

跟踪评级公告

联合〔2020〕1268号

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**深圳市海普瑞药业集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，
评级展望为“稳定”**

**深圳市海普瑞药业集团股份有限公司公开发行的“16 海普瑞”和
“19 海普 01” 的债券信用等级为 AA+，“20 海普瑞” 的债项信用等级
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 元 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>

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司

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+

上次评级结果: AA+

债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 海普瑞	0.06 亿元	5 年	AA+	AA+	2019/6/22
19 海普 01	4.30 亿元	3 年 (1+1+1)	AA+	AA+	2019/7/12
20 海普瑞	8.70 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2020/2/13

“20 海普瑞”担保方: 深圳市高新投集团有限公司

担保方式: 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:

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	131.89	137.17	152.42	158.46
所有者权益 (亿元)	76.87	62.76	74.71	77.83
长期债务 (亿元)	18.29	24.57	23.62	29.44
全部债务 (亿元)	47.18	49.24	63.04	65.62
营业收入 (亿元)	26.70	48.15	46.25	14.02
净利润 (亿元)	1.18	5.68	10.44	2.55
EBITDA (亿元)	3.07	11.29	18.32	--
经营性净现金流 (亿元)	-4.07	6.68	-2.28	-2.18
营业利润率 (%)	23.36	39.49	36.88	42.79
净资产收益率 (%)	1.50	8.14	15.18	6.54
资产负债率 (%)	41.72	54.25	50.98	50.88
全部债务资本化比率 (%)	38.03	43.96	45.76	45.74
流动比率 (倍)	1.89	1.20	1.21	1.36
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.23	0.29	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.21	5.60	7.11	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.23	0.86	1.40	--

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 (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	9.40	9.86

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 公司 2020 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币; 4. 海普瑞对 2018 年底财务数据按照新金融工具准则、新收入准则或新租赁准则调整对年初财务数据进行调整, 上表 2018 年数据为调整后的 2019 年期初数/上年数

评级观点:

2019 年, 受非洲猪瘟疫情影响, 深圳市海普瑞药业集团股份有限公司 (以下简称“公司”或“海普瑞”) 主要原材料采购成本上升, 肝素钠 (原料药) 产销量均有所下降, 收入和毛利率均有所下降; 受益于生物发酵业务产能提升及新增 pDNA 生产设施, CDMO 业务收入和毛利率较上年均有所提升; 依诺肝素钠制剂一致性评价国内进度排名前列, 销售收入稳定增长。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到汇率波动、商誉规模较大且存在减值风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司进一步整合肝素全产业链业务, 并提升胰酶、CDMO 业务的交付能力, 未来公司下游制剂收入有望保持增长, 盈利能力有望增强。

“20 海普瑞”由深圳市高新投集团有限公司 (以下简称“高新投”) 提供无条件不可撤销连带责任保证担保。跟踪期内, 高新投的担保对“20 海普瑞”的信用状况仍有显著积极影响。

综上, 联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“16 海普瑞”和“19 海普 01”的债项信用等级为 AA+, 维持“20 海普瑞”的债项信用等级为 AAA。

优势:

1. 公司肝素钠原料药保持了市场领先地位。公司作为全球领先的肝素钠原料药生产企业, 在生产技术、客户资源方面优势依然明显。

2. 依诺肝素钠制剂在欧洲市场占有率较高。2019 年, 公司依诺肝素钠制剂欧洲市场份额 17.8% (以销量计), 其中英国和波兰的市场份额分别为 60.3% 和 52.6%, 市场占有率第一。

3. **公司 CDMO 业务快速发展。**2019 年，公司 CDMO 业务实现收入 7.88 亿元，同比增长 45.15%，毛利率 30.59%，较上年同期提升 17.13 个百分点。

关注

1. **原材料供应紧张及成本无法及时转嫁风险。**在非洲猪瘟疫情影响下，肝素钠（原料药）的主要原材料肝素粗品采购价格上涨，公司在与客户协商定价的过程中减少了销售。2019 年，公司肝素钠（原料药）产量较上年下降 20.01%，销量较上年下降 31.22%。

2. **汇率波动风险。**公司产品出口比例高，人民币汇率波动可能对公司产生一定不利影响。2019 年，公司国外收入为 42.12 亿元，占营业收入的比重为 91.09%。

3. **公司商誉规模较大，存在一定减值风险。**截至 2020 年 3 月末，公司商誉 23.92 亿元，占资产总额的 15.09%。如未来被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉或将面临一定减值风险。

4. **投资收益对利润贡献较大。**2019 年，公司投资收益 6.11 亿元，占利润总额的比重为 46.49%，对公司利润贡献较大。

分析师

蒲雅修 登记编号（R0040217110005）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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



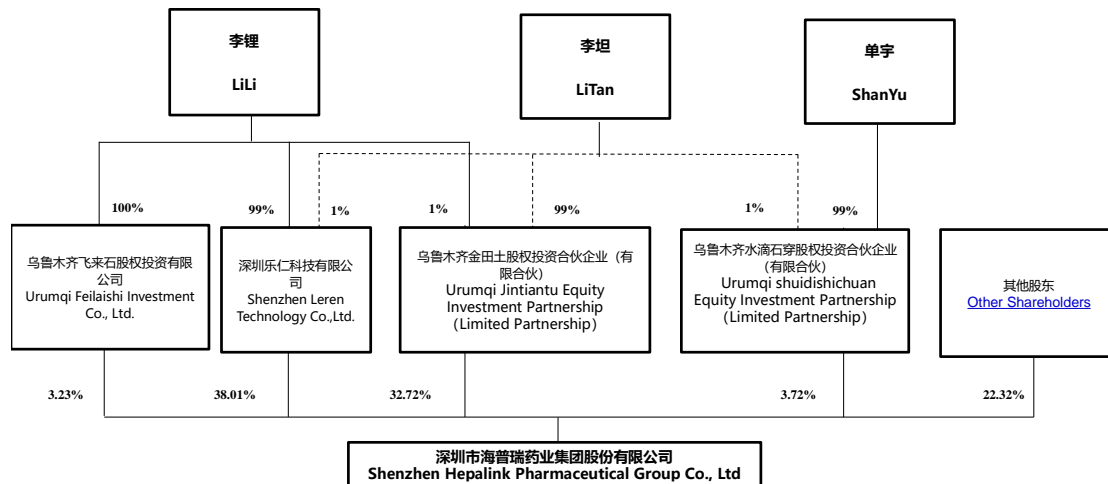
联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“海普瑞”）前身是1998年4月成立的海普瑞实业发展有限公司，注册资本200.00万元，其中李锂、李坦、单宇和深圳市冀枣玻璃钢有限公司分别持股51.00%、38.00%、10.00%和1.00%。后历经数次增资、股权转让以及公司名称变更，2007年12月，经商务部商资批〔2007〕2025号《关于同意深圳市海普瑞药业有限公司改制为外商投资股份有限公司的批复》批准，公司变更为股份有限公司，并更名为“深圳市海普瑞药业股份有限公司”。2010年5月，公司在深圳证券交易所上市，证券简称“海普瑞”，证券代码“002399.SZ”。经2016年度股东大会批准，公司于2017年2月更名为现用名。

经数次股权转让、变更以及增资，截至2020年3月末，公司注册资本124,720.17万元，其中乌鲁木齐飞来石股权投资有限公司、深圳市乐仁科技有限公司（以下简称“乐仁科技”）、乌鲁木齐金田土股权投资合伙企业（有限合伙）和乌鲁木齐水滴石穿股权投资合伙企业（有限合伙）为一致行动人，分别持有公司3.23%、38.01%、32.72%和3.72%的股份，是公司的控股股东，公司实际控制人为李锂、李坦夫妇。截至2020年3月末，乐仁科技押股权为4,360万股，质押比例为3.50%，其他控股股东股权未质押，公司股权质押比例低。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2020年3月末，公司经营范围和组织结构均未发生变化。截至2019年末，公司拥有在职员工2,162人；纳入合并范围的子公司共38家。

截至2019年末，公司合并资产总额152.42亿元，负债合计77.71亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.71亿元，其中归属于母公司所有者权益73.47亿元。2019年，公司实现营业收入46.25亿元，净利润（含少数股东损益）10.44亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润10.59亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.28亿元，现金及现金等价物净增加额-4.50亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额158.46亿元，负债合计80.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.83亿元，其中归属于母公司所有者权益76.60亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入14.02亿元，净利润（含少数股东损益）2.55亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.55亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.18亿元，现金及现金等价物净增加额-0.49亿元。

公司注册地址：深圳市南山区松坪山郎山路21号；法定代表人：李锂。

二、债券发行和募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2016〕2398号文）核准，公司于2016年11月10日发行“深圳市海普瑞药业股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”，所发行债券已于2016年12月15日在深圳证券交易所挂牌交易，债券代码“112473.SZ”，债券简称“16海普瑞”。“16海普瑞”募集资金10.00亿元，票面利率3.19%，期限为5年（附第3年末公司调整票面利率选择权及合格投资者回售选择权）。2019年11月8日，“16海普瑞”进行回售，回售金额10.26亿元（含利息），回售后债券余额0.06亿元。公司已于2019年11月8日支付2018年11月8日至2019年11月7日期间的利息。截至2019年末，募集资金已经使用完毕，用途与募集说明书一致。

经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2019〕28号文）核准，公司获准公开发行不超过13亿元的公司债券，公司采取分开发行的方式。公司于2019年10月28日发行“深圳市海普瑞药业集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，并于2019年11月1日在深圳证券交易所挂牌交易，债券代码“112984.SZ”，债券简称“19海普01”。“19海普01”募集资金4.30亿元，票面利率6.50%，发行期限3年，在债券存续的第1年末、第2年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至报告出具日，“19海普01”尚未到第一个付息日。截至2019年末，“19海普01”募集资金已经使用完毕，用途与募集说明书一致。

公司于2020年2月27日发行“深圳市海普瑞药业集团股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（疫情防控债）”，并于2020年3月4日在深圳证券交易所挂牌交易，债券代码“149045.SZ”，债券简称“20海普瑞”。“20海普瑞”募集资金8.70亿元，并由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保，票面利率3.80%。本期债券发行期限5年，在债券存续的第3年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券已截至报告出具日期，尚未到第一个付息日。截至2020年3月末，“20海普瑞”募集资金已经使用6.14亿元，尚未使用2.46亿元，使用用途为补充流动资金。

三、行业分析

跟踪期内，公司主要收入仍来自肝素钠原料药和制剂等，属于医药行业。

1. 医药工业

（1）行业概况

2019年，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。

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大子行业，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年的超过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，2018 年我国医药工业整体经济运行平稳，并延续了 2017 年的增长势头，中国医药工业总产值呈现平稳增长趋势。2019 年医药制造业规模以上工业企业实现营业收入 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 3.60 个百分点。医药制造营业利润率约为 13.05%，较上年同期提升 0.30 个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 7.19 个百分点。

(2) 行业竞争

2019 年，我国医药生产企业众多，行业集中度较低，继续呈粗放型发展态势。

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 2019 年 8 月末，中国医药制造行业规模以上企业数量为 7,307 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。

(3) 行业政策

2019 年，新医改政策陆续推出，继续深化医药行业改革，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。

政策方面，2019 年 8 月，《中华人民共和国药品管理法》（以下简称“药品管理办法”）第四次修订，并于 2019 年 12 月 1 日起施行。药品管理办法将临床试验审批制改为到期默示许可制，生物等效性试验和临床试验机构改为备案制，取消药品生产质量管理规范认证、药品经营质量管理规范认证制度，将原辅料改为与药品一并审批；全面实施药品上市许可持有人制度，从药物警戒、监督检查、信用管理、应急处置等方面强化了药品全生命周期管理理念的落实。新的药品管理办法落实了审评速度提升的路径以及执法必严，违法必究的思路。对规范国内医药行业乱象，引导行业发展进入良性循环，有重要的引导和推动作用。2019 年 9 月 30 日，国家药监局发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》《已上市化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求（征求意见稿）》，要求申请人全面了解已上市注射剂的国内外上市背景、安全性和有效性数据、上市后不良反应监测情况，评价和确认其临床价值。一致性评价对制药行业影响较大，从长远角度来看，必然会加速行业发展，加剧行业竞争，给优质的企业带来更大的机会。

(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。2018 年中国医药研发投入 103 亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的 10.8%，同比提高 1.9 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。

药品降价

2019 年 11 月 28 日，国家医保局在北京召开新闻发布会，介绍 2019 年国家医保谈判准入药品名单有关情况，正式公布了谈判药品准入结果。本次谈判涉及 150 个药品，包括 119 个新增谈判药品和 31 个续约谈判药品。119 个新增药品中有 70 个谈判成功，价格平均降幅为 60.7%。三种丙肝治疗用药降幅平均在 85% 以上，肿瘤、糖尿病等治疗用药的降幅平均在 65% 左右。31 个续约谈判药品中有 27 个成功，价格平均降幅为 26.4%。97 种药品，全部纳入目录乙类药品范围。本次谈判是我国建立医保制度以来规模最大的一次，取得了多方面成效。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

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三大政策效应将逐步显现。

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。

2. 肝素钠原料药

（1）肝素原料药

2019年，我国肝素出口量继续增加，出口均价增幅较大，持续保持量价齐升的良好态势。

近年来，我国肝素类产品出口呈现价量齐升的态势，2018年，累计出口量达205.18吨，同比增长10.67%。2019年，我国肝素类产品累计出口量达208.25吨，同比增长1.50%。

2016年中旬至今，下游企业考虑到制剂的稳定增长，进入新一轮的补库存周期，而上游肝素粗品由于生猪屠宰的减少，供给减少。肝素粗品和原料药由于供需失衡，进入新一轮景气周期。2018年12月份我国肝素出口均价为6,201.63美元/kg，同比增长27.80%。2019年12月份我国肝素出口均价为8,976.83美元/千克，同比增长45.82%，年末肝素出口价格整体上涨幅度较大。

（2）肝素制剂

近年来，肝素制剂产品销售额保持较快增长；国内低分子肝素制剂对进口产品的替代加速。

作为临床应用最广泛和最有效的抗凝血、抗血栓药物之一，肝素类药物在抗血栓医药市场上占据重要地位。全球老龄化加剧、肥胖人群规模不断增长以及新兴医药市场的快速发展将推动全球肝素类药物市场需求持续增加，具有极强抗凝血和抗血栓能力的肝素类药物市场具有较好的发展潜力。

近几年我国低分子肝素制剂销售保持快速增长，样本医院销售额由2012年的6.64亿元增长到2017年的12.99亿元，年均复合增长率为14.38%，其中2017年同比增长16.61%；2018年销售额为16.13亿元，同比增长24.17%。

我国低分子肝素市场使用覆盖率相对较低，但发展非常快速，生产企业较多，低分子肝素制剂之前一直未进行分类管理。从竞争格局来看，目前国内各低分子肝素制剂中赛诺菲、葛兰素、辉瑞的进口产品仍处于统治地位，健友股份、深圳市天道医药有限公司等国内低分子肝素制剂生产商处于对进口产品的快速替代的发展趋势之中。

四、管理分析

跟踪期内，公司高管、董事及监事整体变化不大，主要管理制度连续，管理运作正常。

2019年，公司独立董事张荣庆先生因个人原因离职。2019年，公司选举吕川先生为独立董事；2020年2月，公司选举孙暄先生为第四届董事会副董事长。公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。

2019年以来，公司主要管理制度未发生重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，受非洲猪瘟疫情影响，公司主要原材料采购成本上升，公司肝素钠（原料药）收入和毛利率均有所下降；受益于生物发酵业务产能提升及新增 pDNA 生产设施，CDMO 业务收入和毛利率较上年均有所提升。公司综合毛利率较上年略有下降，净利润大幅增加，收入仍主要来自海外。公司销售集中度仍较高。

2019年，公司仍主要从事肝素钠原料药研究、生产及销售，核心产品为肝素钠原料药。2019年，公司实现营业收入 46.25 亿元，较上年下降 3.95%，主要系肝素钠（原料药）收入减少所致。2019年，公司实现净利润 10.44 亿元，较上年增长 83.65%，主要系投资收益大幅增加所致。2019年，公司实现主营业务收入 45.70 亿元，占营业收入的 98.82%，主营业务仍十分突出。

从收入构成来看，2019年，公司肝素钠（原料药）收入 22.74 亿元，同比下降 17.38%，主要系受非洲猪瘟疫情影响，肝素粗品成本上升，公司在与主要客户协商调整定价和商业模式的过程中减少了销量所致；占营业收入的比重为 49.17%，较上年下降 8.32 个百分点，仍为公司第一大收入来源。制剂业务收入 12.31 亿元，同比增长 17.71%，主要系市场份额推升以及销量增加所致；占营业收入的比重 26.61%，较上年上升 5.23 个百分点。CDMO 业务收入 7.88 亿元，同比增长 45.15%，主要系一方面公司微生物发酵业务线产能提升，另一方面公司新增 pDNA 生产设施，业务拓展至基因治疗领域所致；占营业收入的比重为 17.05%，较上年上升 6.15 个百分点。胰酶业务收入 2.09 亿元，较上年变化不大，在营业收入中的占比仍较低。其他业务占公司营业收入比重不大，对收入影响较小。

表 1 2017-2019 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	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
肝素钠（原料药）	20.36	76.26	29.91	27.68	57.49	40.42	22.74	49.17	35.42
制剂	0.70	2.62	46.13	10.30	21.39	55.81	12.31	26.61	47.11
胰酶	0.48	1.81	-81.80	2.63	5.46	40.77	2.09	4.52	32.45
CDMO	3.26	12.19	13.48	5.25	10.90	17.69	7.88	17.05	30.59
其他	1.90	7.12	-3.05	2.29	4.76	15.95	1.22	2.65	25.46
合计	26.70	100.00	23.97	48.15	100.00	40.09	46.25	100.00	37.31

资料来源：公司提供

从毛利率水平来看，2019年，公司肝素钠原料药业务毛利率为 35.42%，较上年下降 5.00 个百分点，主要系受非洲猪瘟疫情影响，猪小肠供给减少，肝素粗品采购价格有较大幅度上涨所致；制剂业务毛利率 47.11%，较上年下降 8.70 个百分点，主要系一方面原材料成本上升，另一方面医院销售占比提高使得销售均价下降所致；CDMO 业务毛利率 30.59%，较上年大幅提升 12.90 个百分点，主要系该业务服务能力提升，成本下降所致；胰酶业务毛利率为 32.45%，较上年下降 8.32 个百分点。综上，2019年，公司综合毛利率 37.31%，较上年下降 2.78 个百分点。

从销售区域来看，2019年，公司国外收入为 42.12 亿元，同比下降 3.21%；占营业收入的比重为 91.09%，变化不大。

从采购集中度来看，2019年，公司对前五大供应商采购金额为 6.12 亿元，占采购金额的比重为

22.46%，集中度一般。从客户集中度来看，2019年，公司向前五大客户销售额为22.26亿元，占公司总销售额的比例下降11.07个百分点至48.14%，集中度下降，但仍处于较高水平。

2020年1-3月，公司实现营业收入14.02亿元，较上年同期增长37.06%，主要系肝素钠及依诺原料药销售单价上涨，以及制剂的销售数量较上年同期有所增加所致。实现净利润2.55亿元，较上年同期下降48.51%，主要系投资收益大幅减少所致。

2. 肝素钠（原料药）业务

2019年，在非洲猪瘟疫情影响下，肝素钠（原料药）的主要原材料采购价格上涨，公司在与客户协商调整定价的过程中减少了销售，公司肝素钠（原料药）产量和销量均有所下降。

原材料采购方面，2019年，公司自产厂成都深瑞和山东瑞盛的日均小肠处理能力较上年变化不大，粗品产量较2018年有所减少，主要系受非洲猪瘟疫情影响猪小肠供给减少所致。采购均价方面，受非洲猪瘟疫情影响，猪小肠、肝素粗品采购价格有较大幅度上涨。2019年，公司肝素粗品代加工采购数量占比40.84%，公司粗品自产采购数量占比9.08%。

生产方面，2019年，公司生产模式和产能较2018年均无变化。产量方面，2019年，受非洲猪瘟疫情影响，公司肝素粗品成本上升，公司在调整与主要客户的定价模式过程中减少了肝素钠原料药销量，2019年3季度，公司完成与主要客户之间的定价模式调整，产量有所恢复。受上述因素影响，肝素钠（原料药）产量87,454.04亿单位，较上年下降20.01%；库存13,741.99亿单位，较上年上升45.09%。

表2 2017-2019年公司肝素钠（原料药）产量和库存量（单位：亿单位）

项目	2017年	2018年	2019年
产量	81,414.10	109,325.55	87,454.04
库存量	8,634.95	9,471.33	13,741.99

资料来源：公司提供

产品销售方面，2019年，受原材料成本上升的影响，公司上调产品售价，产品销售均价由3.43万元/亿单位上涨至4.09万元/亿单位；同时，由于公司与主要客户协商调整定价的过程中减少了销售，销量同比下降31.22%；产销率下降10.36个百分点至63.55%。

表3 2017-2019年公司肝素钠（原料药）销售情况

项目	2017年	2018年	2019年
销量（亿单位）	79,366.98	80,801.56	55,576.43
均价（万元/亿单位）	2.57	3.43	4.09
销售额（万元）	203,622.96	276,808.17	227,398.96
产销率（%）	97.49	73.91	63.55

资料来源：公司提供

3. 其他业务

2019年，公司制剂业务收入保持增长，在欧洲市场保持领先地位，国内一致性评价方面进度靠前。CDMO业务新增pDNA生产设施，收入和毛利率均大幅增长。

制剂业务方面，子公司深圳市多普乐实业发展有限公司（以下简称“多普乐”）及其子公司深圳市天道医药有限公司（以下简称“天道医药”）已在波兰、意大利、德国、英国和西班牙建立营销团队。2019年，天道依诺肝素钠制剂收入同比增长25.35%；占欧洲市场份额的17.8%（以销量计），

其中占英国和波兰的市场份额分别为 60.3% 和 52.6%，市场占有率第一；占意大利及奥地利市场份额分别为 33.1% 和 19.1%，处于市场领先地位。国内方面，天道医药的依诺肝素钠制剂一致性评价国内进度前三。

CDMO 业务方面，公司通过 Cytovance Biologics, Inc.（以下简称“赛湾生物”）、SPL Acquisition Corp.（以下简称“SPL”）两个平台持续推进大分子 CDMO 业务快速发展。2019 年，公司 CDMO 业务实现营收 7.88 亿元，同比增长 45.15%，毛利率 30.59%，较上年同期提升 17.13 个百分点。赛湾生物在微生物发酵、哺乳细胞培养的基础上，新增 pDNA 生产设施，涉足基因治疗领域；SPL 在开发复杂及可扩展流程以提取、分离及纯化天然材料方面拥有核心能力。未来，赛湾生物和 SPL 实现优势互补，CDMO 业务有望保持增长。公司构建创新药获选梯队，针对肿瘤和心血管两块医疗缺口较大的医药领域，在研三十多个 First-in-Class 创新品种，重点在研品种包括 RVX208、H1701 和 AR301 等。此外，公司还通过收购或 License-in 等模式来丰富研发管线，拥有多个品种的大中华区域权益。

4. 在建项目

公司在建项目存在一定的资金需求，项目建成后，公司产能有望扩大，盈利有望增长。

截至 2019 年末，公司主要在建工程项目 6 项，计划投资 10.24 亿元，已投资 7.06 亿元，未来尚需投资 3.18 亿元，未来资金支出压力不大。

表 4 截至 2019 年末公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划投资额	截至 2019 年末已投资额	预计完工时间	工程进度	资金来源
坪山医药生态园工程	4.21	1.80	2021	42.77	自有
海普瑞肝素类 API 生产线建设项目	4.12	3.51	2020	85.10	自有/借款
SAP 系统建设	0.21	0.20	2021	95.00	自有
SPL 生产线、设备改扩建工程	0.68	0.66	2020	96.33	自有/借款
Cytovance 生产线、设备改扩建工程	0.61	0.54	2022	87.98	自有/借款
天道制剂扩产项目	0.40	0.35	2020	87.96	自有
合计	10.24	7.06	--	--	--

资料来源：公司提供

5. 重大事项

公司公开发行 H 股事项已获中国证监会核准，尚待香港联交所同意，若发行成功，公司资本实力将进一步增强。

2020 年 4 月 21 日，公司发布《关于首次公开发行境外上市外资股（H 股）获得中国证监会批复的公告》。公告称公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于深圳市海普瑞药业集团股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可〔2020〕588 号），核准公司发行不超过 4.78 亿股境外上市外资股。6 月 13 日，未来，如果公司完成 H 股发行，资本实力有望进一步增强。

6. 经营关注

（1）贸易和汇率风险

2019 年，中美经济和贸易关系趋向复杂化，税收和技术壁垒陆续出台。公司产品绝大部分出口，

尽管目前尚未出台针对公司主要产品的清单，但未来经济贸易环境如进一步恶化，税收和市场的确定性将进一步增加。公司产品以出口为主，结算币种以欧元为主，人民币汇率波动增加汇兑损失风险。

（2）产品竞争风险

肝素原料药行业是一个市场化程度较高的行业，而肝素制剂行业已形成以国际品牌肝素制剂企业为主的较为固定的市场格局。公司凭借专有的肝素钠原料药提取和纯化技术在肝素原料药行业保持领先地位；由于欧洲各国制剂市场情况不一致，目前依诺肝素其他仿制药进入欧洲制剂市场销售，公司首仿药面临着原研药和其他品牌制剂的竞争，市场的复杂性将带来潜在的竞争风险。

（3）产品质量风险

公司产品生产流程长、环节多、工艺复杂，作为人用注射制剂原料药、人用注射剂，任何环节出现事故都会导致产品质量问题进而可能造成医疗事故。

（4）原材料供应紧张及成本无法及时转嫁风险

原材料采购占公司成本比例较高，为了保证生产运营，公司需要以商业上可接受的价格及时获得足够数量的优质原材料，原材料的供应量减少可能导致运营中断。由于 2018 年底爆发非洲猪瘟，自 2019 年初种猪数量持续减少，导致猪小肠和肝素粗品供应短缺及价格上涨，并将在未来持续供应偏紧的趋势。倘若未能及时将成本增加转嫁给客户，公司的盈利能力、业务发展和财务状况将受到负面影响。

7. 未来发展

公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整，有利于提高其竞争实力。

公司将不断巩固在肝素钠原料药方面的领先地位，为公司的全球依诺制剂业务构建重要壁垒，并保持公司当前作为现有客户的肝素钠原料药重要生产商和供应商的市场地位。公司拟进一步优化公司的供应链管理，加强对高品质肝素原料的控制力。公司拟进一步增强对肝素粗品领域的投入，以增强对全球可追溯肝素粗品的管理能力。公司将继续对生产工艺和品质控制系统的研发投入，进一步提高公司的竞争力。

公司将充分发挥全产业链协同效应，进一步提升肝素业务在全球市场的竞争力。在肝素制剂运营方面，将继续开拓欧洲国家，增加公司制剂在欧洲的市场份额；在欧洲和美国市场之外，战略布局和发全球其他有价值国际市场。在新产品领域，将加快完成已引入品种的临床开发与上市，加快引入中国市场的进度；同时还将在肿瘤、心血管、肝素产业链相关领域评估并选择合适新品种进行投资。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度财务报表已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。公司对 2018 年底财务数据按照新金融工具准则、新收入准则或新租赁准则调整对年初财务数据进行调整，为保证财务数据可比性，本报告采用 2018 年数据采用调整后的 2019 年期初数/上年数。

2019 年，公司纳入合并范围的子公司新增 3 家，减少 9 家。考虑到公司合并范围变动不大，且减少的子公司规模较小，对合并报表影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 152.42 亿元，负债合计 77.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 73.47 亿元。2019 年，公司实现营业收入 46.25 亿元，净利润（含少数股东损益）10.44 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 10.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.28 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.50 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 158.46 亿元，负债合计 80.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 76.60 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 14.02 亿元，净利润（含少数股东损益）2.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.49 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模有所增长，仍以非流动资产为主；流动资产中应收账款和存货占比较大，对资金形成一定占用；非流动资产中商誉占比较大。公司资产受限比例一般，整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 152.42 亿元，较年初增长 11.12%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 39.34%，非流动资产占 60.66%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产占比上升较快。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 59.96 亿元，较年初增长 7.06%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 21.31%）、应收账款（占 21.57%）和存货（占 39.60%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 12.78 亿元，较年初下降 35.93%，主要系公司支付多普乐股权收购款所致。货币资金主要由银行存款（占 84.07%）和其他货币资金（占 15.91%）构成。货币资金中因抵押、质押或冻结等对使用有限制的款项总额为 0.62 亿元，受限比例为 4.82%，受限比例较低。

截至 2019 年末，公司应收账款为 12.94 亿元，较年初增长 19.36%，主要系应收货款增加所致。应收账款账龄以 1 年以内为主（占 94.79%），累计计提坏账 0.22 亿元，计提比例为 1.65%；应收账款前五大欠款方合计金额为 6.41 亿元，占比为 48.77%，集中度较高。

截至 2019 年末，公司存货为 23.74 亿元，较年初增长 43.13%，主要系一方面受非洲猪瘟的影响，原材料价格上涨，存货成本及原材料库存增加，另一方面公司预计制剂销量增长而适当增加了制剂的库存所致。存货主要由原材料（占 30.08%）、在产品（占 19.62%）和库存商品（占 48.71%）构成，累计计提跌价准备 1.29 亿元，计提比例 5.15%。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 92.47 亿元，较年初增长 13.92%，公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 13.28%）、长期股权投资（占 14.60%）、固定资产（占 20.06%）和商誉（占 25.47%）构成。

截至 2019 年末，公司其他非流动金融资产为 12.28 亿元，较年初增长 31.87%，主要系公司追加对 TPG BIOTECHNOLOGY PARTNERS V, L.P. 的投资，以及所持金融资产公允价值增值所致。公司其他非流动金融资产以公允价值计量。

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 13.50 亿元，较年初增长 139.96%，主要系 2019 年公司丧失对 HighTide Therapeutics, Inc.（以下简称“君圣泰”）的控制权，由成本法转为权益法核算，剩余股权按照公允价值重新计量，以及公司对 Resver logix Corp. 的投资成本增加所致。公司长期股权投资主要由对 Resver logix Corp.（占 32.85%）、Hightide Therapeutics, Inc（占 44.65%）和上海泰沂创

业投资合伙企业（占 11.81%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产为 18.55 亿元，较年初增长 9.54%，主要系在建工程完工转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（占 59.21%）和机器设备（占 36.69%）构成，累计计提折旧 9.00 亿元；固定资产成新率 68.86%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司商誉为 23.55 亿元，较年初增长 1.65%，主要系汇率折算差异使得因合并 SPL 和赛湾生物产生的商誉增加所致。公司聘请了 KPMG LLP，采用收益法和市场法对 SPL 和赛湾生物的商誉进行减值测试，评估结果显示商誉无须计提减值。未来若被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉仍将面临一定减值风险。

截至 2019 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产为 22.29 亿元，占资产总额的 14.62%，受限比例一般。

表 5 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	占比
货币资金	0.62	抵押及保证借款、银行承兑汇票保证金及保函保证金	0.40
存货	3.19	抵押及保证借款	2.09
固定资产	8.67	抵押及保证借款	5.69
无形资产	0.85	抵押及保证借款	0.56
应收账款	3.50	抵押及保证借款	2.30
其他应收款	0.12	抵押及保证借款	0.08
其他流动资产	0.50	抵押及保证借款	0.33
其他权益工具投资	3.47	抵押及保证借款	2.28
一年内到期的非流动资产	0.14	抵押及保证借款	0.09
在建工程	0.86	抵押及保证借款	0.57
递延所得税资产	0.31	抵押及保证借款	0.20
其他非流动资产	0.07	抵押及保证借款	0.05
合计	22.29	--	14.62

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额为 158.46 亿元，较年初增长 3.96%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 40.30%，非流动资产占 59.70%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

截至 2019 年末，公司负债略有增长，仍以流动负债为主，整体债务负担处于合理水平，但短期债务占比较高。截至 2020 年 3 月末，公司短期债务占比有所下降，债务结构趋于均衡。

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债总额为 77.71 亿元，较年初增长 4.44%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 63.92%，非流动负债占 36.08%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债为 49.67 亿元，较年初增长 6.53%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 58.94%）和一年内到期的非流动负债（占 20.42%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 29.27 亿元，较年初增长 47.74%，主要系公司货币资金减少，

为保证日常运营资金增加借款所致；短期借款主要由质押借款¹（占 20.12%）、抵押借款（占 26.03%）、保证借款（占 11.56%）和票据贴现借款（占 17.08%）构成。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 10.14 亿元，较年初增长 109.16%，主要系“19 海普 01”以及部分长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 28.04 亿元，较年初增长 0.92%，变化不大。公司非流动负债主要由长期借款²（占 59.16%）、应付债券（占 24.81%）和递延所得税负债（占 10.77%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 16.59 亿元，较年初增长 14.03%；长期借款主要由质押借款（占 24.70%）、抵押借款（占 48.06%）和保证借款（占 27.24%）构成³。从期限分布看，2022 年到期的占 9.70%，其余为 2023 年及以后到期，长期借款到期期限较为分散，集中偿付压力不大。

截至 2019 年末，公司应付债券为 6.96 亿元，较年初下降 30.05%，主要系“16 海普瑞”回售所致。

表 6 截至 2020 年 3 月末公司存续债券情况（单位：亿元）

证券代码	证券名称	到期日期	当前余额	下一行权日
149045.SZ	20 海普瑞	2025-02-28	8.70	2023-02-28
112984.SZ	19 海普 01	2022-10-29	4.30	2020-10-29
114455.SZ	19 海普瑞	2024-04-22	7.00	2022-04-22
112473.SZ	16 海普瑞	2021-11-08	0.06	--

资料来源：Wind

截至 2019 年末，公司全部债务为 63.04 亿元，较年初增长 28.04%。其中，短期债务占 62.53%，长期债务占 37.47%，以短期债务为主。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 50.98%、45.76%和 24.02%，较年初分别下降 3.26 个百分点、上升 1.80 个百分点和下降 4.11 个百分点。公司债务负担较重，但仍处于合理水平。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 80.63 亿元，较年初增长 3.75%，变化不大。其中，流动负债占 58.11%，非流动负债占 41.89%，非流动负债占比有所上升，仍以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 65.70 亿元，较年初增长 4.21%。其中，短期债务 36.19 亿元（占 55.08%），长期债务 29.51 亿元（占 44.92%），债务结构趋于均衡。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.88%、45.77%和 27.49%，较年初分别下降 0.10 个百分点、上升 0.01 个百分点和上升 3.47 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益有所增长，股本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）为 74.71 亿元，较年初增长 19.04%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.34%，少数股东权益占比为 1.66%。归属于母公司所有者权益为 73.47 亿元，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 16.98%、35.85%、0.75%、7.24%和 39.18%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）为 77.83 亿元，较年初增长 4.18%，。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.41%，少数股东权益占比为 1.59%。归属于母公司所有者

¹ 质押借款为公司质押子公司深圳多普乐 100% 股权，且由李锂及李坦提供保证。

² 质押借款为公司质押子公司深圳多普乐 100% 股权，且由李锂及李坦提供保证。

³ 该比例含一年内到期的长期借款。

权益 76.60 亿元，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 16.28%、34.43%、1.38%、6.95% 和 40.97%。所有者权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

2019 年，受肝素钠（原料药）销量减少的影响，公司收入有所下降；但由于投资收益大幅增加，公司净利润大幅增长，整体盈利能力有所提升。

2019 年，公司实现营业收入为 46.25 亿元，较上年下降 3.95%，主要系肝素钠（原料药）收入减少所致；营业成本为 28.99 亿元，较上年增长 0.24%，主要系肝素钠（原料药）的主要原材料采购成本上升所致。2019 年，公司实现净利润为 10.44 亿元，较上年增长 83.65%，主要系投资收益大幅增加所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 11.14 亿元，较上年增长 18.37%，主要系销售费用和管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 36.94%、31.69%、13.35% 和 18.01%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 4.11 亿元，较上年增长 10.66%，主要系市场推广费增加所致；管理费用为 3.53 亿元，较上年增长 19.61%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为 1.49 亿元，较上年下降 20.28%，主要系君圣泰不再纳入合并范围所致；财务费用为 2.01 亿元，较上年增长 129.34%，主要系债务规模扩大使得利息支出增加以及汇兑收益减少所致。2019 年，公司费用收入比为 24.08%，较上年上升 4.54 个百分点，公司费用控制能力有所下降。

2019 年，公司投资收益为 6.11 亿元，较上年增加 8.30 亿元，主要系一方面君圣泰不再纳入合并范围，其由成本法转权益法核算而确认的一次性投资收益；另一方面，公司对 Resverlogix Corp 等公司股权按照权益法核算确认的投资收益，以及出售部分金融资产和理财产品所致。投资收益占利润总额的比重为 46.49%，对公司利润贡献较大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 36.88%，较上年下降 2.61 个百分点，变化不大。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.42%、10.86% 和 15.18%，较上年分别上升 3.92 个百分点、4.16 个百分点和 7.04 个百分点。公司盈利能力有所提升。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 14.02 亿元，较上年同期增长 37.06%，主要系肝素钠及依诺原料药销售单价同比上涨以及制剂的销售数量较上年同期有所增加所致。实现净利润 2.55 亿元，较上年同期下降 48.51%，主要系投资收益大幅减少所致。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金由净流入转为净流出状态，收入实现质量有所提高；投资活动现金由净流出转为净流入状态，但净流入规模较小；公司筹资活动现金仍为净流出状态，但净流出规模较上年大幅下降。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 50.39 亿元，较上年增长 2.34%，变化不大；经营活动现金流出量为 52.67 亿元，较上年增长 23.75%，主要系购买原材料和提前储备产品支付的现金增加所致。综上，2019 年，公司经营活动现金净流出为 2.28 亿元，较上年净流入转为净流出。2019 年，公司现金收入比为 99.69%，较上年上升 7.93 个百分点，收入实现质量有所改善。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 23.86 亿元，较上年增长 167.05%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出量为 23.85 亿元，较上年增长 65.84%，主要系股权投资支付的现金增加所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流入为 0.02 亿元，由上年净

流出转为净流入。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为59.89亿元，较上年增长49.20%，主要系取得银行借款和发行债券收到的现金增加所致；筹资活动现金流出量为62.23亿元，较上年增长10.53%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。综上，2019年，公司筹资活动现金净流出为2.34亿元，净流出规模较上年下降85.50%。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.18亿元，投资活动产生的现金流量净额为0.83亿元，筹资活动产生的现金流量净额为0.87亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所弱化，长期偿债能力指标有所改善，同时考虑到公司过往债务履约情况良好，融资渠道畅通，其整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率由年初的1.20倍上升至1.21倍，速动比率由年初的0.85倍下降至0.73倍，流动资产对流动负债的保障程度变化不大。截至2019年末，由于短期债务大幅增长，公司现金短期债务比由年初的0.95倍下降至0.36倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为18.32亿元，较上年增长62.25%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占10.84%）、计入财务费用的利息支出（占14.07%）、利润总额（占71.77%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的5.60倍上升至7.11倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司EBITDA全部债务比由上年的0.23倍上升至0.29倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2019年末，公司无对外担保事项。

截至2019年末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据公司提供企业信用报告（统一社会信用代码：91440300279544901A），截至2020年5月25日，公司本部无已结清及未结清信贷的不良信贷记录。

截至2020年3月底，公司及各子公司共获得银行贷款及承兑授信总额度82.35亿元，未使用额度39.42亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

7. 公司本部财务概况

截至2019年末，公司本部资产总额略有增长，资产结构较为均衡；负债以流动负债为主，债务负担处于合理水平；权益结构稳定性较强。2019年，公司本部营业收入贡献较小，利润主要来自经营所得；经营活动现金和投资活动现金均为净流出状态，筹资活动现金流为净流入状态。

截至2019年末，公司本部资产总额106.68亿元，较年初增长4.20%。其中，流动资产47.12亿元（占44.17%），非流动资产59.57亿元（占55.83%），资产结构较为均衡。从构成看，流动资产主要由货币资金（占17.01%）、预付款项（占16.59%）、其他应收款（占22.48%）和存货（占16.58%）构成，非流动资产主要由长期应收款（占20.37%）、长期股权投资（占47.00%）和固定资产（占10.12%）构成。截至2019年末，公司本部货币资金为8.02亿元。

截至2019年末，公司本部负债总额44.87亿元，较年初增长2.75%。其中，流动负债27.19亿元（占比60.60%），非流动负债17.68亿元（占比39.40%），以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占68.29%）和一年内到期的非流动负债（占20.07%）构成，非流动负债主要由长期借款（占60.43%）和应付债券（占39.35%）构成。2019年，公司本部资产负债率为42.06%，

较 2018 年下降 0.59 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 61.82 亿元，较年初增长 5.28%，主要系未分配利润增加所致。其中，股本为 12.47 亿元（占 20.18%）、资本公积合计 26.73 亿元（占 43.25%）、未分配利润合计 17.23 亿元（占 27.88%）、盈余公积合计 5.28 亿元（占 8.54%）。

2019 年，公司本部营业收入为 15.93 亿元，净利润为 1.47 亿元。2020 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 22.79 亿元、27.36 亿元，经营活动产生的现金流量净额-4.57 亿元；投资活动产生的现金流量净额-12.55 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 13.41 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 11.20 亿元，为“16 海普瑞”“19 海普 01”和“20 海普瑞”待偿本金合计（13.06 亿元）的 0.86 倍，公司现金类资产对“16 海普瑞”“19 海普 01”和“20 海普瑞”的覆盖程度较高；截至 2020 年 3 月末，公司净资产为 77.83 亿元，为“16 海普瑞”“19 海普 01”和“20 海普瑞”待偿本金合计（13.06 亿元）的 5.96 倍，公司净资产对待偿债券本金按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 18.32 亿元，为“16 海普瑞”“19 海普 01”和“20 海普瑞”待偿本金合计（13.06 亿元）的 1.40 倍，公司 EBITDA 对“16 海普瑞”“19 海普 01”和“20 海普瑞”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 50.39 亿元，为“16 海普瑞”“19 海普 01”和“20 海普瑞”待偿本金合计（13.06 亿元）的 3.86 倍，公司经营活动产生的现金流入对“16 海普瑞”“19 海普 01”和“20 海普瑞”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、经营规模、客户质量等方面具有的竞争优势，联合评级认为，公司对“16 海普瑞”“19 海普 01”和“20 海普瑞”的偿还能力很强。

八、债权保护分析

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“20 海普瑞”的还本付息提供连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括“20 海普瑞”本金、利息、违约金和实现债权的费用。高新投承担保证责任的期间为“20 海普瑞”存续期及债券到期之日起 2 年。债券持有人、债券手头管理人再此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

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 2018 年末，高新投资资产总额 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统较为完善，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 7 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 8 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 9 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10 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，高新投资资产总额 205.27 亿元。

表 11 高新投资资产结构（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

注：因四舍五入效导致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
 资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

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 12 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

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
 资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

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产时，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；高新投融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 13 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，高新投净资产规模有所下降，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 年末高新投净资产为 67.62 亿元，净资产比率为 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产担保倍数有所上升，2018 年末以上两项指标分别为 9.40 倍和 16.38 倍。

表 14 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
净资产	39.95	72.78	67.62
净资产担保倍数	17.79	8.70	9.40
净资产担保倍数	29.21	13.27	16.38
净资产比率	60.90	65.55	57.37
净资产覆盖率	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，并测算了净资产对担保业务组合风险值的覆盖程度。截至 2018 年末，高新投净资产覆盖率为 91.01%，净资产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，净资产覆盖率水平或有所改善。

2. 担保效果评价

以截至 2018 年底高新投财务数据测算，高新投资产总额 205.27 亿元，净资产达 117.87 亿元，分别为“20 海普瑞”待偿本金（8.70 亿元）的 23.59 倍和 13.55 倍，对“20 海普瑞”债券本金的覆盖倍数很高，其担保对“20 海普瑞”的信用水平具有显著的提升作用。

九、综合评价

2019 年，受非洲猪瘟疫情影响，公司主要原材料采购成本上升，肝素钠（原料药）产销量均有所下降，收入和毛利率均有所下降；受益于生物发酵业务产能提升及新增 pDNA 生产设施，CDMO 业务收入和毛利率较上年均有所提升；依诺肝素钠制剂一致性评价国内进度排名前列，销售收入稳

定增长。同时，联合评级也关注到汇率波动、商誉规模较大且存在减值风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司进一步整合肝素全产业链业务，并提升胰酶、CDMO 业务的交付能力，未来公司下游制剂收入有望保持增长，盈利能力有望增强。

“20 海普瑞”由高新投提供无条件不可撤销连带责任保证担保。跟踪期内，高新投的担保对“20 海普瑞”的信用状况仍有显著积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 海普瑞”和“19 海普 01”的债项信用等级为 AA+，维持“20 海普瑞”的债项信用等级为 AAA。

附件 1-1 深圳市海普瑞药业集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	131.89	137.17	152.42	158.46
所有者权益 (亿元)	76.87	62.76	74.71	77.83
短期债务 (亿元)	28.89	24.67	39.42	36.19
长期债务 (亿元)	18.29	24.57	23.62	29.51
全部债务 (亿元)	47.18	49.24	63.04	65.70
营业收入 (亿元)	26.70	48.15	46.25	14.02
净利润 (亿元)	1.18	5.68	10.44	2.55
EBITDA (亿元)	3.07	11.29	18.32	--
经营性净现金流 (亿元)	-4.07	6.68	-2.28	-2.18
应收账款周转次数 (次)	4.25	5.13	3.81	--
存货周转次数 (次)	2.56	2.14	1.36	--
总资产周转次数 (次)	0.20	0.36	0.32	0.09
现金收入比率 (%)	88.18	91.76	99.69	80.89
总资本收益率 (%)	2.10	6.51	10.42	--
总资产报酬率 (%)	1.09	6.70	10.86	--
净资产收益率 (%)	1.50	8.14	15.18	6.54
营业利润率 (%)	23.36	39.49	36.88	42.79
费用收入比 (%)	21.15	19.54	24.08	20.81
资产负债率 (%)	41.72	54.25	50.98	50.88
全部债务资本化比率 (%)	38.03	43.96	45.76	45.77
长期债务资本化比率 (%)	19.22	28.14	24.02	27.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.21	5.60	7.11	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.23	0.29	--
流动比率 (倍)	1.89	1.20	1.21	1.36
速动比率 (倍)	1.62	0.85	0.73	0.80
现金短期债务比 (倍)	1.26	0.95	0.36	0.31
经营现金流动负债比率 (%)	-12.52	14.32	-4.58	-4.65
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.23	0.86	1.40	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 公司 2020 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币; 4. 海普瑞对 2018 年底财务数据按照新金融工具准则、新收入准则或新租赁准则调整对年初财务数据进行调整, 上表 2018 年数据为调整后的 2019 年期初数/上年数

附件 1-2 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
当期待偿回收率（%）	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 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿还能力	
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+长期应付款
 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+应付短期融资款+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 3 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。