收入减少所致。应收账款中帐龄为 1 年以内的占比为 26.45%，1~2 年的占比为 39.32%，2~3 年的占比为 30.07%，账龄较长，累计计提坏账准备 1.32 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 5.68 亿元，

占比为 58.99%，集中度高。

截至 2019 年末，公司存货账面价值为 1.52 亿元，较年初下降 5.95%，存货主要由原材料和库存商品构成，累计计提跌价准备 467.75 万元。

截至 2019 年末，公司非流动资产为 28.32 亿元，较年初增长 7.32%，公司非流动资产主要由固定资产（占 27.01%）、在建工程（占 36.22%）、无形资产（占 10.04%）、开发支出（占 9.48%）和其他非流动资产（占 5.62%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值为 7.65 亿元，较年初下降 0.91%，变化不大；固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 4.23 亿元；固定资产成新率 66.20%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司在建工程为 10.26 亿元，较年初增长 84.47%，主要系公司对翰宇武汉生物医药生产基地项目（新增 2.24 亿元）和翰宇创新产业大楼项目（新增 2.43 亿元）持续投入所致；在建工程未计提减值损失。

截至 2019 年末，公司无形资产为 2.84 亿元，较年初下降 7.49%，无形资产主要由土地使用权构成，累计摊销 1.93 亿元，计提减值准备 0.26 亿元。

截至 2019 年末，公司开发支出为 2.69 亿元，较年初增长 25.69%，主要为对新产品的开发投入。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 1.59 亿元，较年初增长 80.30%，主要系预付工程款增加所致。

截至 2019 年末，公司受限资产为 11.05 亿元，受限资产占总资产比重为 23.39%，受限比例较高。

表 7　截至 2019 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	1.63	信用证保证金、短期借款存单质押担保
在建工程	5.09	抵押担保借款
无形资产（土地使用权）	1.79	抵押担保借款
无形资产（土地使用权）	0.11	抵押反担保
固定资产（房屋建筑物）	2.42	抵押反担保
合计	**11.05**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 47.34 亿元，较年初增长 0.19%，变化不大。其中，流动资产占 39.69%，非流动资产占 60.31%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（2）负债

截至 2019 年末，公司负债总额较年初有所增长，负债结构趋于均衡；整体债务负担进一步加重，以长期债务为主。

截至 2019 年末，公司负债总额为 24.92 亿元，较年初增长 9.83%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 45.58%，非流动负债占 54.42%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比较上年上升 8.91 个百分点。

截至 2019 年末，公司流动负债为 11.36 亿元，较年初增长 36.52%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 56.96%）、应付账款（占 11.46%）、其他应付款（占 13.21%）、

预收款项（占 5.68%）和一年内到期的非流动负债（占 10.27%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 6.47 亿元，较年初增长 58.16%，主要系融资增加所致；短期借款包括质押借款 1.27 亿元和信用借款 5.20 亿元。

截至 2019 年末，公司应付账款为 1.30 亿元，较年初增长 74.82%，；主要系应付工程款增长所致；应付账款以应付工程款为主。

截至 2019 年末，公司预收款项为 0.65 亿元，较年初下降 2.74%，变化不大；预收款项主要由预收货款和发货保证金构成。

截至 2019 年末，公司其他应付款为 1.50 亿元，较年初下降 30.84%，主要系限制性股票回购义务确认负债减少所致；主要包括预提费用和市场保证金等。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 1.17 亿元，较年初增长 978.04%，主要系一年内到期的长期借款重分类转入所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 13.56 亿元，较年初下降 5.62%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 56.44%）、应付债券（占 36.73%）和递延收益（占 6.47%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 7.65 亿元，较年初下降 10.01%，主要系部分借款将于一年内到期，转入一年内到期的非流动负债所致。长期借款全部为抵押借款，抵押物为土地使用权及地面建筑物。从长期借款期限分布看，1~2 年到期的（含 2 年）占 31.09%，2~3 年到期的（含 3 年）占 54.63%，3~4 年到期的（含 4 年）占 14.28%，长期借款到期期限较为分散。

截至 2019 年末，公司应付债券为 4.98 亿元，较年初变化不大，全部为“18 翰宇 02”，将于 2021 年到期。

截至 2019 年末，公司递延收益为 0.88 亿元，较年初增长 9.63%，主要系与资产相关政府补助增加所致。

截至 2019 年末，公司全部债务为 20.27 亿元，较年初增长 14.65%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 37.67%，长期债务占 62.33%，以长期债务为主。短期债务为 7.63 亿元，较年初增长 81.86%，主要系短期借款增加及一年内到期长期借款重分类转入短期债务所致。长期债务为 12.63 亿元，较年初下降 6.28%，主要系部分一年内到期的长期借款转入短期债务所致。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 52.74%、47.58%和 36.13%，较年初分别上升 12.66 个百分点、13.32 个百分点和 7.69 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 24.36 亿元，较年初下降 2.22%，变化不大。其中，流动负债占 44.33%，非流动负债占 55.67%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。

（3）所有者权益

截至 2019 年末，受未分配利润减少影响，公司所有者权益规模大幅下降。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 22.33 亿元，较年初下降 34.16%，主要系未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.78%，少数股东权益占比为 0.22%。归属于母公司所有者权益为 22.28 亿元，由实收资本（占 41.15%）、资本公积（占 78.00%）、库存股（占-14.30%、）、其他综合收益（占 2.39%）、盈余公积（占 2.54%）和未分配利润（占-9.79%）构成。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 22.97 亿元，较年初增长 2.88%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.80%，少数股东权益占比为 1.20%。归属于母公司所有者权益为 22.70 亿元，由实收资本（占 40.40%）、资本公积（占 76.89%）、库存股（占-14.04%）、其

他综合收益（占 2.87%）、盈余公积（占 2.50%）和未分配利润（占-8.62%）构成。

3．盈利能力

2019 年，公司营业收入大幅下降，净利润亏损额进一步扩大；期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重，公司整体盈利能力大幅下降。

2019 年，公司实现营业收入 6.14 亿元，较上年下降 51.43%，主要系各主要业务板块产品销量和售价均有下降所致；利润总额为-8.91 亿元，净利润亏损 8.85 亿元，亏损额较上年进一步扩大，主要系收入减少及继续计提资产减值损失所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 10.07 亿元，较上年增长 16.78%，主要系研发费用增加所致。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 58.87%、16.77%、17.91%和 6.44%，以销售费用为主。其中，销售费用为 5.93 亿元，较上年下降 1.88%，与销售收入降幅差异较大，主要系 2019 年注射用胸腺法新、醋酸阿托西班注射液获批上市，公司为扩大医院覆盖面，加大了市场推广工作力度所致；管理费用为 1.69 亿元，较上年增长 9.47%，主要系经销权和固定资产折旧增加所致；研发费用为 1.80 亿元，较上年增长 90.01%，主要系仿制药一致性评价项目开展临床试验费用和溴麦角环肽前期临床费用转入研发费用所致；财务费用为 0.65 亿元，较上年增长 629.92%，主要系利息支出增加所致。2019 年，公司费用收入比为 163.87%，较上年上升 95.71 个百分点，公司费用对利润侵蚀严重。

2019 年，公司实现投资收益 0.06 亿元，较上年下降 12.56%，主要系长期股权投资收益减少所致。2019 年，公司实现其他收益 0.27 亿元，较上年下降 19.44%，主要系政府补助减少所致。2019 年，公司实现营业外收入 0.22 亿元，较上年大幅增加 2,152.05 万元，主要系公司获得违约金收入所致。2019 年，公司资产减值损失为 3.80 亿元，主要为公司对 2015 年并购成纪药业形成的商誉计提商誉减值准备 3.44 亿元所致。

从盈利指标看，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-17.32%、-15.84%和-31.46%，较上年分别下降 11.15 个百分点、10.44 个百分点和 22.09 个百分点。公司盈利能力大幅下降。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.92 亿元，较上年同期下降 0.53%；实现净利润 0.22 亿元，较上年同期下降 56.95%，主要系营业成本增加所致。

4．现金流

2019 年，公司经营活动现金净流入量明显增长，但仍无法满足在建工程等投资活动的资金需求；因股份回购等事项，公司筹资活动现金转为净流出状态。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 11.15 亿元，较上年下降 7.71%；经营活动现金流出 10.10 亿元，较上年下降 12.98%。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入 1.05 亿元，较上年增长 122.64%，主要系公司加强货款催收力度以及购买商品支付的现金因采购量下降而减少所致。2019 年，公司现金收入比为 170.67%，较上年提高 82.35 个百分点，收入实现质量大幅提升。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 0.10 亿元，较上年增长 82.15%，主要是取得投资所收到的现金增加，但规模仍然很小；投资活动现金流出 6.06 亿元，较上年增长 42.49%，主要系在建工程投入增加所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流出 5.96 亿元，较上年增长 41.95%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 8.58 亿元，较上年下降 51.06%，主要系 2018 年发行公司债收到的资金较多所致；筹资活动现金流出 12.83 亿元，较上年增长 16.78%，主要系公司因股份回购、质押定期存款等事项支付其他与筹资活动有关现金增加所致。综上，2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-4.25 亿元，由上年的净流入转为净流出。

2020年1－3月，公司经营活动现金净流出0.39亿元，投资活动现金净流出0.48亿元，筹资活动现金净流入0.12亿元。

5．偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标进一步下降，间接融资渠道有待拓宽，公司整体偿债能力有待提升。

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 3.63 倍和 3.44 倍分别下降至 1.67 倍和下降至 1.53 倍，流动资产对流动负债的保障程度大幅下降。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 3.74 倍下降至 1.08 倍，现金类资产对短期债务的保障程度大幅下降。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为-7.17 亿元，较上年大幅减少 5.22 亿元。从构成看，公司 EBITDA 中利润总额-8.91 亿元，EBITDA 无法覆盖债务本金和利息。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2019 年末，公司无重大未决诉讼和仲裁事项。

截至 2019 年末，公司除因“18 翰宇 02”向高新投提供反担保 5 亿元外，无对外担保。

截至 2019 年末，公司获得银行综合授信为 21.62 亿元，未使用额度为 6.56 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据统一社会信用代码为 91440300748855818E 的人民银行征信报告，截至 2020 年 5 月 27 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。

6．公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产规模有所下降，以货币资金和长期股权投资为主；负债规模有所增长，资产负债率大幅提升；由于净利润亏损，公司本部所有者权益大幅下降。2019 年，公司本部收入贡献较大，净利润出现大额亏损，经营活动现金流呈净流出状态。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 37.37 亿元，较年初下降 16.63%，主要系货币资金减少所致。其中，流动资产为 11.55 亿元（占 30.90%），非流动资产为 25.82 亿元（占 69.10%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 44.95%）、应收账款（占 19.13%）、其他应收款（占 23.02%）和存货（占 10.75%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 45.55%）、固定资产（占 16.86%）、在建工程（占 16.58%）、无形资产（占 5.23%）和其他非流动资产（占 6.07%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 5.19 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额为 21.90 亿元，较年初增长 17.85%。其中，流动负债为 12.00 亿元（占 54.79%），非流动负债为 9.90 亿元（占 45.21%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 53.92%）、应付账款（占 5.48%）和其他应付款（占 30.43%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 41.36%）、应付债券（占 50.30%）和递延收益（占 8.33%）构成。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 58.60%，较 2018 年末上升 17.15 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 15.47 亿元，较年初下降 41.05%，主要系未分配利润减少所致。其中，实收资本为 9.17 亿元（占 59.28%）、资本公积为 17.38 亿元（占 112.36%）、

库存股为 3.19 亿元（占-20.60%）、盈余公积为 0.57 亿元（占 3.66%）、未分配利润为-8.46 亿元（占-54.70%）。

2019 年，公司本部营业收入为 4.92 亿元，净利润为-7.85 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 11.61 亿元和 12.47 亿元，经营活动现金流量净额为-0.86 亿元；公司本部投资活动现金流量净额为-3.73 亿元；公司本部筹资活动现金流量净额为-4.40 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年末，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、应收款项融资中的票据部分）为8.26亿元，为“18翰宇02”待偿本金（5.00亿元）的1.65倍，公司现金类资产对“18翰宇02”待偿本金的覆盖程度较高；截至2019年末，公司净资产为22.33亿元，为“18翰宇02”待偿本金（5.00亿元）的4.47倍，公司净资产对“18翰宇02”按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为-7.17亿元，EBITDA无法覆盖“18翰宇02”的待偿本金。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为11.15亿元，为“18翰宇02”待偿本金（5.00亿元）的2.23倍，公司经营活动产生的现金流入对“18翰宇02”待偿本金的覆盖程度较高。

综上分析，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

高新投前身为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系经深圳市人民政府批准，于 1994 年 12 月成立的国有控股公司，2011 年 12 月更名为现名，主要经营担保及投资业务。2015 年，高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者，实现从纯国有企业到混合所有制企业的转变。自成立以来，高新投历经数次增资扩股，2018 年末股本增至 88.52 亿元；深圳市人民政府通过深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有公司 68.11%的股权，为高新投实际控制人。高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至 2018 年末，高新投资产总额 205.27 亿元，其中货币资金 22.03 亿元，发放贷款及垫款净额 139.46 亿元；负债总额 87.40 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 4.27 亿元；所有者权益 117.87 亿元；担保责任余额 1107.39 亿元。2018 年，高新投实现营业总收入 20.85 亿元，其中担保业务收入 8.24 亿元；净利润 11.33 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）高新投公司治理与内部控制

高新投依据《公司法》及有关法律法规，建立了由股东会、董事会、监事会及经营管理层组成的现代股份制公司治理架构，并制定了相关工作制度和议事规则，各治理主体能够相互制衡、协调运作，高新投治理体系不断完善，法人治理水平逐渐提高。

股东会是高新投的最高权力机构。自成立以来，高新投按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，高新投召开多次股东会，分别就董事会提交的集团及子公司增资、利润分配方案等事宜进行讨论，相关股东均出席会议并对方案进行表决通过。

高新投董事会由 11 人组成，其中独立董事 3 人。董事长是高新投的法定代表人，由深圳市国资委推荐提名，董事会选举产生。董事会下设战略与预算委员会、审计与风险管理委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会四个专业委员会。近年来，高新投召开多次董事会会议，审议并通过集团及子公司增资、利润分配、设立融资及金融产品事业部等重大议案。

高新投监事会由 3 人组成，其中包含职工监事 1 名。高新投监事会对董事会和经营管理层进行监督，对股东会负责并向其报告工作。近年来，高新投监事会召开多次会议，涉及监事会工作报告、财务报告、利润分配、经营管理层履职情况等多项议案，较好地履行了监督职能。

高新投经营管理层由 8 人组成，包括总经理、副总经理、首席合规官和首席风险官等。经营管理层根据董事会授权负责高新投的日常经营管理工作；行使的职权包括主持经营管理工作、组织实施股东会决议和董事会决议、制定年度经营计划和投资方案、拟定基本管理制度和制定具体规章等。高新投下属子公司总经理均由高新投管理层兼任。近年来，高新投经营管理层能够按照《公司章程》及董事会授权开展日常经营管理，落实股东会和董事会的议定事项，履行董事会赋予的职责。

内控方面，高新投本部设有金融产品事业部、发展研究部、企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、法律事务部、信息技术部、审计部、评审会（决策会）秘书处、政府专项资金管理部等职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国重点及省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 25 个办事处；设立 8 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金的经营管理工作。

高新投下属各子公司设立前中后台部门，子公司总经理由高新投本部副总经理级别人员兼任，逐步形成一套完整的集团管理架构。高新投设立评审委员会和决策委员会等业务审批机构，各子公司及事业部的所有项目均需根据要求上报评审会或决策会进行审批，会议由高新投本部的风险管理部统一安排召开；评审委员会和决策委员会成员由总经理、领导班子成员及业务部门中高层人员组成，总经理担任评审会和决策会的主任，其余委员由总经理办公会议聘任。

自成立以来，高新投各项制度不断完善，制定了《融资担保业务管理制度》《工程保函业务管理制度》《无期限保函业务的指引》《担保项目后期法律手续工作指引》等涉及担保业务各环节的业务管理制度。

总体看，高新投不断完善组织架构设置，各子公司业务评审及管理体系较为完善，内控管理体系逐步健全。

（3）高新投经营分析

高新投现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企

业提供融资担保服务。高新投通过 8 家子公司分别开展直接融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金业务；高新投本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

①担保业务

高新投担保业务品种主要为间接融资担保、直接融资担保和非融资担保；其中，间接融资担保主要为银行贷款担保，直接融资担保主要为保本基金担保和债券担保，非融资担保主要为工程保证担保。

受国内宏观经济下行、中小企业经营风险加剧等因素影响，高新投不断调整担保业务结构，控制间接融资担保规模，主要发展直接融资担保和非融资担保业务。近年来，高新投担保业务规模有所波动；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模有所下降；2018 年，得益于担保的重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁小微”）所发行资产支持证券规模较大，高新投担保业务规模恢复增长。截至 2018 年末，高新投担保责任余额为 1107.39 亿元。

表 8　高新投担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期担保发生额	**982.39**	**489.09**	**704.71**
期末担保责任余额	**1167.05**	**974.22**	**1107.39**
其中：融资性担保	781.61	621.32	730.65
间接融资担保	54.52	55.80	54.80
直接融资担保	727.09	565.52	675.85
非融资性担保	385.44	352.90	376.74
再担保	31.27	33.15	43.20

资料来源：高新投提供，联合评级整理

间接融资担保业务

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投资贷款担保和综合授信额度担保。目前，高新投已与中国银行、平安银行等 27 家银行建立合作关系，获得授信额度超过 800 亿元。

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

近年来，高新投间接融资担保规模整体保持稳定，占担保责任余额的比重呈下降趋势。截至 2018 年末，高新投间接融资担保责任余额 54.80 亿元，占担保责任余额的比重为 4.95%。

直接融资担保业务

高新投直接融资担保业务主要为金融产品担保，包括保本基金担保和债券担保，由高新投本部金融产品事业部负责。高新投担保的保本基金分为专户和公募基金，目前高新投主要的合作对象均为国内大型公募基金，担保期限均为 2~3 年。高新投承保的保本基金为附带追索权的保本基

金，即在保本基金发生投资亏损时，基金公司先以自身盈利填补亏损，不足部分才由高新投进行差额弥补，高新投可在后续期间就代偿部分向基金公司进行追偿。高新投债券担保的业务对象主要为非公开、小公募的交易所公司债券，发行金额多集中在 3~5 亿元，期限多为 3+2 或 2+1 年，发行主体的信用评级集中在 AA-和 AA 级别，反担保措施多为信用反担保。

2015 年以来，国内资本市场出现剧烈动荡，并经历数次降息，对高新投担保业务特别是债券担保业务造成较大影响。为此，高新投调整担保业务结构，加大保本基金担保业务的发展力度；2017 年 2 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金将被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消；加之 2018 年随着资管新规的落地，高新投调整金融产品担保业务结构，业务重心逐步向债券担保业务转移。截至 2018 年末，高新投直接融资担保责任余额 675.85 亿元，占期末总担保责任余额的 61.03%。其中，保本基金担保责任余额 150.38 亿元，较之前年度下降明显；债券担保责任余额 525.47 亿元，较之前年度大幅增长，这主要是蚂蚁小微资产支持证券担保业务规模较大所致。

根据 2017 年 10 月 1 日施行的《融资担保公司监督管理条例》第二条规定，债券增信业务纳入融资担保范围，从事债券增信业务需要获得融资担保牌照；而目前高新投本部未有担保牌照。高新投拟通过引入战略投资者的方式，在 2019 年 12 月 31 日前完成对下属子公司深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“融资担保子公司”）的增资工作，以提高融资担保公司的担保额度，从而将金融产品担保增信业务下沉到拥有融资担保牌照的融资担保子公司开展，高新投本部将不再开展融资担保业务。

非融资性担保业务

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

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至 2018 年末，高新投非融资担保责任余额 376.74 亿元，占总担保责任余额的 34.02%；其中工程保证担保责任余额 363.51 亿元，诉讼保全担保责任余额 13.23 元。

总体看，高新投担保业务品种较为丰富，业务结构根据宏观经济环境及市场变化而有所调整。

②创投业务

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

高新投创投在业内率先提出并实施“投资与担保联动”机制，聚焦高精尖科技领域，致力于发掘小而美的中小企业，依托“股权+债券+增值服务”的优势为投资企业提供丰富、全面的投后综合服务。在目前的宏观经济形势下，高新投创投优先选择处于成长期的企业进行投资。截至 2018 年末，高新投累计投资项目近 150 个，其中 8 家企业在 A 股、H 股上市，4 家企业并购上市。

总体看，高新投对创投业务较为重视，集团内担保业务资源丰富有助于创投业务渠道拓展，投资项目上市后利润回报率较高，未来有望成为高新投重要的收入增长点。

③其他业务

除担保业务之外，高新投其他业务品种涵盖委托贷款、小额贷款、典当借款等，主要通过高新投本部以及下属子公司开展上述业务。2018 年，在经济下行、股市行情波动较大等因素的影响下，深圳市政府 2018 年 10 月出台政策，从债权和股权两个方面入手，构建风险共济机制，降低深圳 A 股上市公司的股权质押风险，改善上市公司的流动性；高新投作为深圳市政府构建风险共济机制的抓手，接收政府提供的共济资金 50.00 亿元发挥纾困效用。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到 90%以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等。高新投委托贷款的期限主要集中在 1 年期以内。近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2018 年末，委托贷款净额 130.20 亿元，其中包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元。2018 年以来，受宏观经济下行等因素的影响，部分委托贷款客户的资金流出现问题，导致高新投委托贷款资产质量下行明显。截至 2018 年末，高新投委托贷款余额 131.15 亿元，委托贷款业务的不良贷款率较之前年度明显上升。

高新投小额贷款业务由子公司深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）负责经营。高新投小贷是为解决深圳市中小微企业的小额、短期资金需求而设立的专业融资平台，以母公司为依托，利用母公司的客户资源开展小额信用贷款业务。截至 2018 年末，高新投小贷的小额贷款余额 7.82 亿元；不良贷款率 3.58%，较之前年度明显上升。

高新投典当业务由控股子公司深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“华茂典当”）负责开展。2018 年，华茂典当金额 1.74 亿元，实现典当业务收入 1.28 亿元。

总体看，近年来高新投委托贷款业务规模明显增长，在宏观经济下行的背景下，相关资产质量下行明显，相关信用风险需关注。

（4）高新投风险管理分析

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

①业务风险管理

项目受理及项目调查

高新投在进行项目初审时遵循项目经理 A、B 角原则，即项目调研须经项目经理 A、B 角共同完成；A 角作为第一负责人对客户进行资料收集并出具调研报告， B 角协助 A 角进行调研并承担代偿金额 20%的风险责任，对调研报告出具独立意见并提交至业务部门进行初审。其中，创业投资业务较为特殊，实行项目小组制：项目 A 角为项目负责人，负责撰写《投资项目立项建议书》，由子公司高新投创投的总经理、副总经理决定是否立项；B 角、C 角为项目组成员，负责撰写《投资项目可行性研究报告》，作为投资项目决策的依据。

项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投董事会讨论，并由第一大股东深圳投控做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投金额占项目总金额的 20.00%以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审；其中评审会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总裁办公会任命，每次会议评审委员人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策会主任由高新投总裁兼任，集团副总裁均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策会主任对所有项目具有一票否决权。

项目后期监管、代偿及追偿处置

融资担保项目的保后管理主要是通过对担保对象以及影响担保对象按期还款的相关因素进行监控和分析，及时发现风险预警信号。项目经理 A 角定期对已担保项目进行检查，一般为 3 个月进行一次，风险管理部负责监督；集团风险管理部对所有项目进行稽核监控，每季度稽核项目的个数不低于 10.00%。高新投制定了担保项目代偿和追偿制度；当此类项目出现代偿风险时，相关的项目经理需参照高新投《融资担保业务管理规定》对项目进行风险认定，然后对客户进行代偿有效性审查，分析项目风险原因、可能的化解途径，并提交风险项目移交报告，经高新投集团总经理审批后移交至法律事务部。此外，子公司高新投融资担保制定了相应的风险补偿金制度，风险补偿金包括从收入中计提和税后利润转入两部分，实行专户管理，不参与营运资金的周转，以对冲风险代偿带来的损失。

保证担保类业务的保后管理由项目客户经理 A 角负责，子公司高新投保证的风险控制部门对所有在保项目进行日常监管，高新投风险管理部对在保项目进行稽核监控，每季度稽核项目个数不低于当季发出保函项目的 2.00%。当此类项目出现代偿风险时，高新投启动索赔应急机制，并按照如下流程报批：客户经理 A 角→区域总监→高新投保证主管风险副总经理→集团风险管理部负责人→保证公司总经理→集团法律事务部。如相关项目造成高新投代偿，高新投须在一个月内启动追索法律程序，向保函申请人提出赔偿诉求。

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

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

反担保管理

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓

释的效果。近年来，高新投的反担保措施对担保本金的覆盖率保持在 50.00%以上。

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

直接融资担保业务方面，高新投目前主要经营的是保本基金担保及上市公司债券担保业务，在进行客户筛选时主要挑选优质基金管理公司及管理团队，对于保本基金担保业务进行实际控制人反担保；对于上市公司的债券担保业务，高新投坚持不以抵押物作为担保条件，而以企业发展预期为评判标准，纯信用担保项目金额和个数逐年上升。

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

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

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

②担保业务组合风险分析

近年来，高新投的业务结构保持以担保业务为主、资产管理业务为辅的发展态势，担保业务规模不断扩大。截至 2018 年末，高新投间接融资担保、非融资性担保、直接融资担保业务的责任余额分别为 54.80 亿元、376.74 亿元和 675.85 亿元，非融资担保和直接融资担保是高新投主要的担保业务品种。

客户集中度

截至 2018 年末，高新投前十大担保客户共有 7 户来自于直接融资担保业务中的保本基金，其余来自债券担保业务；前十大担保客户担保责任余额为 148.67 亿元，与高新投净资产的比率为 126.13%；单一最大担保客户担保责任余额为 18.00 亿元，与净资产的比率为 15.27%，为深圳市天健（集团）股份有限公司于 2018 年 12 月公开发行的可续期公司债券；直接融资担保业务的前十大客户担保责任余额占该类业务担保责任余额的 22.00%，较之前年度大幅下降。

截至 2018 年末，高新投非融资性担保业务和间接融资担保业务的前十大客户担保责任余额分别为 57.74 亿元和 3.80 亿元，分别占该类业务担保责任余额的 15.33%和 6.93%，占比较低，有效分散了代偿风险。

截至 2018 年末，高新投委托贷款业务前十大客户贷款余额为 18.42 亿元，占委托贷款总额的 14.05%。此外，近年来，高新投对债券担保合作客户的关联方开展委托贷款业务，针对部分客户的风险敞口较大，容易出现信用风险集中爆发的情况，存在一定的客户集中风险。

整体来看，近年来高新投在主营业务的经营上，金融产品的担保增信业务发展较快，随着保本基金的逐渐到期，高新投金融产品担保业务的客户集中风险明显下降。但值得注意的是，在宏观经济形势下行、中小企业经营压力上升的环境下，高新投的风险管理压力有所上升，反担保措施及集中风险控制措施需加强，相关风险需持续关注。

行业及区域集中度

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

近年来，受宏观经济持续下行的影响，高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构（表 9），重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。目前高新投在保企业中科技型企业的占比持续提升，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到 70.00%以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略，相关行业项目数量及担保余额有所下降。截至 2018 年末，高新投融资担保业务责任余额为 730.65 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 75.38%。总体看，高新投融资担保业务行业集中度仍较高。

表 9　融资担保前五大行业责任余额占比（单位：%）

2016 年末		2017 年末		2018 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
制造业(其他制造业)	19.12	信息技术业	19.40	信息技术业	20.35
信息技术业	14.88	制造业（其他制造业）	16.49	制造业(其他制造业)	16.20
制造业(电子)	12.29	制造业（电子）	15.20	制造业(电子)	16.10
制造业(机械、设备、仪表)	8.51	制造业（机械、设备、仪表）	11.27	制造业(机械、设备、仪表)	15.47
建筑业	6.55	批发和零售贸易	5.06	批发和零售贸易	7.26
合计	**61.35**	**合计**	**67.41**	**合计**	**75.38**

数据来源：高新投提供，联合评级整理

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

担保期限组合

高新投的担保项目合同期限分布较为平均。目前高新投间接融资担保业务的平均担保期限为 1 年，间接融资担保主要为中短期借款担保。

表 10　高新投担保项目合同期限分布（单位：%）

合同期限	2016 年末	2017 年末	2018 年末
1 年以内（含）	9.39	15.96	38.08
1 年至 2 年（含）	37.44	26.97	12.57
2 年以上	53.18	57.07	49.35
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：高新投提供，联合评级整理

担保代偿情况及代偿风险

2015 和 2016 年，受部分行业风险暴露等因素的影响，高新投担保代偿规模较大，担保代偿项目有所增加，代偿区域主要集中在深圳市，行业集中在制造业，但在 2017 年高新投代偿规模明显下降。2018 年以来，由于高新投担保客户主要为中小企业，在宏观经济下行的影响下出现经营

困难，高新投代偿规模大幅上升。2016－2018 年，高新投当期代偿金额分别为 0.86 亿元、0.04 亿元和 0.55 亿元，当期担保代偿率分别为 0.26%、0.01%和 0.09%，代偿项目主要来自间接融资担保业务和保证担保业务。截至 2018 年末，高新投累计代偿金额为 3.27 亿元，累计担保代偿率为 0.13%。整体看，高新投的代偿风险不高。

为控制担保行业风险，深圳市组建了再担保体系，由深圳市再担保中心牵头，由再担保中心、融资性担保公司、银行等机构自主加入并认购部分运作保证金；该资金由财政部门管理并自负盈亏，以保证金比例对各成员进行担保风险补偿及分配。这有助于在一定程度上缓释高新投面临的代偿风险。目前高新投主要的追偿手段包括清收、重组、和解、法律诉讼等。近年来，高新投积极调整业务结构，主动退出落后产业，并暂停了违约风险较大的供货类保函业务，以控制代偿风险。截至 2018 年末，高新投累计回收代偿金额 1.70 亿元，累计代偿回收率为 52.73%。

整体看，2018 年以来受宏观经济增速放缓等因素的影响，高新投担保代偿规模明显回升，但整体代偿规模不高。此外，考虑到近年来高新投委托贷款业务发展较快，资产质量下行明显，高新投整体的风险管理压力有所上升，相关风险需持续关注。

（5）高新投财务分析

高新投提供了 2016－2018 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 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 2017－2018 年年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。目前高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 8 家。

表 11　高新投主要子公司情况（单位：亿元、%）

名称	注册资本	持股比例
深圳市华茂典当行有限公司	2.00	100.00
深圳市高新投创业投资有限公司	5.00	100.00
深圳市高新投保证担保有限公司	30.00	100.00
深圳市高新投融资担保有限公司	12.00	100.00
深圳市高新投小额贷款有限公司	5.00	100.00
深圳市高新投人才股权投资基金管理有限公司	0.10	51.00
深圳市高新投正选股权投资基金管理有限公司	0.10	60.00
高新投（香港）有限公司	1 万港元	100.00

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

①资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续增资扩股。2015 年高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司三家新股东，上述新股东于 2015 年 7 月向高新投增资合计 26.52 亿元，其中计入股本 13.39 亿元，计入资本公积 13.13 亿元。2016 年 5 月，高新投将资本公积转增股本 13.13 亿元，股本增至 48.52 亿元。2017 年 11 月，高新投启动新一轮增资扩股，股东深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳远致投资有限公司、深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）合计对高新投增资 40.00 亿元，其中 24.25 亿元计入注册资本，其余计入资本公积。2018 年 10 月，高新投以资本公积及 15.75 亿元转增注册资本，原股东维持股权比例不变。截至 2018 年末，高新投所有者权益合计 117.87 亿元，其中股本 88.52 亿元，资本公积 0.03 亿元，未分配利润 24.93 亿元。

2018 年以来，高新投负债规模快速上升，主要是由于接收政府提供的共济资金以发挥纾困效

用。此外，在宏观经济下行的背景下，高新投股东通过短期借款的方式给予高新投资金方面的支持，增强其抵御风险的能力。截至 2018 年末，高新投负债总额为 87.40 亿元。其中，担保赔偿准备余额 3.72 亿元，责任准备金余额 0.54 亿元，两者合计占负债总额的 4.88%；短期借款 20.70 亿元，占负债总额的 23.68%，主要为股东提供的资金；长期借款 50.34 亿元，其中 50.00 亿元为深圳市政府提供的共济资金，借款期限采用 3+2 的方式。截至 2018 年末，高新投资产负债率为 42.58%，较 2017 年末大幅提升，但实际的债务负担仍较轻。

总体看，高新投资本实力不断增强，负债规模随着共济资金的到位大幅增长，但高新投实际的资产负债率仍较低，整体财务杠杆水平不高。

②资产质量

近年来，在共济资金、股东借款等负债规模的推动下，高新投资产规模快速增长；从资产结构来看，货币资金、委托贷款及投资资产在资产总额中的占比较高。截至 2018 年末，高新投资产总额 205.27 亿元。

表 12　高新投资产结构（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.38	13.15	30.14	22.37	22.03	10.73
发放贷款及垫款净额	57.13	72.33	90.73	67.36	139.46	67.94
其中：委托贷款净额	52.61	66.61	82.34	61.13	130.2	63.89
投资资产	5.12	6.49	7.86	5.83	37.02	18.03
其他类资产	6.35	8.04	5.97	4.43	6.76	3.29
其中：应收代偿款	2.43	3.07	2.15	1.60	2.26	1.1
合计	**78.99**	**100**	**134.70**	**100.00**	**205.27**	**100**

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差；2018 年末投资资产中包含了其他流动资产项下的理财产品投资

2018 年以来，高新投将部分共济资金已通过委托贷款的方式进行投放，剩余未来得及投放的资金暂时购买了短期理财产品，因此导致年末投资资产规模大幅上升。截至 2018 年末，高新投投资资产净额 37.02 亿元，占资产总额的 18.03%；其中，可供出售金融资产余额为 6.44 亿元，均为权益投资；理财产品投资规模 29.30 亿元，其余为少量投资性房地产和长期股权投资。

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长。截至 2018 年末，高新投发放贷款和垫款净额 139.46 亿元，占资产总额的 67.94%；其中，委托贷款净额 130.20 亿元，包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元；其余主要为发放的小额贷款。截至 2018 年末，高新投针对发放贷款及垫款共计提 1.16 亿元减值准备，委托贷款的不良贷款率较高，小额贷款业务的不良贷款率为 3.58%，资产质量明显下行，相关信用风险需关注。

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产构成。截至 2018 年末，高新投其他类资产余额 6.76 亿元，占资产总额的 3.29%；其中，应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产净额分别为 2.26 亿元、1.82 亿元和 1.17 亿元。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；自有资金委托贷款规模较大，资产质量面临下行压力，相关信用风险需关注。

③盈利能力

近年来，高新投营业总收入呈稳定增长态势，2018 年实现营业总收入 20.85 亿元，主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入。近年来，高新投担保业务收入整体呈增长态

势。2018 年，高新投实现担保业务收入 8.24 亿元，占营业总收入的 39.52%；其中，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为 48.60%和 37.22%。除担保业务外，高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2018 年高新投实现资金管理业务收入 8.25 亿元，占营业总收入的 39.56%；其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资金管理业务收入的 56.84%，其余为小贷利息收入、典当业务收入和理财产品利息收入。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2018 年实现投资收益 0.58 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益。

表 13　高新投收益指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入	**11.01**	**15.05**	**20.85**
其中：担保业务收入	5.24	7.28	8.24
资金管理业务收入	3.68	5.32	8.25
咨询服务收入	1.49	2.04	3.51
营业总成本	**3.21**	**4.82**	**6.23**
其中：营业成本	2.63	3.29	4.49
税金及附加	0.23	0.14	0.19
管理费用	0.31	0.44	0.49
财务费用	-0.11	0.67	0.63
资产减值损失	0.14	0.27	0.43
加：投资收益	1.72	0.87	0.58
净利润	**7.09**	**8.35**	**11.33**
平均资产收益率	**8.8**	**7.81**	**6.67**
平均净资产收益率	**10.94**	**12.24**	**9.86**

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理
注：2017 年平均净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项

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。2018 年，高新投营业总成本 6.23 亿元；其中营业成本 4.49 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主；计提资产减值损失 0.43 亿元，计提力度较之前年度明显提升，主要是受贷款业务资产质量下行影响。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2018 年，高新投实现净利润 11.33 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 6.67%和 9.86%，盈利水平有所下降，但仍处于较好水平。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，由于注册资本的持续增长，盈利指标有所下降。值得注意的是，在宏观经济下行的影响下，高新投委托贷款资产质量下行明显，加之代偿规模有所上升，或面临持续计提资产减值损失的压力，对盈利能力可能产生一定负面影响。

④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。联合评级在评估高新投可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了高新投的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

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为负且整体呈扩大趋势，主要是委托贷款和典当业务的净发放额持续上升所致；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；高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金以及接收政府提供的共济资金。总体看，高新投现金流较宽松。

表 14　高新投现金流情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动产生的现金流量净额	-6.16	-21.72	-66.19
投资活动产生的现金流量净额	0.57	-0.26	-1.16
筹资活动产生的现金净流量	-4.77	41.75	59.24
现金及现金等价物净增加额	-10.35	19.75	-8.10
期末现金及现金等价物余额	10.38	30.14	22.03

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

2018 年以来，高新投净资本规模有所下降，主要是委托贷款规模增幅较大所致。根据高新投财务报表估算，2018 年末高新投净资本为 67.62 亿元，净资本比率为 57.37%。2018 年，高新投担保业务快速增长，担保责任余额恢复增长，净资产担保倍数和净资本担保倍数有所上升，2018 年末以上两项指标分别为 9.40 倍和 16.38 倍。

表 15　高新投资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
担保责任余额	1167.05	974.22	1107.39
净资产	65.59	111.96	117.87
净资本	39.95	72.78	67.62
净资产担保倍数	17.79	8.70	9.40
净资本担保倍数	29.21	13.27	16.38
净资本比率	60.90	65.55	57.37
净资本覆盖率	109.01	169.28	91.01

资料来源：高新投审计报告及其他资料，联合评级整理

联合评级根据高新投的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算高新投在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。截至 2018 年末，高新投净资本覆盖率为 91.01%，净资本覆盖率较上年末明显下降，未来随着通过引入战略投资者对融资担保子公司增资事项的完成，高新投资本实力将有所增强，净资本覆盖率水平或有所改善。

2．担保效果评价

以截至 2018 年末财务数据测算，高新投资产总额 205.27 亿元；净资产达 117.87 亿元，为“18 翰宇 02”（5.00 亿元）的 41.05 倍和 23.57 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

2019 年，公司部分新产品上市；但主要受国内医药政策改革、医保控费以及海外客户需求减少等因素影响，公司各主要业务板块收入规模和主要产品销售价格均大幅下降，经营业绩进一步下滑；受计提商誉减值准备影响，公司亏损规模进一步扩大，整体盈利能力大幅下降。此外，联合评级也关注到公司主要产品销量和销售价格下降，债务负担进一步加重，在建工程尚需一定规模的投资，整体资产质量一般以及融资渠道有待拓宽等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司老产品价格调整到一定区间、治疗性用药销售规模扩大以及更多新产品上市并逐渐进入收获期，公司持续经营能力有望获得改善。

“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”；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	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	52.98	56.60	47.25	47.34
所有者权益（亿元）	38.85	33.92	22.33	22.97
短期债务（亿元）	3.20	4.20	7.63	7.60
长期债务（亿元）	4.55	13.48	12.63	12.63
全部债务（亿元）	7.75	17.68	20.27	20.24
营业收入（亿元）	12.46	12.64	6.14	1.92
净利润（亿元）	3.30	-3.41	-8.85	0.22
EBITDA（亿元）	4.77	-1.95	-7.17	--
经营性净现金流（亿元）	2.14	0.47	1.05	-0.39
应收账款周转次数（次）	1.37	1.04	0.53	--
存货周转次数（次）	1.41	1.19	0.79	0.25
总资产周转次数（次）	0.26	0.23	0.12	--
现金收入比率（%）	83.70	88.33	170.67	95.02
总资本收益率（%）	8.19	-6.17	-17.32	--
总资产报酬率（%）	7.71	-5.40	-15.84	--
净资产收益率（%）	8.80	-9.37	-31.46	0.99
营业利润率（%）	82.45	83.88	78.03	78.68
费用收入比（%）	50.60	68.16	163.87	62.42
资产负债率（%）	26.67	40.08	52.74	51.47
全部债务资本化比率（%）	16.63	34.26	47.58	46.83
长期债务资本化比率（%）	10.49	28.44	36.13	35.48
EBITDA 利息倍数（倍）	14.28	-2.76	-6.24	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.62	-0.11	-0.35	--
流动比率（倍）	3.00	3.63	1.67	1.74
速动比率（倍）	2.84	3.44	1.53	1.59
现金短期债务比（倍）	4.11	3.74	1.08	1.00
经营现金流动负债比率（%）	24.71	5.65	9.21	-3.60
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.95	-0.39	-1.43	--

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. 2020 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
主要计算指标及计算公式

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	117.87
担保责任余额（亿元）	1,167.05	974.22	1,107.39
净资产担保倍数（倍）	17.79	8.70	9.40
当期担保代偿率（%）	0.28	65.55	57.37
当期代偿回收率（%）	41.55	0.01	0.09
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33
平均资产收益率（%）	8.80	7.81	6.67
平均净资产收益率（%）	10.94	9.40	9.86

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-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+研发费用）/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。