

信用等级公告

联合[2018]741 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深圳翰宇药业股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的公司债券进行综合分析和评估，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 2018 年拟面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年八月十五日

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

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本期债券规模：不超过 5 亿元（含）
本期债券期限：不超过 5 年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
担保方：深圳市高新投集团有限公司
担保方式：连带责任保证担保
评级时间：2018 年 8 月 15 日
主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	35.46	44.57	52.98	58.74
所有者权益（亿元）	26.37	36.05	38.85	39.60
长期债务（亿元）	4.01	4.21	4.59	8.24
全部债务（亿元）	5.01	4.21	7.78	12.93
营业收入（亿元）	7.68	8.55	12.46	2.69
净利润（亿元）	3.05	2.92	3.30	0.98
EBITDA（亿元）	4.58	4.45	4.77	--
经营性净现金流（亿元）	1.39	2.96	2.14	0.98
营业利润率（%）	79.43	78.73	82.45	85.62
净资产收益率（%）	15.53	9.35	8.80	2.50
资产负债率（%）	25.63	19.13	26.67	32.58
全部债务资本化比率（%）	15.97	10.46	16.69	24.62
流动比率	2.34	5.57	3.00	3.12
EBITDA 全部债务比	0.91	1.06	0.61	--
EBITDA 利息倍数（倍）	13.70	10.79	14.28	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.92	0.89	0.95	--

担保方

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额	82.02	78.99	134.70
所有者权益	63.96	65.59	111.96
营业总收入	9.34	11.01	15.05
净利润	6.07	7.09	8.35
平均资产收益率	9.28	8.80	7.81
平均净资产收益率	12.31	10.94	9.40

注：1、本报告中部分合计数与各相加数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；本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、2018 年 1 季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳翰宇药业股份有限公司（以下简称“公司”或“翰宇药业”）的评级反映了公司 2015 年完成重大资产重组后，在产品种类、技术研发、品牌形象以及市场渠道等方面具备的竞争优势。近两年，公司坚持向“医药+医疗器械”领域延伸，药品制剂与医疗器械相结合，拓宽产品应用领域，经营风险进一步分散；营业收入稳步增长，毛利率水平高，经营活动现金流状况良好，偿债能力较强。同时，联合评级也关注到医药行业政策变动大、应收账款对运营资金占用明显、大额商誉存在一定减值风险以及在建项目资金支出压力较大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，公司整体竞争实力将有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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。高新投作为广东省省级担保公司，各项业务得到了来自政府的有力支持，其资本实力和担保实力强，对本期债券的担保有效提升了本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 随着公司国外市场拓展力度加大、部分药品价格上涨以及收购甘肃成纪生物药业有限公司（以下简称“成纪药业”）的综合效益初显，公司营业收入大幅增长，毛利率处于较高水平。

2. 公司技术水平较为领先，研发能力强，

产品储备丰富；公司通过收购的方式使得业务多元化，经营风险得以分散。

3. 公司现金类资产较充足，经营活动现金流状况良好，债务负担较轻，偿债能力较强。

关注

1. 2017 年，成纪药业未能完成业绩承诺，商誉出现减值，未来若业绩仍无法达到预期，仍将面临减值风险，同时收购成纪药业使公司面临业务整合的风险。

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. 公司在建项目所需资金规模较大，存在一定的资金支出压力。

4. 公司收入实现质量有待提高，销售费用大幅增长，费用控制能力有待加强。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



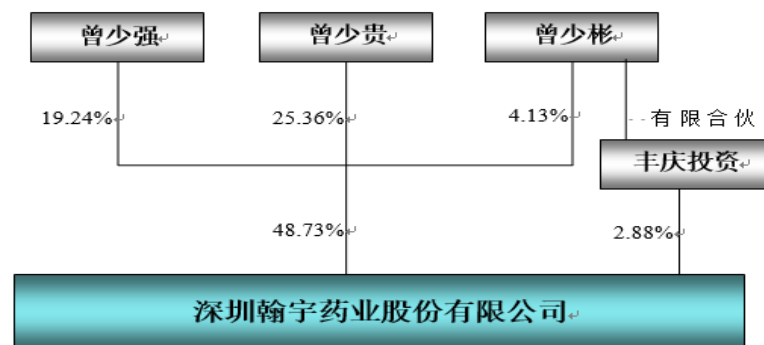
联合信用评级有限公司

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 3 月底，公司股本为 93,469.25 万股，其中曾少贵、曾少强和曾少彬分别持有公司 25.36%、19.24%和 4.13%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。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

注：丰庆投资即新疆丰庆股权投资合伙企业（有限合伙）

公司经营范围为：经营进出口业务（法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）。生产经营片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、小容量注射剂、冻干粉针剂、原料药（按照《药品生产许可证》批准的种类生产）。

截至 2018 年 3 月底，公司下设内部审计部、人力资源部、行政部、信息技术部、国际市场部等 26 个部门。截至 2017 年底，公司共有 7 家子公司，在职员工 927 名。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 52.98 亿元，负债合计 14.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）38.85 亿元。2017 年，公司实现营业收入 12.46 亿元，净利润 3.30 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 2.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.88 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 58.74 亿元，负债合计 19.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）39.60 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.69 亿元，净利润 0.98 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额为 0.98 亿元，现金及现金等价物净增加额为 5.33 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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期公司债券名称为“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）”（以下简称“本期债券”），债券发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元）。本期债券共设两个品种：品种一为 5 年期，第二年末和第四年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期，第三年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。两个品种之间双向互拨选择权，互拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间互拨选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值发行。本期债券品种一附调整票面利率选择权，公司有权决定是否在存续期的第 2 年末和第 4 年末调整后续期限的票面利率；品种二附调整票面利率选择权，公司有权决定是否在存续期的第 3 年末调整后续期限的票面利率。本期债券采用单利按年计息，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。

2. 本期债券募集资金用途

公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于补充公司流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为制剂类产品及医疗器械类产品的生产和销售，涉及行业为医药工业和医疗器械。

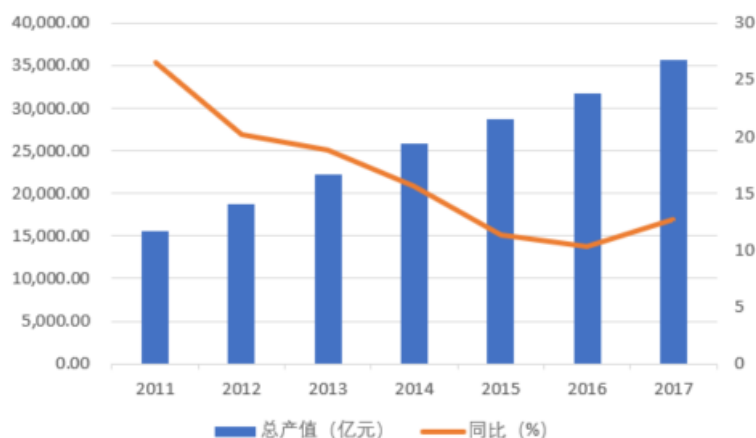
1. 医药工业概况

（1）行业概况

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七种子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

改革开放 30 年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药工业快速发展。医药工业总产值从 1978 年的 79 亿元增加到 2013 年的过 2 万亿元，2014 年超过 2.5 万亿元，30 多年增长超过 250 多倍。受进一步深化医疗改革及政府对药品价格等控制措施的影响，2016 年中国医药工业总产值 31,676 亿元，同比增长 10.7%，2017 年中国医药工业总产值 35,699 亿元，同比增长 12.7%，行业发展趋势回暖，中国医药工业总产值呈现平稳增长趋势。

图2 2011~2017年中国医药工业总产值变化



资料来源：南方医药经济研究所

随着经济发展和居民生活水平的提高，医药产业在全国的地位逐渐升高，医药工业总产值占国民生产总值的比重也不断上升，由2007年的2.53%上升至2016年的4.25%，总体上看比重上升的幅度较大。从未来看，由于国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位不断提升。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，2016年起行业开始企稳回升。

（2）行业竞争

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。中国的制药企业在20世纪80年代初期只有800余家，截至2017年6月底已接近7,600家，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。

总体看，目前我国医药生产企业众多，行业集中度较低，仍呈粗放型发展态势。

（3）行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表1 2015年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2015年2月	国务院办公厅《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	坚持以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施，加强药品采购全过程综合监管，切实保障药品质量和供应；鼓励地方结合实际探索创新，进一步提高医院在药品采购中的参与度	有利于破除以药补医机制，加快公立医院特别是县级公立医院改革，降低药品虚高价格，减轻人民群众用药负担，预防和遏制药品购销领域腐败行为，抵制商业贿赂，推动药品生产流通企业整合重组、公平竞争，促进医药产业健康发展
2015年4月	食品药品监督管理局《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容

2015年5月	国务院办公厅《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医	用药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深
2015年5月	发改委、卫计委、人社部等《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标
2015年7月	食品药品监督管理局《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	要求1622个已申报并待审的药品注册申请人按照相关要求对照临床试验方法，对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物的临床试验数据开展自查，确保临床实验数据真实、可靠，相关证据保存完整	有利于解决药品申请注册挤压问题，鼓励创新药研究，同时加剧企业间分化
2015年8月	国务院《关于改革药品医疗器械审批制度的意见》	全面启动药品审批制度的改革以解决药物临床试验“申报难审批易”等顽疾，同时也将对创新药实行特殊审评审批制度	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2015年10月	国务院办公厅《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁
2016年2月	国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略
2016年2月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明显改进）的优先审批，规定17种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2016年3月	国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不再注册	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力
2016年4月	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展
2016年6月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下	未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓
2017年2月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017年2月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个（民族药88个）；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017年7月	全国人民代表大会常务委员会《中医药法》	中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管，同时加大对中医药违法行为的处罚力度。	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算，并且打开医保大门，有力推进中医药产业振兴；将中医诊

			所由现行的许可管理改为备案管理，改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式；提升中医药事业的市场化程度
2017年10月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出36条具体意见	继2015年8月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后，又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
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	可视作为仿制药改革的顶层文件，最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代，再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价，鼓励具备条件的各类机构参与”

资料来源：联合评级整理

总体看，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，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。

（4）行业关注

研发能力不足

政策加速企业分化，药品的研发周期长、风险高、投资大。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如此匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例，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。近年来，中国医药研发取得了较快发展，一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病，市场对疗效好、价格优的新药提出了迫切需求；另一方面，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。2016年中国医药研发投入107亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的7.4%，同比提高0.9个百分点。随着中国药企研发实力的提升和政府对于仿制药监管的加强，中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下，同时受到研发人才限制的影响，目前中国新药研发体系仍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。在研发竞争愈发激烈的大环境下，近年来中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。2015年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

药品降价

2014年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。2014年11月25日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿，从2015年1月1日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015年5月，发改委联合卫

卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015 年 10 月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等 16 个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016 年 5 月 20 日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中慢性乙肝一线治疗药物“替诺福韦酯”、非小细胞肺癌靶向治疗药物“埃克替尼”和“吉非替尼”与此前公立医院的采购价格相比，谈判价格降幅均在 50% 以上。从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

（5）未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、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。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，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。

2. 医疗器械行业

（1）行业概况

医疗器械是指单独或者组合使用于人体的仪器、设备、器具、材料或者其他物品，包括所需要的软件。医疗器械行业是一个多学科交叉、知识密集、资金密集型的高技术产业，进入门槛较高。医疗器械行业上游是原料相关行业，包括医用材料、化工、钢铁、有色金属、互联网等；下游是医药流通、医疗卫生事业、保险业、服务业等。

2001~2017 年，中国医疗器械行业发展迅速，但与发达国家相比，中国医疗机构的整体医疗装备水平较低，医疗器械行业未来一段时间仍将保持较快的增速。根据《2016 年中国医疗器械行业发展状况蓝皮书》数据显示，2006~2016 年，我国医疗器械产品市场规模持续高速扩张，销售收入的年均复合增长率为 23.90%，2016 年中国医疗器械产品销售收入达 3,700 亿元。与医药市场相比，我国医疗器械市场仍处于发展早期阶段。目前，我国医疗器械市场规模仅占我国医药总市场规模 14%，而该比例在全球市场为 42%，未来我国医疗器械发展空间巨大。根据《2016 中国医疗器械产业投融资蓝皮书》预测，未来 3 年我国医疗器械市场总量将保持 20% 左右的高增速。

根据 Evaluate Med Tech 统计，2016 年全球医疗器械行业细分领域中，占据市场份额前四位的分别是体外诊断、心血管器械、医学影像设备和骨科。从我国 2016 年的医疗器械市场结构来看，医学影像占比最大，其次是体外诊断、低值耗材、心血管器械和骨科等产品，与国际医疗器械行业结构相似。

总体看，中国医疗器械市场规模快速增长，但与国际同类市场相比，体量较小，占比较低，

仍处于初级阶段，未来发展空间巨大。

（2）市场供需

随着经济发展，人均可支配收入（城镇居民）从 2006 年的 11,759.50 元增长至 2017 年 36,396.00 元。随着居民保健意识的提高，个人卫生支出稳步增长，从 2006 年的 4,853.56 亿元增长至 2016 年的 33,606.65 亿元，年均复合增长 10.64%。作为卫生支出的子行业，人均收入增长带来的卫生支出大幅增加是推进医疗器械行业成长的重要原因。

我国社会老龄化趋势不断加深也是医疗器械市场发展的一个重要驱动因素。根据全国老龄工作委员会办公室发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》，从 2001 年到 2020 年是我国快速老龄化阶段。这一阶段，中国将平均每年增加 596 万老年人口，年均增长速度达到 3.28%，大大超过总人口年均 0.66% 的增长速度，人口老龄化进程明显加快。到 2020 年，老年人口将达到 2.48 亿，老龄化水平将达到 17.17%，其中 80 岁及以上老年人口将达到 3,067 万人，占老年人口的 12.37%。根据联合国预测，21 世纪上半叶，中国一直是世界上老年人口最多的国家，占世界老年人口总量的五分之一，21 世纪下半叶，中国也还是仅次于印度的第二老年人口大国。

从医疗器械的市场情况看，医疗器械市场主要是通过医院市场和零售市场进行消化。在 2016 年我国医疗器械约为 3,700 亿的市场销售规模中，医用医疗器械市场约为 2,690 亿元，约占 72.70%；家用医疗器械市场约为 1,010 亿元，占比 27.30%。家用医疗器械市场中，传统零售市场销售规模约为 645 亿元，约占 63.86%；电子商务销售约 365 亿元，约占 36.14%。从医院市场来看，我国 2003 年至 2016 年医院数量从 17,764 家增长至 26,000 家，年均复合增长 2.97%。截至 2017 年 6 月底，全国医院数量增加至 30,000 家，较上年底增长 15.38%。

总体看，居民人均可支配收入及保健意识的提高将推动医疗产品的需求；不断增加的医疗卫生机构将有助于拓宽医疗器械产品的覆盖面。

（3）竞争格局

中国医疗器械产业呈现“数量多、集中度低、产品低端且重合”等特点。根据国家食品药品监督管理局统计，截至 2016 年底我国医疗器械生产企业已达 15,343 家，其中可生产一类产品的企业 4,979 家，可生产二类产品的企业 8,957 家，可生产三类产品的企业 2,366 家。这些医疗器械生产企业主要分布在长三角、珠三角和环渤海地区，其中广东、江苏、浙江、山东、上海和北京等六省市的医疗器械生产企业占全国总数的 58.5%，医疗器械行业的上市公司也主要分布在这六个省市。我国医疗器械公司整体规模和市场尚小。2016 年我国共有超过 15 万家医疗器械生产企业，这些企业中 90% 以上规模在 2,000 万元以下，年产值过亿的企业仅 300~400 家左右，行业集中度较低。

从产品附加值上看，国内中高端医疗器械主要依靠进口，低端产品竞争激烈，伴随我国鼓励医疗器械自主创新相关战略的实施，预计国产高端产品的份额将有望提升。国内企业在中低端器械领域生产企业众多，但部分高端器械领域已开始或完成进口替代。在高端器械领域，随着国产设备和耗材质量的持续改进，心脏支架、心脏封堵器等产品的国产企业市场份额已经超过进口产品，一定程度上实现了“进口替代”；在磁共振设备、64 排以上 CT 等高端领域，国外品牌仍处于垄断地位。

总体看，中国医疗器械已基本实现自主生产，高端产品主要依赖进口，国内主要以低技术含量、低技术层次的中低档产品为主，生产企业数量多，市场集中度低。

（4）行业政策

医疗器械属于高监管行业，政策法规不仅影响医疗器械行业发展的规模、模式和方向，也影

响着企业经营行为的各个环节。2000 年，国务院发布的《医疗器械监督管理条例》结束了我国医疗器械长期无法可依的历史。

在我国，医疗器械行业是国家大力支持的行业。《医疗器械科技产业“十三五”专项规划》（2015 年）提出，“国家将推动医疗信息化平台建设，包括远程医疗信息系统、区域医疗信息平台 and 医院智能化管理系统平台；初步建立医疗器械研发创新链，医疗器械产业技术创新能力显著提升；突破一批共性关键技术和核心部件，重点开发数字化诊疗设备、组织修复与可再生材料、分子诊断仪器及试剂、人工器官与生命支持设备、健康检测装备五大医疗器械发展、增强国产厂商创新能力，加速高端医疗器械国产化，促进企业转型升级；进一步完善科技创新和产业发展的政策环境，培育一批创新品牌，大幅提高产业竞争力，医疗器械科技产业发展实现快速跨越”。

《医药工业“十三五”发展规划》（2015 年）提出“加强医疗器械标准体系建设，实施国家医疗器械标准提高行动计划，重点提高基础性和通用性标准，积极参与‘一带一路’建设，与丝绸之路经济带、21 世纪海上丝绸之路沿线国家开展医疗器械交流与合作”。

《〈中国制造 2025〉重点领域技术路线图（2015 版）》指出，重点突破高性能医疗器械等 10 大战略产业。科技部出台的《国家重点研发计划试点专项 2016 年度第一批项目》，涉及“干细胞及转化研究”、“数字诊疗装备研发”等 6 个试点专项。从行业监管上看，国家食品药品监督管理总局 2015 年对医疗器械行业的规范与监管提升了一个大的台阶，为行业未来数年甚至 10 年的未来发展奠定了良好的基础。

我国 2016 年起施行的《医疗器械临床试验质量管理规范》（以下简称“规范”）涵盖医疗器械临床试验全过程，包括临床试验的方案设计、实施、监查、核查、检查，以及数据的采集、记录，分析总结和报告等，“规范”的实施有利于规范国内医疗器械行业临床试验，促进行业规范健康发展。2017 年 1 月 5 日，国家食品药品监督管理总局审议通过了新修订的《医疗器械召回管理办法》（以下简称“办法”），“办法”重点对召回的范围和个别操作程序作了补充和调整，强化了生产企业的主体责任和法律责任，加大了对违法违规行为的惩处力度，同时明确了召回的适用范围，调整了缺陷产品的范围，“办法”的实施提高了行业质量管理水平，有利于保障消费者合法权益。

总体看，国家大力推动医疗器械国产化政策，鼓励医疗器械创新，未来高端国产医疗器械将获得长足发展。

（5）行业关注

医疗器械行业面对较大的技术壁垒风险

随着我国医疗器械产品越来越多进入国际市场，未来医疗器械行业的竞争将逐渐升级为国家级的技术竞争。许多发达国家依其拥有的知识产权优势，实施知识产权战略，用知识产权技术确定的技术标准作为国家贸易壁垒。我国本土医疗器械企业的技术研发水平不高，核心技术较欠缺。医疗器械行业面临较严峻的技术风险。

医疗器械产业规模结构分散

我国医疗器械企业规模小，产业组织结构分散，且以中低端产品为主，产业竞争力处于较低水平。我国医疗器械制造业长期实行数量增长的外延式粗放型扩张战略，虽然近年来通过兼并重组，在一定程度上改善了生产集中度的问题，但与世界先进水平相比仍有较大差距。产业集中度偏低导致我国医疗器械制造业难以发挥规模效应，同时企业质量管理体系推广进程缓慢，医疗器械产品难以打入国际市场。

医疗器械产品结构失衡，创新能力不足

我国医疗器械市场近年来发展迅速，但一直是以仿制为主，医疗器械的研发与创新处于低水平重复状态。同时由于我国医疗器械行业的政策导向不够，对医疗器械研发的资金支持不足等因素，致使我国医疗器械制造业的新产品研究缺少鼓励创新机制和宏观环境，众多医疗器械企业把焦点集中在开发时间短、见效快的仿制品种上，使得我国医疗器械制造业新品研发一直处在较低水平上。

（6）行业发展

目前，全国基层医疗卫生机构的医疗器械和设备中，有 15% 左右是 20 世纪 70 年代前后的产品，有 60% 是上世纪 80 年代中期以前的产品，它们更新换代的过程又是一个需求释放的过程，将会保证未来 10 年甚至更长一段时间中国医疗器械市场的快速增长。

未来维持中国医疗器械市场较高发展速度的驱动因素包括：（1）经济发展带来人均收入的提高，从而推动消费能力、健康意识提升，进而转化为不断增加的医疗费用支出；（2）医疗器械发展和医药产业发展的不匹配（医药和医疗器械的消费比例，全球约为 1:0.7，欧美日等发达国家已达到 1:1.02，我国约为 1:0.19），在未来需要进行资源配置的再平衡，将为行业发展注入充足动力；

（3）国家政策对医疗器械的大力支持；（4）我国幅员辽阔，不同地区经济发展水平，医疗器械普及技术水平差异巨大，经济较好地区的升级换代需求以及欠发达地区的医疗普及需求等相互交织，从而推进中国医疗器械行业维持较高的复合增长率。

总体看，目前我国医疗器械行业处于快速发展时期，近年来市场规模扩展速度很快。随着人口老龄化进一步加剧、居民人均可支配收入的增加以及健康意识的提升，将进一步推动医疗器械行业的发展。国家政策的陆续出台有助于加快高端产品国产化的进程，规范业内竞争次序，未来整个行业发展前景较好。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司是专业从事多肽药物研发、生产和销售的国家级高新技术企业，主要产品有醋酸去氨加压素注射液、注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、注射用特利加压素等，应用到消化道、心脑血管、糖尿病、传染病、肿瘤、老年性疾病等方面的治疗。公司于 2015 年完成了对成纪药业的收购，主营业务由单纯的“医药”领域延伸至“医药+医疗器械”领域，通过制剂与器械的结合拓宽了公司产品的应用领域，提高了核心竞争力。公司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）三大系列，以及合并成纪药业新增的药品组合包装产品、器械类产品、固体类产品。

产品方面，公司作为我国多肽类药物细分市场的领先企业，目前拥有 12 个多肽药物品种，为国内拥有化学合成多肽药物品种最多的企业之一。公司已取得国家新药证书 9 个，国家新药临床试验批件 17 个。公司为中检验、USP 等提供多项多肽药物标准物质，部分多肽原料药和多肽药物制剂正在与美国、欧洲的战略合作伙伴合作进行产品的海外注册。作为长期专注于多肽药物研发与生产的专业企业，公司的产品线较丰富，产品统一规划，重点推广，长远经营，较仅拥有单个或几个多肽药物的企业竞争优势更为突出。2015 年，公司收购成纪药业，进入医疗器械行业，实现“医药+器械”的结合，拓宽自身产业链，提高核心竞争力。2016 年，成纪药业的注射用甲磺酸加贝酯和布美他尼注射液获得国家食品药品监督管理总局批准上市，记忆型可调注射笔获得甘肃省食品药品监督管理总局批准上市；2017 年，成纪药业一次性注射笔获得甘肃省食品药品监督管理局批准上市，公司器械类产品种类进一步丰富。

研发方面，公司拥有一支留美博士后、博士、硕士专职研发团队，研发人员占企业员工总数的 25% 以上，并与国内 30 多家院校及科研机构建立了合作关系，形成了专业从事多肽药物研发和自主创新的优势。公司通过自主创新、引进消化，突破多项技术瓶颈，申请了 300 多件发明专利，多件 PCT 专利，获得授权超过百件。公司先后承担了“863 计划”、“十五”、“十一五”、“十二五”科技重大专项、国家级火炬计划、“重大新药创制”等多项国家级重大科技攻关项目；参与制定国家多肽药物行业注册标准、多项新版《国家药典》标准；多次获得中国专利奖及省市科技奖、专利奖、质量奖。

销售方面，在国内市场，公司积极拓展销售渠道，充分把握国家及地方医药相关政策，结合各省市具体情况推进招投标工作；公司继续加强品种的差异化和精细化管理，以品种特点为基础，采取不同的销售策略，进一步保持已有品种的市场优势地位，持续加强特利加压素等高端品种的学术推广工作，加强新获批产品依替巴肽的市场推广力度，做好新产品入市准备工作。公司产品特利加压素、依替巴肽，及子公司成纪药业产品小儿对乙酰氨基酚新增纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》，提高了产品市场影响力，对新产品的学术推广和市场培育有积极作用。在国际市场，公司持续推进原料药和客户肽的海外拓展工作，推进海外合作项目的顺利进行，加强美欧等规范市场的注册与市场拓展工作。

荣誉方面，2015 年，公司获得广东省科学技术奖以及国家高新技术企业证书；2016 年，公司重大技术“多肽化学修饰的关键技术及其在多肽新药创制中的应用”荣获年度国家科学技术发明奖二等奖的国家级荣誉；2017 年，公司荣获广东省自主创新标杆企业，十大最具投资价值医药上市公司等荣誉。

总体看，公司作为多肽类药物细分市场的领先企业，坚持以自主创新为出发点，持续提升公司的整体研发实力，积极拓展国内外销售渠道，具有较强的市场竞争力。

2. 人员素质

公司现有董事 7 人、监事 3 人、高级管理人员 8 人，其中董事长 1 名、总裁 1 名、监事会主席 1 名、财务总监 1 名，全部具有本科及以上学历，大多在公司工作多年，对公司整体状况十分熟悉，具有丰富的企业管理经验。

公司董事长曾少贵先生，1968 年 5 月出生，清华大学经济管理学院高级工商管理硕士(EMBA)，澳门科技大学法学硕士，中国政法大学在职法学硕士，高级经营师。曾少贵先生历任深圳市华兴油料贸易有限公司经营部业务员、经营部经理；深圳市翰宇药业有限公司董事长、深圳市翰宇创业投资有限公司董事长、深圳市翰宇生物工程有限公司董事长，现任公司董事长，同时还担任深圳市人民代表大会代表、深圳市人大内务司法委员会委员等社会职务。

公司总裁袁建成先生，1963 年 6 月出生，第三军医大学临床医学专业毕业，医学博士、副研究员，美国路易斯安娜州立大学医学院博士后。袁建成先生历任第三军医大学烧伤外科主治医师；第三军医大学全军烧伤研究所副研究员、硕士生导师；第三军医大学全军烧伤研究所副所长；深圳市翰宇生物工程有限公司副总裁；深圳市多肽合成工程技术研究开发中心主任；深圳市翰宇药业有限公司副总裁；广东省多肽药物工程技术研究开发中心主任；深圳市翰宇药业有限公司总裁、深圳市翰宇生物工程有限公司董事，现任公司董事、总裁。

截至 2017 年底，公司在职员工 927 人，从文化程度看，本科及以上学历 449 人，占比 48.44%；大专学历 272 人，占比 29.34%；中专技校及高中学历 170 人，占比 18.34%；其他学历 36 人，占比 3.88%。从专业构成看，生产人员 343 人，占比 37.00%；销售人员 119 人，占比 12.84%；技术

人员 236 人，占比 25.46%；财务人员 24 人，占比 2.59%；行政人员 205 人，占比 22.11%。

总体看，公司管理层综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验；公司员工构成能够满足公司经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司已按照中国证监会、深交所关于上市公司内部控制等有关规定，制定了完善的公司治理制度，包括《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等，不断推进公司体制和管理的创新，不断完善法人治理结构。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。

董事会由 7 人组成，设董事长 1 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生；独立董事 3 人；董事会对股东大会负责。董事长为公司法定代表人。董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满可连选连任。公司董事会职责清晰，能够依照公司相关内部规则，保证公司董事会的依法运作和对公司的控制。

监事会由 3 人组成，设监事会主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事会包括 2 名职工监事，职工监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事每届任期 3 年，可连选连任。监事会认真履行职责，按规定程序召开监事会，对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履行职责的合法合规进行监督，维护公司及股东的合法权益。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，负责日常经营管理工作。公司设副总裁 6 名，由董事会聘任或解聘，分管公司下设的不同的管理部门。公司经理层对公司日常生产经营实施有效控制并能够依据相关法规和公司章程履行职责，保证公司的经营运作独立于控股股东。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

截至 2018 年 3 月底，公司下设内部审计部、人力资源部、行政部、信息技术部、国际市场部等 26 个部门。公司部门设置基本满足目前管理需要。

公司严格按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等法律法规的要求，不断完善管理架构，建立健全内部管理和控制制度，建立了既符合国家有关法律法规和监管部门的要求，同时也能适应公司行业环境与经营管理特点的内部控制体系，涵盖供销管理、安全生产管理、资金管理、投融资管理、内部审计管理及对子公司的管理等方面，形成了一套规范的管理流程与方法。

供销管理方面，公司设供销中心，实行集中购销模式。在采购方面，公司各生产单位按月度提交采购计划，采购主管按照采购材料的种类将采购分配给相应的采购业务员，业务员收到采购计划后按情况确定采购方式，一般通过电子招标平台进行招标采购，招标采购计划需经各级部门审批通过后方可实施。公司建立供应商考核机制，对考核指标进行周加权，按月度进行供应商考

核打分。销售方面，公司实行以产定销模式，按产品划分营销组。公司不设外驻机构，对不同区域分别设置区域销售主管、业务经理等职务。

安全生产管理方面，公司制定的《安全管理办法》，对原材料的采购、运输，产品的生产、仓储和运输等过程中应实施的安全措施和风险防范机制做出了明确的规定，积极防范风险、确保生产的安全进行。公司安全生产管理内容涵盖人身安全、环保、生产安全等各个方面，主要的安全措施包括技术改造、规范生产管理、加强员工安全意识等方面，公司每月召开安全生产会议，设置安全奖励机制。

资金管理方面，公司设财务部，公司的一切资金收、支归口由财务部统一管理。公司建立货币资金业务的岗位责任制，明确相关岗位的职责权限，包括出纳人员、审批领导、专用印章等保管人员、会计人员、稽核人员、会计档案保管人员及货币资金清查人员的岗位责任办法，确保办理货币资金业务的不相容岗位相互分离、制约和监督。

投融资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》，采用不同的投资额分别由公司不同层次的权力机构决策机制，对对外投资的审批权限、组织管理机构、决策程序、对外投资的日常管理、财务管理及审计等进行了规定。同时，公司制定了《融资管理制度》，包括融资内控目标、融资应遵循的原则、融资的管理部门和职责、融资的授权和审批、融资决策管理。该制度有利于公司较合理的确定筹、融资结构，选择恰当的筹融资方式，较严格的控制财务风险，以降低企业成本。

内部审计管理方面，公司董事会下设审计委员会，审计委员会统一领导公司的审计工作，并向董事会报告。公司本部设立专门的设计部门并配置专职内部审计人员，专门审计部门负责具体执行公司年度审计计划，履行内部审计职责，组织实施内部审计活动，向审计委员会报告内部审计工作。内部审计内容包括财务审计、内控审计以及专项审计。公司内部审计部的主要职责包括对公司各内部机构、控股子公司以及具有重大影响的参股公司的内部控制制度、会计及其他有关经济资料等进行审计；协助建立反舞弊机制。内部审计部至少每季度向公司董事会审计委员会报告一次，并在每个会计年度结束后两个月内提交审计工作报告。

子公司管理方面，公司制定了《控股子公司管理制度》，明确控股子公司的职责和权限。各控股子公司依据公司制度，并结合实际情况建立和健全经营和财务管理制度，公司还对控股子公司进行年度业绩考核，确保子公司年度经营目标的实现。公司财务部是各控股子公司财务部门的管理机构，控股子公司财务管理实行统一领导、分级管理，由公司财务部对控股子公司的会计核算和财务管理等方面实施指导、监督和检查等。

对外担保方面，公司实行多层审核监督制度，财务部为公司对外担保的审核及日常管理部门，负责受理及审核所有被担保人提交的担保申请以及对外担保的日常管理与持续风险控制。公司原则上仅对与公司有相互担保关系的单位或与公司具有重要业务关系的单位法人提供担保，且担保对象需具有较强的偿债能力和良好的资信状况。公司制定严格的担保审查和批准流程，对于担保合同的订立、风险管理、责任与处罚等均进行了严格的规定。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

六、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。2015~2017年，受公司加大海外市场拓展力度以及收购成纪药业带来的整合效益显现影响，公司营业收入大幅增长，分别为7.68亿元、8.55亿元和12.46亿元，年均复合增长27.36%；净利润分别为3.05亿元、2.92亿元和3.30亿元，年均复合增长3.92%，净利润增幅较小，主要系新产品拟上市前期市场推广，销售费用大幅增加以及管理费用增加所致。2015~2017年，公司主营业务收入均占营业收入的99.00%以上，主营业务十分突出。

从收入构成看，2015~2017年，公司制剂业务收入呈波动增长态势，分别为4.11亿元、3.38亿元和6.22亿元，2016年较上年下降17.73%，主要系国内制剂销售处于调整阶段，受国内医保控费等下行压力影响，制剂销量减少以及部分制剂价格下降所致，2017年较上年增长84.05%，主要系注射用特利加压素、注射用生长抑素、注射用胸腺五肽等产品销售额增加所致；制剂业务作为公司最重要业务板块，收入占营业收入比重波动下降，分别为53.44%、39.50%和49.89%。2015~2017年，公司原料药业务收入大幅增长，分别为0.53亿元、1.27亿元和1.90亿元，主要系部分重磅多肽药物的专利到期或即将到期，原料药出口大幅增长所致；原料药业务收入占比持续上升，分别为6.85%、14.80%和15.27%，已超越客户肽成为第三大收入来源。2015~2017年，公司客户肽业务收入波动下降，分别为0.84亿元、1.04亿元和0.84亿元，其中2016年较上年增长23.29%，主要系部分重磅多肽药物的专利到期或即将到期以及公司持续加大海外市场拓展力度所致，2017年较上年下降19.27%，主要系客户需求下降所致；客户肽收入占比波动下降，分别为10.99%、12.17%和6.74%。2015年，公司药品组合包装产品和器械类销售收入系2015年2~12月的销售收入，经过公司整合管理及生产设备的升级改造，整合效益逐步显现，2016~2017年，公司药品组合包装产品分别为1.25亿元和1.34亿元，收入占比分别为14.59%和10.73%；器械类销售收入分别为1.57亿元和2.11亿元，收入占比分别为18.36%和16.90%。公司固体类收入和其他业务收入规模非常小，对公司收入贡献较小。

从毛利率水平看，公司近三年综合毛利率整体稳中有升。具体看，制剂和药品组合包装产品毛利率波动增长，原料药产品毛利率较为稳定，客户肽为定制产品，价格和成本不具有可比性，近几年毛利率持续增长，器械类产品毛利率持续增长（具体见下表）。

表2 2015~2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
制剂	41,058.95	53.44	80.47	33,778.59	39.50	76.49	62,169.87	49.89	83.58
原料药	5,265.16	6.85	82.34	12,658.77	14.80	80.12	19,034.94	15.27	79.25
客户肽	8,442.34	10.99	85.86	10,408.79	12.17	90.96	8,402.81	6.74	95.14
药品组合包装产品	10,329.81	13.45	72.98	12,473.99	14.59	70.84	13,378.28	10.73	75.61
器械类	11,107.97	14.46	89.20	15,698.12	18.36	91.93	21,055.99	16.90	93.45
固体类	300.49	0.39	-79.60	361.90	0.42	-77.26	339.18	0.27	-38.80
其他业务收入	321.65	0.42	100.00	124.64	0.15	100.00	242.29	0.19	99.96
合计	76,826.38	100.00	80.90	85,504.79	100.00	80.18	124,623.35	100.00	84.21

资料来源：公司年报

2018年1~3月，公司实现营业收入2.69亿元，较上年同期增长30.39%，主要系公司销售规模扩大所致；公司实现净利润0.98亿元，较上年同期增长25.22%。

总体看，近年来公司收入规模持续扩大，产品品类更加丰富，综合毛利率水平很高。

2. 原材料采购

目前，公司尚未形成集团采购，成纪药业的采购由其自身负责。

采购模式方面，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。一般情况下，公司生产部门根据需求，每月或每季度向采购部提交采购需求，采购周期在 40~60 天左右。

在供应商管理方面，公司严格按照 GMP 管理要求，由质量管理部主导，采购部、生产部共同参与对供应商的筛选和评估。公司一般会要求供应商邮寄采购产品小样，通过上机检验操作合格后，方可作为备选供应商；对部分供应商公司也会采取实地考察的方式。公司上游原材料采购全部来自经评估合格的供应商。

在采购结算方面，除部分进口原材料采用预付款方式外，公司主要原辅料均为货到检验合格后付款；公司与供应商的货款结算周期一般在一个月左右。

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。2017 年，费用（含折旧）占比 60.10%，原材料占比约在 31.45%，直接人工占比 8.45%。公司原材料采购中，原料和包材（内包材及外包材）是主要采购物资。

公司生产原料药所需原辅料主要包括氨基酸、缩合剂、树脂、化学试剂等。公司生产制剂所需原辅料主要为自行生产的原料药；近年来，随着出口业务的发展，公司安排部分原料药产能专供出口原料药及客户肽生产，对部分原料药，如胸腺五肽和生长抑素进行外购。从原材料采购种类看，近年来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）。2015~2017 年，胶塞的采购金额持续下降，分别为 129.74 万元、98.72 万元和 94.17 万元，2016 年胶塞采购额大幅下降主要系制剂销量减少所致；西林瓶的采购金额分别为 614.39 万元、331.01 万元和 503.27 万元，2016 年较上年大幅下降主要系制剂销量大幅减少所致，2017 年较上年大幅增长主要系制剂销量回升所致；Fmoc-Arg(Pbf)-OH 主要用于原料药利拉鲁肽的生产，2015~2017 年，采购金额呈波动增长，分别为 11.63 万元、46.90 万元和 20.92 万元，主要系受利拉鲁肽产量波动影响所致。

表 3 2015~2017 公司主要原材料采购情况

原材料名称	均价 单位	2015 年		2016 年		2017 年	
		采购金额（万元）	均价	采购金额（万元）	均价	采购金额（万元）	均价
胶塞	元/只	129.74	0.09	98.72	0.09	94.17	0.09
西林瓶	元/只	614.39	0.27	331.01	0.27	503.27	0.26
Fmoc-Arg(Pbf)-OH	元/克	11.63	3.87	46.90	3.90	20.92	3.74

资料来源：公司提供

采购价格方面，近年来公司对胶塞和西林瓶的采购规模较大，与供应商保持良好合作关系，因此采购价格保持稳定；Fmoc-Arg(Pbf)-OH 的采购价格呈波动下降态势。整体看，公司主要原材料采购均价较稳定，有利于公司成本控制。

从供应商集中度来看，2015~2017 年，公司前五名供应商采购金额占采购总额的比重分别为

40.58%、40.97%和 32.02%，集中度较高。

总体看，公司原材料采购种类较多，原材料占成本的比例相对较低，且包材采购金额占比较大，主要原材料采购均价较稳定，有利于公司控制成本；公司原材料采购的集中度较高，包材采购价格较稳定。

3. 产品生产

公司产品包括多肽药物原料药、制剂和客户肽三大类；收购成纪药业后，业务范围延伸至医疗器械行业和固体制剂。公司原料药产品主要包括胸腺五肽、生长抑素、鲑降钙素、去氨加压素、醋酸特利加压素、利拉鲁肽和醋酸格拉替雷等；制剂产品主要包括注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液和注射用特利加压素等。客户肽为定制业务，主要是根据客户给出的多肽序列、纯度和数量定制合成，用于科研。公司药品组合包装产品、器械类产品和固体类产品的运营主体为成纪药业，其中器械类产品主要包括卡式注射器、一次性使用无菌溶药器两大类产品，其中卡式注射器进一步细分为卡式注射架、卡式全自动注射笔、卡式半自动注射笔和可调式注射笔等四类产品；固体类产品主要包括小儿氨酚烷胺颗粒等产品；药品组合包装产品包括“二合一”产品（由一次性使用无菌溶药器或一次性使用无菌棘齿式快速自动溶药器和灭菌注射用水组合包装而成）、“三合一”产品（由一次性使用无菌溶药器、灭菌注射用水和冻干粉针剂组合包装而成）。

公司采用以销定产的生产模式。原料药方面，公司的原料药生产主要是由公司的原料药生产部根据对特定多肽原料药在序列、重量、纯度、交货时间等方面的要求，依照现有常规多肽生产工艺或已开发好的工艺以及生产规程（GMP）而生产出的多肽产品，通常这些产品产量较多（一般大于 100 克）。制剂产品方面，公司根据销售部门制定的销售计划组织生产，主要流程为：销售部门制定年度和季度销售计划，②生产管理部门按库存量制定月生产计划，③供应部制定生产物料需求计划，④采购部按计划采购，⑤生产完成后成品交供应部仓储。客户肽的生产与原料药生产类似，通常对于量较小（如小于 50 克）的订单，生产活动主要在合成和纯化实验室进行；量较大（如大于 100 克）的订单主要在合成和纯化车间进行。

产能方面，近几年公司制剂产能有所增加，2015 年为 4,700.00 万支，2016 年和 2017 年均为 5,600.00 万支。产量方面，公司产品以销定产，产量主要受销量影响。2015~2017 年，公司制剂产量波动下降，分别为 2,089.49 万支、1,386.94 万支和 1,526.55 万支，产能利用率波动下降，分别为 44.46%、24.77%和 27.26%，产能利用率处于较低水平；客户肽产量波动下降，分别为 19,768.92 克、27,621.98 克和 15,858.50 克；原料药产量波动下降，分别为 52,840.69 克、31,275.15 克和 45,881.48 克，2015 年产量较大，主要系自用原料药较大，2016 年大幅下降，主要系自用原料药减少，2017 年大幅增长主要系自用和对外销售增加所致；药品组合包装产品和器械类产品产量均持续增长。

（见表 4）

产品质量方面，公司重视产品质量管理，严格执行 GMP 生产管理模式。其中，原料药生产在质量管理方面要求很高，需要在起始物料、生产操作、工艺控制、质量控制以及产品储存等方面进行十分严格的记录，整个生产过程有质管人员全程参与并监控。目前，公司原料药和制剂产品合格率均为 100.00%。2015 年公司原料药生产线通过美国 FDA 认证。

总体看，公司产品种类较丰富，生产技术先进，产品质量把控较为严格；近几年制剂、客户肽和原料药产量整体有所下滑，药品组合包装产品和器械类产品产量持续增长。

4. 产品销售

公司设营销中心负责产品销售和推广，营销中心下设三个事业部和市场准入部，其中第一事业部主要负责胸腺五肽、去氨加压素、生长抑素等产品的销售；第二事业部主要负责特利加压素、依替巴肽的销售；第三事业部主要负责医疗器械产品的销售。

销售模式方面，公司原料药和客户肽两个系列产品采取直销的模式。公司原料药除用于自身制剂产品的生产外，主要针对国际市场销售；客户肽系定制产品，主要客户为多肽新药的研发机构。公司制剂产品的下游主要为大型的药品流通企业或医院，公司采用经销商及学术推广两种模式进行销售。

销售区域方面，公司原料药和客户肽主要销往国外，制剂产品、器械类产品、药品组合类产品和固体类产品主要集中在国内销售。2015~2017年，公司销售以国内为主，国内收入分别占比81.93%、73.56%和77.75%。

产品销量方面，2015~2017年，公司制剂产品销量波动下降，其中2016年较上年下降37.51%，主要系国内招投标进展缓慢，公司新产品于2016年暂未实现规模化销售，同时公司积极贯彻两票制、营改增以及医药卫生体制改革等一系列政策的实施，对国内销售策略、模式进行了相应的调整所致；2017年较上年增长18.36%，主要系特利加压素以及注射用生长抑素销量增加所致。2015~2017年，公司客户肽销量波动下降，其中2016年较上年增长24.68%，2017年较上年下降33.50%，客户肽销量波动较大，主要系客户肽为定制化产品，受下游客户需求不稳定影响较大。2015~2017年，原料药销量大幅增长，主要受益于部分重磅多肽药物的专利到期或即将到期，公司原料药出口大幅增加所致。成纪药业积极拓展国内市场，药品组合包装产品和器械类产品的销量稳步增长。

产销率方面，2015~2017年，制剂产品产销率均维持在100.00%以上；客户肽由于是客户的订单定制，不同分子式、不同的纯度、不同的订单量进行个性化生产，产销率存在一定波动，其中2016年为86.28%，较上年下降10.41个百分点，但仍处于较高水平；原料药产销率波动增长，其中2016年为77.57%，较上年上升60.51个百分点主要系当年自用原料药大幅减少，对外销售大幅增加所致。由于成纪药业采用“以销定产”的方式生产，产销水平较高，2016~2017年，药品组合包装产品产销率均维持在100.00%左右；器械类产品产销率2017年有所下滑，主要系受成纪药业保持合理库存量的影响。

表4 2015~2017年公司产品产销情况

产品	项目	2015年	2016年	2017年
制剂	产能（万支）	4,700.00	5,600.00	5,600.00
	产量（万支）	2,089.49	1,386.94	1,526.55
	产能利用率（%）	44.46	24.77	27.26
	销量（万支）	2,248.68	1,405.14	1,663.15
	产销率（%）	107.62	101.31	108.95
客户肽	产量（克）	19,768.92	27,621.98	15,858.50
	销量（克）	19,114.99	23,832.63	15,848.05
	产销率（%）	96.69	86.28	99.93
原料药	产量（克）	52,840.69	31,275.15	45,881.48
	销量（克）	9,014.50	24,260.88	30,348.42
	产销率（%）	17.06	77.57	66.15

药品组合包装产品	产量（万盒）	447.42	474.33	530.70
	销量（万盒）	429.05	485.16	526.58
	产销率（%）	95.89	102.28	99.22
器械类	产量（万支）	102.70	150.79	262.04
	销量（万支）	98.68	141.35	214.20
	产销率（%）	96.08	93.74	81.74

资料来源：根据公司年报整理

注：除制剂以外，公司其他产品无法提供产能数据。

销售定价方面，公司多肽药物多为中高端处方用药，产品销售价格较高。近年来国家控制药品价格的政策频出，目前以省为单位对药品进行集中招标采购来控制价格。公司主要制剂产品注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液、注射用特利加压素的价格均有所波动。

销售结算方面，公司原料药和客户肽的销售方式主要采用直销模式。公司制剂产品的下游终端客户一般为大型的药品流通企业或医院，由于此类客户通常规模较大，议价能力强，一般账期在 6~12 个月；药品组合包装产品、器械类产品和固体类产品结算模式为市场推广和经销商，部分根据客户情况提供 3~12 个月不等的结算周期。

表 5 2015~2017 年公司主要产品的价格和销售收入情况

主要产品	单位	2015 年		2016 年		2017 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	24.25	13,474.15	10.22	3,927.95	37.61	11,766.67
注射用生长抑素	元/支	19.36	9,189.23	24.11	8,706.18	35.71	18,894.11
醋酸去氨加压素注射液	元/支	6.14	2,540.53	8.02	2,458.10	17.03	5,283.16
注射用特利加压素	元/支	268.01	13,263.20	300.20	13,917.96	264.25	21,224.74
客户肽	元/毫克	4.42	8,442.34	4.37	10,408.79	5.30	8,402.81
原料药	元/毫克	5.84	5,265.16	5.22	12,658.77	6.27	19,034.94
药品组合包装产品	元/盒	24.08	10,329.81	25.71	12,473.99	25.41	13,378.28
器械类	元/支	112.57	11,107.97	111.06	15,698.12	98.30	21,055.99

资料来源：公司提供

注：销售价格均为不含税价格。

2015~2017 年，公司除注射用胸腺五肽外主要制剂产品销售收入有所增长。具体看，注射用胸腺五肽收入呈波动趋势，分别为 13,474.15 万元、3,927.95 万元和 11,766.67 万元，其中 2016 年较上年下降 70.85%，主要系受近年辅助用药、招标价格下降等政策影响所致，2017 年较上年增长 199.56%，主要系实施两票制后，公司直接与医院结算占比大幅上升，减少了与各级经销商的流通环节，公司销售药品提价所致；注射用生长抑素销售收入波动增长，分别为 9,189.23 万元、8,706.18 万元和 18,894.11 万元，其中 2017 年较上年增长 117.02%，实施两票制后，公司直接与医院结算占比大幅上升，减少了与各级经销商的流通环节，公司销售药品提价所致；醋酸去氨加压素注射液销售收入波动增长，分别为 2,540.53 万元、2,458.10 万元和 5,283.16 万元，其中 2017 年较上年增长 114.93%，主要系公司持续投入全国性专家学术交流、临床应用推广，在各省招标中标，终端销量上升明显，招标价格上涨所致；注射用特利加压素逐年增长，分别为 13,263.20 万元、13,917.96 万元和 21,224.74 万元，其中 2017 年较上年增长 52.50%，主要系各地中标量增加所致，销售价格较上年下降 11.98%，主要系医院二次议价所致；客户肽销售收入波动下降，主要系客户肽为定制化产品，客户需求和销售价格波动较大；原料药受益于国外市场的扩大销量持续增长，

销售收入也随之增长,2017 年销售价格大幅增长 20.11%,主要系售价较高的原料药品种增加所致。药品组合包装产品和器械类产品销售收入均持续增长。

客户集中度方面,由于公司仅设一级经销商,近年来公司下游客户稳定性较好。2015~2017 年,公司前五名客户销售额合计占销售总额的比重分别为 32.30%、37.16%和 28.34%,集中度一般。

总体看,公司建立了适合自身情况的销售体系,不同产品销售重点有所差异;制剂和客户肽销量总体有所下降,药品组合包装产品和器械类产品受益于成纪药业积极拓展国内市场影响,销量稳步增长,原料药出口量也大幅增长;公司客户集中度一般。

5. 在建工程

截至 2018 年 3 月底,公司有两个在建项目,项目总投资额为 16.50 亿元,已投资 4.65 亿元,尚需投资 11.85 亿元;其中 2018~2020 年分别预计投资 6.25 亿元、5.00 亿元和 0.60 亿元,公司未来存在较大资金支出压力。

(1) 武汉生物医药生产基地项目

目前公司在建项目为翰宇药业武汉生物医药生产基地项目(以下简称“武汉基地项目”)建设,该项目计划总投资 10 亿元,占地面积 342 亩,总体规划建筑面积 25 万平方米,主要包括“多肽原料药生产基地”、“高端固体制剂生产基地”、“国家级生物药研发生产基地”和“行政生活服务中心”四大部分,并且按照 cGMP 标准设计兴建,项目建设资金主要由公司借款取得。2016 年 12 月 25 日,武汉基地项目举行“原料药生产基地”封顶仪式,8 栋单体建筑全部顺利封顶。

(2) 翰宇创新产业大楼项目

翰宇创新产业大楼项目为主要定位为“互联网+慢病管理平台”,项目总建筑面积 87,390 平方米,其中,生产及辅助用房建筑面积 64,000 平方米,非生产用房建筑面积为 23,390 平方米,建设周期 3 年,项目建成后,将使公司在未来“慢病管理”行业发展的黄金时期内,获得更多的市场机会促进公司传统业务的稳定增长,获得更为广阔的市场空间,推进慢性病产品和服务的研发及转化,抢占“慢病管理”领域市场先机。

表 6 截至 2018 年 3 月底公司在建项目情况(单位:万元)

项目名称	计划投资额	已完成投资	未来资金投入计划			资金来源	
			2018.4~12	2019 年	2020 年	自筹	借款
翰宇药业武汉生物医药生产基地项目	100,000.00	30,595.25	39,404.75	30,000	--	30,000.00	70,000.00
翰宇创新产业大楼项目	65,000.00	15,926.38	23,073.62	20,000	6,000	19,500.00	45,500.00
合计	165,000.00	46,521.63	62,478.37	50,000.00	6,000.00	49,500.00	115,500.00

资料来源:公司提供

总体看,公司在建项目投资规模较大,未来仍面临一定的资金压力;建设完成并投入使用后产能有望进一步扩大,有利于推进公司业务多元化。

6. 经营效率

2015~2017 年,公司应收账款周转次数、存货周转次数波动和总资产周转次数波动下降,应收账款周转次数分别为 1.81 次、1.20 次和 1.29 次,存货周转次数分别为 1.73 次、1.31 次和 1.41 次,总资产周转次数分别为 0.29 次、0.21 次和 0.26 次。

与同行业上市公司相比，公司经营效率属于中等偏下水平。

表 7 2017 年同行业上市公司经营效率对比（单位：次）

证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
东北制药	0.55	4.55	2.81
丽珠集团	0.65	6.05	2.80
海南海药	0.18	3.32	2.18
福安药业	0.46	10.53	2.29
翰宇药业	0.26	1.37	1.41

资料来源：Wind

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异。

总体看，公司近几年经营效率整体有所下降，经营效率一般。

7. 重大事项

（1）注射用生长抑素部分批次不合格

2018 年 1 月，国家食品药品监督管理总局公布了《总局关于 9 批次药品不合格的通知（2018 年第 21 号）》，其中公司生产的批号为 1123161204 的注射用生长抑素（规格：2mg），[含量测定]项目不合格。公司生产的批号为 1123161204 的注射用生长抑素（规格：2mg）共计销售 116,160 支，销售额约 500.00 万元。

公司收到不合格报告书后立即对生产质量体系运转情况进行检查，检查结果良好；对 1123161204 批号的注射用生长抑素的生产、检验及储存情况进行了检查，检查结果符合规定。针对该批次仍未销售部分，公司已启动召回程序。根据公司对该批次产品使用情况追溯调查，除已召回产品外，其余产品均在 2017 年 10 月底被使用，尚无不良反应信息异常反馈。

药监管理部门正在对公司生产的不合格产品进行立案调查，目前仍处于调查阶段，尚未形成调查结论。上述时间尚未对公司生产经营产生重大影响，但由于药监管理部门针对该事件仍在调查，未来可能面临相关处罚，根据相关法规规定，如有罚没等决定，其金额对公司生产经营结果影响甚小。

（2）深圳证券交易所问询

2018 年 3 月 22 日，深圳证券交易所向公司发出问询函，要求公司说明披露的更正后的审计报告删除强调事项段的原因、注射用生长抑素部分批次不合格事件的基本情况以及对公司的影响等事项。公司在规定时间内就深圳证券交易所问询进行了答复¹。

总体看，目前公司此次含量测定不合格事件涉案金额不大，公司采取针对性的措施，针对该事件，药监管理部门已立案调查，未来可能面临处罚，但相关处罚金额应不大，对公司生产经营影响较小。

8. 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 年，

¹ 由于篇幅原因，具体内容本报告不予详细介绍，可前往深圳证券交易所官方网站创业板查询《关于对深圳翰宇药业股份有限公司的问询函的回复》了解。

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，公司对合并成纪药业形成的商誉计提了商誉减值 2,623.20 万元，对净利润产生了一定的影响，使公司面临业务整合与商誉持续减值的风险。

（2）产品销量下降风险

公司产品销量受市场需求以及政策影响有所波动。2015~2017 年，公司制剂销量波动下降，分别为 2,248.68 万支、1,405.14 万支和 1,663.15 万支，其中 2016 年较 2015 年下降 37.51%，2017 年有所增长。客户肽作为定制化产品，下游客户需求不稳定。

（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，相关法律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

公司已通过 GMP 认证、FDA 和欧盟认证，建立了严格完善全面的质量管理体系，但随着公司产销规模扩大，产品种类增多，不排除因产品质量问题而影响产品销售或对消费者健康造成不利后果，从而给公司带来影响。

（5）存在一定的融资压力

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目预计仍需投资 11.85 亿元。考虑到公司经营活动现金流无法完全满足未来项目开发投资需求，公司未来外部融资需求较大。

9. 未来发展

未来，面对行业、政策趋势，业务经营、企业管理、产品开发等风险，公司积极强化核心竞争力，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研究开发进展，拓展国内销售布局，强化风险应对能力。公司稳步推进国际注册工作，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，通过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。公司还不断推进卓越绩效管理项目，进一步提升公司管理水平，塑造比较竞争优势，在确保企业持续发展的同时，搭建良好的事业留人平台。

总体看，公司定位清晰，计划详尽，并且深入实际采取措施逐步推进，未来发展前景良好。

七、财务分析

1、财务概况

公司 2015 年度财务报告已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计；2016 年和 2017 年度财务报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留审计意见；公司 2018 年一季度数据未经审计。公司执行财政部最新颁布的《企业会计准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

会计政策变更方面，2017 年 4 月 28 日，财政部发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，要求自 2017 年 5 月 28 日起在所有执行企业会计准则的企

业范围内实行。对于准则实行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，采用未来适用法处理；2017年5月10日，财政部对《企业会计准则第16号——政府补助》进行了修订，要求自2017年6月12日起在所有执行企业会计准则的企业范围内施行，并要求对2017年1月1日存在的政府补助采用未来适用法处理，对2017年1月1日至准则施行日之间新增的政府补助根据修订后准则进行调整；2017年12月25日财政部发布财会[2017]30号《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，针对2017年施行的《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《企业会计准则第16号——政府补助》的相关规定，对一般企业财务报表格式进行了修订，新增了“其他收益”、“资产处置收益”、“（一）持续经营净利润”和“（二）终止经营净利润”等报表项目，并对营业外收支的核算范围进行了调整，公司均按照修改后的会计政策编制财务报告，涉及调整2017年其他收益1650.95万元。

合并范围方面，2015年公司通过收购取得甘肃成纪生物药业有限公司100%股权；2016年公司合并范围无变化；2017年公司新增子公司2家，分别为Major Smooth Limited和Hybio Pharmaceutical Germany GmbH，减少子公司1家，系翰宇药业实业有限公司。考虑到公司合并范围变动不大，且新增子公司规模较小，对合并报表影响不大，财务可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额52.98亿元，负债合计14.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）38.85亿元。2017年，公司实现营业收入12.46亿元，净利润3.30亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额2.14亿元，现金及现金等价物净增加额3.88亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额58.74亿元，负债合计19.14亿元，所有者权益（含少数股东权益）39.60亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入2.69亿元，净利润0.98亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额为0.98亿元，现金及现金等价物净增加额为5.33亿元。

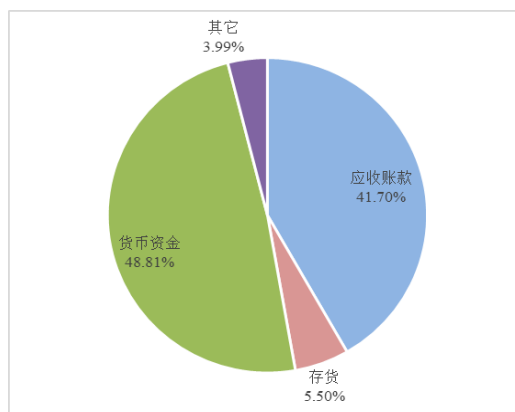
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长22.23%。截至2017年底，公司资产总额为52.98亿元，较年初增长18.87%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产25.99亿元（占49.05%），非流动资产26.99亿元（占50.95%），公司资产结构较为均衡。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长62.89%。截至2017年底，公司流动资产25.99亿元，较年初增长41.10%，主要系货币资金和应收账款大幅增长所致；公司流动资产主要包括货币资金（占比48.81%）、应收账款（占比41.70%）和存货（占比5.50%）（如下图所示）。

图3 公司2017年底流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司货币资金呈逐年增长的态势，年均复合增长 160.51%；截至 2017 年底，公司货币资金为 12.68 亿元，较年初增长 44.06%，主要系融资规模扩大所致。公司货币资金以银行存款（占比接近 100.00%）为主。公司无受限货币资金。

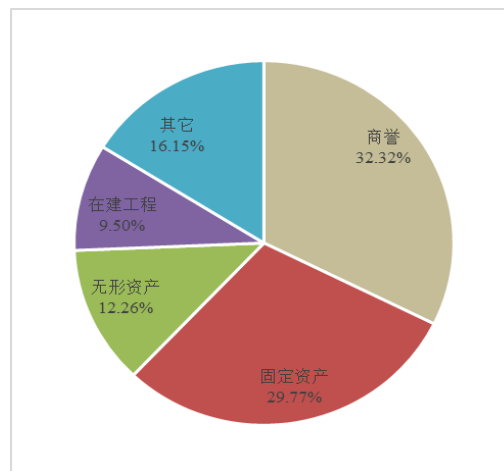
2015~2017 年，公司应收账款呈持续增长的态势，年均复合增长 32.47%，主要系公司业务规模不断扩大，向医院销售增加所致。截至 2017 年底，公司应收账款为 10.84 亿元，较年初增长 47.99%。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额 11.56 亿元（占 99.80%），其中，账龄在 1 年以内的占比为 80.95%，1~2 年的占比为 18.03%，其余为 2 年以上，账龄一般。公司计提坏账准备 0.75 亿元，计提比率为 6.45%，计提比例较为合理。截至 2017 年底，公司应收账款前 5 名余额合计 4.90 亿元，占比 42.34%，公司应收账款集中度较高。

2015~2017 年，随着业务规模的不断扩大，公司备货增长，存货呈持续增长的态势，年均复合增长率为 8.63%。截至 2017 年底，公司存货为 1.43 亿元，较年初增长 4.56%。公司存货主要由原材料（占 16.08%）、在产品（占 33.59%）、库存商品（占 31.85%）、自制半成品（占 7.05%）和包装物（占 9.98%）构成。公司对库存商品计提存货跌价准备 25.12 万元，考虑到公司各类产品价格波动较大，公司存货存在一定跌价风险。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长率为 2.55%。截至 2017 年底，公司非流动资产共计 26.99 亿元，较年初增长 3.21%。截至 2017 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占 29.77%）、在建工程（占 9.50%）无形资产（占 12.26%）和商誉（占 32.32%）构成（如下图所示）。

图 4 公司 2017 年底非流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司固定资产波动下降，年均复合下降为 2.54%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 8.03 亿元，较年初下降 6.03%，主要系计提折旧所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 58.27%）和机器设备（占 39.18%）构成；截至 2017 年底，公司累计计提折旧 2.92 亿元，成新率为 73.36%，成新率尚可；公司无受限固定资产。

2015~2017 年，公司在建工程逐年大幅增长，年均复合增长 89.10%，主要系公司持续增加工程投入所致。截至 2017 年底，公司在建工程 2.56 亿元，较年初增长 133.08%。

2015~2017 年，公司无形资产呈持续下降的态势，年均复合下降 5.85%，主要系计提摊销所致；截至 2017 年底，公司无形资产为 3.31 亿元，较年初下降 5.24%。公司无形资产由土地使用权（占 70.30%）、专利技术权（占 6.69%）、药品文号（占 16.13%）和其他（占比 6.88%）构成。

2015~2017 年，公司商誉逐年下降，年均复合下降 3.14%，主要系计提减值准备所致。截至 2017 年底，公司商誉为 8.72 亿元，较年初下降 2.92%。截至 2017 年底，公司对收购成纪药业形成的商誉累计计提了 0.66 亿元的减值准备，未来若成纪药业经营无法达到预期，商誉存在持续减值的风险。

截至 2017 年底，公司受限资产账面价值为 2.22 亿元，占资产总额的 4.19%，受限比例很低。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 58.74 亿元，较年初增长 10.87%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 53.39%和 46.61%，较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产增长较快，流动资产中应收账款占比较大，非流动资产中商誉金额较大，未来存在一定减值风险；公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

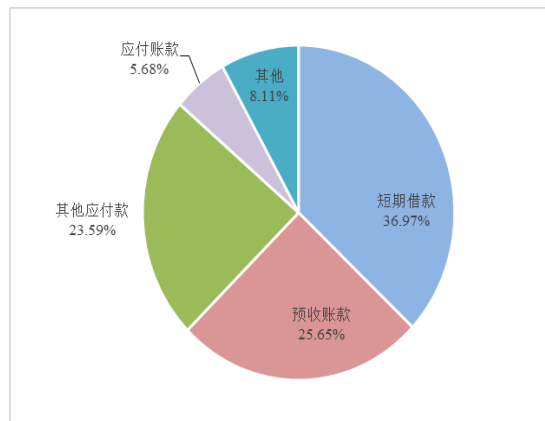
负债

2015~2017 年，随着公司经营规模的扩大，公司负债总额呈波动增长的态势，年均复合增长 24.71%。截至 2017 年底，公司负债合计 14.13 亿元，较年初增长 65.78%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占比 61.21%，非流动负债占比 38.79%，公司负债以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债规模波动增长，年均复合增长 43.67%。截至 2017 年底，公司流动负债规模为 8.65 亿元，较年初增长 161.39%，主要系短期借款、预收账款和其他应付款大幅增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 36.97%）、应付账款（占 5.68%）、预收款项（占

25.65%) 和其他应付款 (占 23.59%) 构成 (如下图所示)。

图 5 公司 2017 年底流动负债构成情况



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 78.83%。截至 2017 年底，公司短期借款 3.20 亿元，全部为信用借款。

2015~2017 年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 36.26%。截至 2017 年底，公司应付账款为 0.49 亿元，较年初下降 7.44%，主要系应付材料款及应付工程款减少所致。

2015~2017 年，公司预收款项持续增长，年均复合增长率为 23.41%，主要系公司销售规模不断扩大，预收经销商款项增加所致。截至 2017 年底，公司预收款项为 2.22 亿元，较年初增长 34.00%。

2015~2017 年，公司其他应付款呈波动增长的态势，年均复合增长 76.71%。截至 2017 年底，公司其他应付款为 2.04 亿元，较年初增长 355.12%，主要系新增限制性股票回购义务确认负债所致。

2015~2017 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 5.81%。截至 2017 年底，公司非流动负债总额 5.48 亿元，较年初增长 5.11%；公司非流动负债主要由长期借款（占比 46.66%）、应付债券（占比 36.35%）和递延收益（占比 15.37%）构成。

2015 年公司无长期借款。截至 2017 年底，公司长期借款 2.56 亿元，较年初大幅增加 2.36 亿元，主要系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的银行借款增多；公司长期借款金额较小，偿付压力不大。

2015~2017 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 29.22%。截至 2017 年底，公司应付债券为 1.99 亿元，较年初下降 49.97%，主要系公司偿还“14 翰宇 01”所致。公司应付债券为“15 翰宇 01”，已于 2018 年 5 月 7 日全额回售，并于 5 月 17 日摘牌。

2015~2017 年，公司递延收益波动下降，年均复合下降 1.89%。截至 2017 年底，公司递延收益为 0.84 亿元，较年初下降 10.76%；公司递延收益全部为政府补助。

2015~2017 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 24.61%。截至 2017 年底，公司全部债务为 7.78 亿元，较年初增长 84.77%，主要系短期借款及长期借款大幅增加所致；其中短期债务 3.20 亿元（占 41.09%），长期债务 4.59 亿元（占 58.91%），公司债务以长期债务为主。2015~2017 年，公司资产负债率波动上升，分别为 25.63%、19.13%和 26.67%，负债水平较低；全部债务资本化比率波动上升，分别为 15.97%、10.46%和 16.69%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 13.21%、10.46%和 10.56%，公司债务负担较轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 19.14 亿元，较年初增长 35.41%，主要系公司非流动负债增加所致。公司流动负债 10.04 亿元（占 52.48%），较年初增长 16.09%，主要系短期借款增加所致；公司非流动负债 9.09 亿元（占 47.52%），较年初增长 65.90%，主要系长期借款大幅增加所致。负债构成以流动负债为主，非流动负债占比略有上升。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 12.93 亿元，较年初大幅增长 66.17%，主要系长、短期借款增加所致；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 32.58%、24.62%和 17.21%，较年初均有所上升，债务负担有所加重。

总体看，近年来，公司负债波动增长，以流动负债为主，负债水平较低；公司整体债务负担较轻，债务结构较合理。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 21.37%，主要系公司非公开发行股票致股本和资本公积大幅增长，以及未分配利润逐年增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 38.85 亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。其中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占比 24.06%、47.52%、0.06%、1.46%和 30.66%，股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 39.60 亿元，较年初增长 1.94%，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益持续增长，权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业收入 7.68 亿元、8.55 亿元和 12.46 亿元，年均复合增长率为 27.36%，主要系受公司加大海外市场拓展力度以及收购成纪药业带来的整合效益显现影响所致。2015~2017 年公司净利润呈波动增长的态势，分别实现净利润 3.05 亿元、2.92 亿元和 3.30 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润，年均复合增长 3.92%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司费用总额逐年增长，分别为 2.70 亿元、3.49 亿元和 6.31 亿元，年均复合增长 52.94%，主要系销售费用快速增长所致。2017 年，公司费用总额 6.31 亿元，其中销售费用占 64.80%、管理费用占 32.65%、财务费用占 2.55%，以销售费用和管理费用为主。2015~2017 年，公司销售费用持续增长，分别为 1.10 亿元、1.81 亿元和 4.09 亿元，年均复合增长 93.13%，主要系公司销售规模扩大和新产品拟上市前期市场推广所致；管理费用逐年增长，分别为 1.30 亿元、1.32 亿元和 2.06 亿元，年均复合增长 25.82%，主要系第一期限制股权激励成本摊销所致；财务费用波动下降，分别为 0.30 亿元、0.37 亿元和 0.16 亿元，年均复合下降 26.72%，主要系公司支付债券利息减少所致。2015~2017 年，公司的费用收入比逐年上升，分别为 35.09%、40.86%和 50.60%，费用控制能力有待提高。

2015~2017 年，公司资产减值损失持续增长，年均复合增长 77.29%，主要系公司计提商誉减值准备增加所致。2017 年，公司资产减值损失为 0.59 亿元，同比增长 22.01%。2017 年，公司其他收益 0.17 亿元，占公司利润总额比重 4.71%，公司利润对其他收益依赖程度较低。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率稳中有升，分别为 79.43%、78.73%和 82.45%。2015~2017 年，公司总资本收益率逐年下降，分别为 14.62%、9.29%和 8.18%；总资产报酬率逐年下降，分别为 14.18%、8.75%和 7.71%；净资产收益率逐年下降，分别为 15.53%、9.35%和 8.80%，主要系公司资产规模较快增长所致。与同行业上市公司相比，公司盈利能力处于行业中上水平。

表 8 2017 年同行业上市公司盈利指标对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
东北制药	39.54	2.28	5.01
丽珠集团	63.86	42.76	51.26
海南海药	48.11	2.38	1.68
福安药业	56.41	7.33	7.00
翰宇药业	84.21	7.44	8.81

资料来源：Wind

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.69 亿元，较上年同期增长 30.39%；净利润 0.98 亿元，较上年同期增长 25.22%。公司业务保持良好的发展势头。

总体看，近年来，公司营业收入逐年增长，销售费用大幅增长，费用控制能力有待提高，公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 33.93%，2017 年公司经营活动现金流入 10.71 亿元，同比增长 22.68%，主要系公司营业收入增长带动销售商品收到的现金增长所致。2015~2017 年公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 36.78%，2017 年公司经营活动现金流出 8.57 亿元，同比增长 48.68%，主要系销售规模扩大、市场推广费用及税费缴纳随之增加所致。受上述因素影响，2015~2017 年，公司经营活动均呈净流入的状态，年均复合增长 24.08%，2017 年公司经营活动现金净流入 2.14 亿元，同比下降 27.89%。从收入实现质量来看，2015~2017 年公司的现金收入比分别为 75.30%、99.53%和 83.70%。总体看，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 29.88%，2017 年公司投资活动现金流入 32.76 万元，同比下降 58.21%，主要系投资的金融资产分红减少所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 55.37%，主要系 2015 年公司通过产业并购及投资参股支付现金金额较大所致，2017 年公司投资支付的现金为 2.24 亿元，同比增长 69.82%，主要系用于投入在建工程的现金增加所致。受上述因素影响，2015~2017 年公司，投资活动现金流净流出分别为 11.23 亿元、1.31 亿元和 2.23 亿元。

从筹资活动看，2015~2017 年公司依据经营和投资情况进行融资，筹资活动现金流入波动下降，2017 年公司筹资活动现金流入 7.47 亿元，同比下降 15.20%，主要系 2016 年公司非公开发行股票收到的现金金额较大所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出逐年下降，年均复合下降 6.96%，2017 年公司筹资活动现金流出 3.39 亿元，同比下降 4.90%，主要系公司偿还债务支付的现金减少所致。受上述因素影响，2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 4.67 亿元、5.24 亿元和 4.08 亿元，呈波动下降的态势。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.98 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.60 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 5.00 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动净现金流状况较好，但收入实现质量一般；公司投资规模波动下降，筹资活动现金流入较为稳定，但考虑到在建项目仍需投资支出仍较大，未来仍有较大筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着流动负债的波动增长，2015~2017 年公司流动比率分别为 2.34 倍、5.57 倍和 3.00 倍；速动比率分别为 2.05 倍、5.15 倍和 2.84 倍，均呈波动上升的态势。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比率分别为 33.13%、89.57%和 24.71%，呈波动下降的态势；2015 年公司现金短期债务比 2.30 倍，2017 年公司现金短期债务比 4.11 倍，2016 年无短期债务，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 呈波动增长的态势，年均复合增长率为 1.98%，主要受利润总额波动增长的影响；2017 年公司 EBITDA 为 4.77 亿元，其中利润总额占比 73.54%、计入财务费用的利息支出占比 5.40%、摊销占比 6.67%、折旧占比 14.40%，以利润总额为主。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别 13.70 倍、10.79 倍和 14.28 倍，EBITDA 对利息保障程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.91 倍、1.06 倍和 0.61 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力仍属较强；经营现金债务保护倍数分别为 0.28 倍、0.71 倍和 0.28 倍，经营活动收到的现金对债务的保护能力尚可，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司获得各银行授信合计 27.35 亿元，已使用 12.91 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为创业板上市公司，直接融资渠道通畅。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044030500382610I），截至 2018 年 5 月 28 日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

总体看，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 12.93 亿元，若本期拟发行债券规模为 5 亿元，相对于目前公司负债规模，本期债券发行额度规模较大，对公司负债水平的有一定影响。

以 2018 年 3 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 5 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 25.05%、31.17%和 37.87%，分别上升了 7.83 个百分点、6.55 个百分点和 5.29 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于补充公司流动资金，实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 4.77 亿元，为本期债券发行额度（5 亿元）的 0.95 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2017 年经营活动产生的现金流入 10.71 亿元，为本期公司债券发行额度（5 亿元）的 2.14 倍，对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司完成重大资产重组后，在产品种类、技术研发、品牌形象以及市场渠道等方面具备的竞争优势，未来随着国外市场推广力度加大以及公司产能的进一步扩张，公司盈利能力和偿债能力有望得到进一步提升。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据高新投与公司签署的《担保协议书》和高新投出具的《担保函》，高新投为公司本期发行的不超过 5.00 亿元（含）债券的还本付息提供连带责任保证担保。高新投提供保证的范围包括本期债券的本金、利息、违约金以及实现债权的费用。

高新投承担保证责任的期间为本期债券的存续期以及到期之日起 2 年。

2. 担保信用分析

（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“深圳投资”）、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“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年更为现名。高新投历经数次增资扩股，2017 年底股本增至 72.77 亿元；深圳投控持有高新投 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 年底，高新投本部设有金融产品事业部、战略和企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、董事会办公室等 9 个职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 25 个办事处；设立 7 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务的经营管理工作。

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

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，2 名为股东监事，另 1 名为职工监事。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、战略和企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、董事会办公室等 9 个职能部门。截至 2017 年底，高新投通过其子公司深圳市高新投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，并通过 7 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款及典当业务。

高新投下属各子公司设立前中后台部门，子公司总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 7 家子公司分别开展银行贷款担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务；本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

担保业务发展情况

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整体呈较快增长趋势；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模下降较为明显。截至 2017 年底，高新投担保责任余额为 1,011.05 亿元，较上年底减少 15.82%。

表 9 2015~2017 年高新投担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
当期担保发生额	554.21	997.39	506.13
期末担保责任余额	658.78	1,201.05	1,011.05
其中：融资性担保	257.26	784.35	625.01
间接融资担保	52.42	57.26	59.49
直接融资担保	204.84	727.09	565.52
非融资性担保	370.91	385.44	352.90
再担保	30.61	31.27	33.15

资料来源：高新投提供。

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 21 家银行建立合作关系，获得授信额度 700 亿元。

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

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

直接融资担保业务

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

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

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

非融资性担保业务

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

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

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

创投业务

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

近年来，高新投创投坚持“投保联动”和独立拓展项目渠道的双轮驱动策略，参与了三家新三板挂牌公司的定增业务，协助六家已投资企业挂牌新三板。2017 年，高新投共计完成决策投资项目 23 个，投资金额 1.06 亿元。

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

其他业务

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

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到 90%以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等，高新投同时为上述业务的关联方提供委托贷款业务，风险有所加大，截至 2017 年底，债券担

保业务与债券担保客户的关联方委托贷款合计金额 57.00 亿元，占期末净资产的 42.32%，占比较高，一旦担保客户及其关联方同时发生信用风险，高新投将面临一定的代偿风险。高新投委托贷款的期限主要集中在 1 年期以内；近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2017 年底委托贷款净额 82.34 亿元，其中包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元。截至 2017 年底，高新投委托贷款余额 82.94 亿元，委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%。

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

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

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

（4）高新投风险管理分析

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

业务风险管理

项目受理及项目调查

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

项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。

创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投董事长做最后审批，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% 以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审；其中评审会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总经理办公会任命，每次会议评审委员

人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策委员会主任由高新投总经理兼任，集团副总经理均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策主任对所有项目具有一票否决权。保证担保业务方面，决策通过担保客户企业资质而定，担保客户企业为施工总承包一级或特级的常规工程，项目金额 5,000 万元以上需由决策委员会进行表决；对于非最高资质的担保客户，项目金额 3,000 万元以上需上决策会进行表决，上述两类保证担保项目如超过董事会授权金额，则需通过董事会进行表决。

项目后期监管、代偿及追偿处置

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

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

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

反担保管理

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

保证担保业务方面，由于其拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且高新投仅针对履约进行担保，因此具有总体违约率较低的业务特征。高新投对于此类业务主要采取信用担保的反担保措施，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担

保。若客户为民营企业，当保函金额大于 3,000 万元时，客户须提供企业实际控制人的个人反担保。

直接融资担保业务方面，高新投目前主要经营的是保本基金担保及上市公司债券担保业务，在进行客户筛选时主要挑选优质基金管理公司及管理团队，同时采取基金管理公司和基金公司控股股东保证担保；对于上市公司的债券担保业务，高新投坚持以抵押物作为担保条件，而以企业发展预期为评判标准，纯信用担保项目金额和个数逐年上升。

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

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

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

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 2017 年底，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 59.49 亿元、352.90 亿元和 565.52 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 2017 年底，高新投前十大担保客户均来自于直接融资担保业务中的保本基金，担保责任余额合计 237.45 亿元，与高新投净资产的比率为 212.08%；单一最大担保客户担保责任余额为 33.96 亿元，与净资产的比率为 30.33%；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 41.99%。截至 2017 年底，高新投债券担保前十大客户担保责任余额占该类业务期末担保责任余额的 43.51%，存在一定的客户集中度，单一最大担保客户担保责任余额为 10.00 亿元，与净资产的比率为 8.93%。

表 10 截至 2017 年底高新投债券担保前十大客户情况（单位：亿元，%）

序号	客户名称	担保责任余额	占期末债券担保责任余额的比重
1	中国宝安集团股份有限公司	10.00	5.86
2	长园集团股份有限公司	10.00	5.86
3	北京光线传媒股份有限公司	10.00	5.86
4	大族控股集团有限公司	10.00	5.86
5	汉柏科技有限公司	6.00	3.51
6	欣旺达电子股份有限公司	6.00	3.51
7	深圳市欧菲投资控股有限公司	6.00	3.51
8	广州市香雪制药股份有限公司	6.00	3.51
9	江西正邦科技股份有限公司	5.30	3.10
10	湖北华昌达智能装备股份有限公司	5.00	2.93
合计		74.30	43.51

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

截至 2017 年底，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 28.76 亿元和 5.00 亿元，分别占该类业务担保责任余额的 8.15%和 8.41%，占比较低，有效分散了代偿风险。

此外，近年来，高新投针对债券担保合作客户的关联方开展委托贷款业务，存在一定的客户集中风险。截至 2017 年底，高新投在开展此类业务模式下的项目金额约为净资产规模的 50%。

整体来看，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，所涉及的风险敞口有所加大，客户集中风险高；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明显上升，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，重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。高新投在保企业中科技型企业的占比较高，截至 2017 年底，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到 70%以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略。截至 2017 年底，高新投融资担保业务责任余额为 625.01 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 67.41%。总体看，高新投融资担保业务前五大行业占比整体有所下降，但行业集中度仍较高。

从区域集中度来看，高新投作为地方政策性担保机构，致力于服务深圳本地的中小微企业；同时，高新投在全国设有 7 家分公司，25 家办事处，实现了以广东、北京、上海、江浙为重点区域向全国辐射和覆盖的市场布局。目前高新投的间接融资担保业务业务主要集中在深圳市，直接融资担保业务主要集中在全国一线城市，非融资性担保业务分散在全国各地，委托贷款业务主要集中在华南和华东地区。整体看，高新投的业务区域集中风险不显著。

担保期限组合

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

担保代偿情况及代偿风险

近年来，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，高新投 2015 年和 2016 年担保代偿规模呈现上升趋势，代偿区域主要集中在深圳市，行业集中在制造业，在 2015 年和 2016 年出现大规模代偿后，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，因此 2017 年高新投代偿规模明显下降。2015~2017 年，高新投当期代偿金额分别为 0.91 亿元、0.86 亿元和 0.04 亿元，当期担保代偿率分别为 0.24%、0.26%和 0.01%，代偿项目主要来自间接融资担保业务。截至 2017 年底，高新投累计代偿金额为 2.72 亿元，累计担保代偿率为 0.08%。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，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。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。截至 2017 年底，高新投累计回收代偿金额 1.09 亿元，累计代偿回收率为 39.93%。

代偿风险方面，其中，高新投对华昌达智能装备集团股份有限公司（下称“华昌达”）的债券担保和相关委托贷款规模分别为 5.00 亿元和 4.00 亿元；对汉柏科技有限公司（下称“汉柏科技”）的债券担保和相关委托贷款规模分别为 6.00 亿元和 2.60 亿元；高新投针对上述企业的相关债券均提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，采取的反担保措施主要为个人保证和股票质押。目前，华昌达和汉柏科技相关委托贷款出现信用风险，所涉及的债券（17 华昌 01、17 汉柏 S1、17 汉柏 S2）目前尚能按时付息，高新投正与各类相关机构积极协调化解相关风险。

总体看，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，高新投担保代偿规模呈现上升趋势，2017 年代偿有所下降。此外，考虑到近年来高新投委托贷款业务发展较快，与债券担保在客户选择上有重合，相关的风险敞口大，客户集中风险高，高新投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 2015~2017 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2015~2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017 年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了无保留意见的审计报告。截至 2017 年底，高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 7 家。

资本结构

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

近年来，高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势。截至 2017 年底，高新投负债总额为 22.73 亿元，较上年底增长 69.78%，主要是新增短期借款和专项应付款的增加所致。其中，担保赔偿准备余额 3.01 亿元，责任准备金余额 0.51 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%，均为与政府合作的专项基金委托贷款；2017 年，高新投新增短期借款 5.55 亿元，占负债总额的 24.41%，其中 4.05 亿元为信用借款，其余为保证借款。截至 2017 年底，高新投资产负债率为 16.88%，实际的债务负担较轻。

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

资产质量

近年来，高新投资资产规模有所波动，但整体呈快速增长趋势。2016 年以来随着高新投委托贷款业务规模的扩大，货币资金规模有所下滑，资产规模略有减少；2017 年随着增资扩股资金到位，高新投资资产规模增长明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至 2017 年底，高新投资资产总额 134.70 亿元，较上年底增长 70.53%，主要是发放委托贷款及垫款及货币资金的增加所致，高新投资资产主要由货币资金（占比 23.27%）以及发放贷款和垫款（占比 67.36%）构成。

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

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长，2017 年以来随着增资扩股资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至 2017 年底，高新投发放贷款和垫款净额 90.73 亿元，较上年底增长 58.83%，占资产总额的 67.36%；其中，委托贷款净额 82.34 亿元，

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

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以、可供出售金融资产及固定资产构成。截至 2017 年末，高新投其他类资产余额 13.83 亿元，占资产总额的 10.26%；其中主要包括，应收代偿款、存出再担保保证金、可供出售金融资产以及固定资产余额分别为 2.15 亿元、1.63 亿元、7.54 亿元和 1.15 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，面临一定的信用风险和市场风险。此外，高新投委托贷款占资产总额的比重高，近年来信用风险事件频发，需对其存续委托贷款业务项目保持持续关注。

盈利能力

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

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势。2017 年，高新投营业总成本 4.82 亿元，同比增长 50.04%；其中营业成本 3.29 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2017 年，高新投实现净利润 8.35 亿元，同比增长 17.79%，考虑年底增资 40 亿元及年终分红 3.14 亿元因素影响后的加权平均收益率 12.24%，平均资产收益率 9.61%，平均净资产收益率较上年上升 1.30 个百分点，平均净资产收益率较上年上升 0.80 个百分点，仍处于较好水平。

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

资本充足率及代偿能力

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

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额有所波动，整体呈扩大趋势，

主要是委托贷款和典当业务的净发放额变化所致，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，2017 年现金流出规模较大；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；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，高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金。总体看，高新投现金对股东资金注入依赖度较高，2017 年以来现金流较宽松。

近年来，高新投担保业务快速增长，担保责任余额整体大幅提升，但随着 2017 年以来，高新投增资扩股，净资产规模有较大增幅，净资产担保倍数有所下降，2017 年底净资产担保倍数为 9.03 倍。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，高新投拟在 2018 年 9 月 30 日前完成对高新投融资担保的增资工作，并将金融产品担保业务下沉到该子公司开展，高新投本部将不再开展担保业务，未来将通过业务调整努力在过渡期内达到监管要求。

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。

（6）担保效果评价

以 2017 年底财务数据测算，本期债券占高新投的资产总额的 3.71%，占所有者权益总额的 4.47%，占比尚可。高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，现已形成了担保业务、创投业务、小额贷款等全链条的金融服务产业，近年来股东对高新投支持力度较大，高新投资本较充足，其所提供的担保对本期债券的信用水平有显著的提升作用。

十、综合评价

公司 2015 年完成重大资产重组后，在产品种类、技术研发、品牌形象以及市场渠道等方面具备较强的竞争优势。近两年，公司坚持“医药+医疗器械”领域延伸，不断扩展公司药品制剂与医疗器械的结合，拓宽了公司产品的应用领域，使得业务多元化，经营风险进一步分散；公司规模稳步增长，毛利率水平高，偿债能力较强。同时，联合评级也关注到医药行业政策变动大、并购带来的商誉减值风险和业务整合风险、产品销量存在波动以及在建项目尚需投资规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

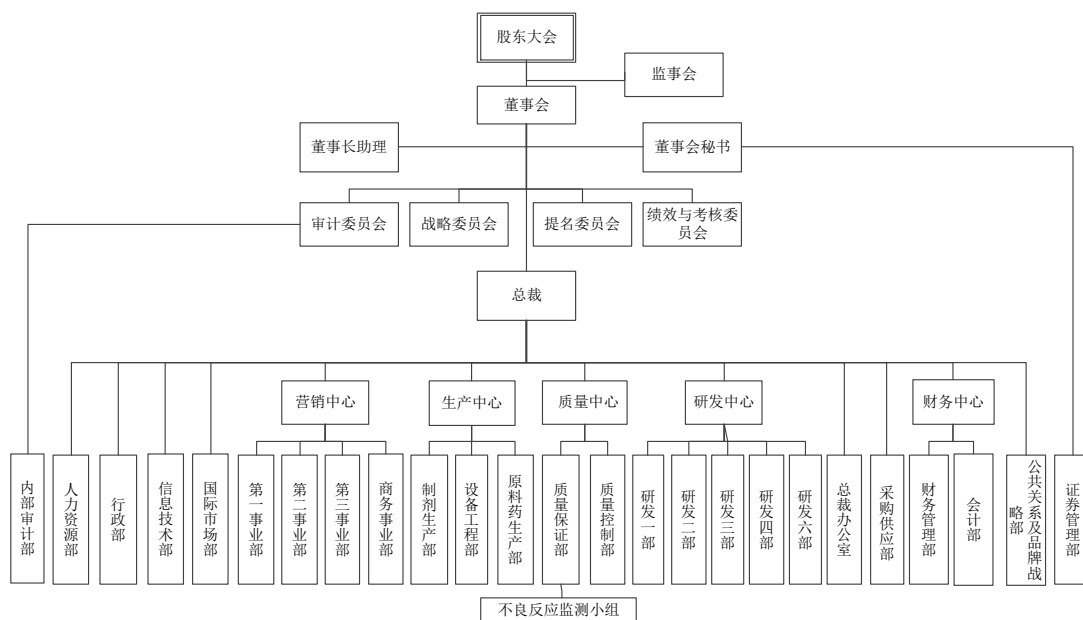
未来随着公司在建项目的建设完成并投入使用，公司产能将进一步扩大，公司整体竞争实力将有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由高新投提供连带责任保证担保。高新投作为广东省省级担保公司，各项业务得到了来自政府的有力支持，其资本实力和担保实力强，对本期债券的担保有效提升了本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 深圳翰宇药业股份有限公司

组织结构图



附件 2 深圳翰宇药业股份有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	35.46	44.57	52.98	58.74
所有者权益（亿元）	26.37	36.05	38.85	39.60
短期债务（亿元）	1.00	-	3.20	4.70
长期债务（亿元）	4.01	4.21	4.59	8.24
全部债务（亿元）	5.01	4.21	7.78	12.93
营业收入（亿元）	7.68	8.55	12.46	2.69
净利润（亿元）	3.05	2.92	3.30	0.98
EBITDA（亿元）	4.58	4.45	4.77	--
经营性净现金流（亿元）	1.39	2.96	2.14	0.98
应收账款周转次数（次）	1.81	1.20	1.29	--
存货周转次数（次）	1.73	1.31	1.41	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.21	0.26	0.05
现金收入比率（%）	75.30	99.53	83.70	105.99
总资本收益率（%）	14.62	9.29	8.18	--
总资产报酬率（%）	14.18	8.75	7.71	--
净资产收益率（%）	15.53	9.35	8.80	2.50
营业利润率（%）	79.43	78.73	82.45	85.62
费用收入比（%）	35.09	40.86	50.60	51.12
资产负债率（%）	25.63	19.13	26.67	32.58
全部债务资本化比率（%）	15.97	10.46	16.69	24.62
长期债务资本化比率（%）	13.21	10.46	10.56	17.21
EBITDA 利息倍数（倍）	13.70	10.79	14.28	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.91	1.06	0.61	--
流动比率（倍）	2.34	5.57	3.00	3.12
速动比率（倍）	2.05	5.15	2.84	2.97
现金短期债务比（倍）	2.30	--	4.11	3.89
经营现金流动负债比率（%）	33.13	89.57	24.71	9.80
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.92	0.89	0.95	--

附件 3 深圳市高新投集团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额	82.02	78.99	134.70
所有者权益	63.96	65.59	111.96
担保责任余额	658.78	1,201.05	1,011.05
净资产担保倍数	10.30	18.31	9.03
当期担保代偿率	0.24	0.26	0.01
当期代偿回收率	18.11	41.55	960.21
营业总收入	9.34	11.01	15.05
净利润	6.07	7.09	8.35
平均资产收益率	9.28	8.80	7.81
平均净资产收益率	12.31	10.94	9.40

指标名称	计算公式
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
平均总资产收益率	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)
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资本比率	净资本/净资产

附件 4 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 - 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

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 5 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。

联合信用评级有限公司关于 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） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳翰宇药业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳翰宇药业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳翰宇药业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳翰宇药业股份有限公司的相关状况，如发现深圳翰宇药业股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳翰宇药业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳翰宇药业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳翰宇药业股份有限公司、监管部门等。

