

信用评级公告

联合〔2021〕3169号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳市海普瑞药业集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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⁺，“16 海普瑞”的信用等级为 AA⁺，“20 海普瑞”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监： 

二〇二一年五月二十日

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
深圳市海普瑞药业集团股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
深圳市高新投集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 海普瑞	AA+	稳定	AA+	稳定
20 海普瑞	AAA	稳定	AAA	稳定

注：深圳市高新投集团有限公司为“20 海普瑞”的担保方

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 海普瑞	10 亿元	0.06 亿元	2021/11/08
20 海普瑞	8.7 亿元	8.7 亿元	2025/02/28

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 5 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		AA+	
	评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

2020 年，深圳市海普瑞药业集团股份有限公司（以下简称“公司”）整体经营情况良好，收入规模有所扩大，毛利率水平有所提升；2020 年 7 月，公司完成 H 股上市，资本实力得以增强，融资渠道进一步拓宽；公司债务负担有所减轻。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司海外业务面临不确定性风险、原材料价格波动给公司生产成本控制带来压力、商誉规模较大、投资收益和公允价值损益对利润影响大、存货和应收账款对营运资金形成占用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，加大海内外市场及销售渠道的拓展，未来公司经营情况有望保持良好，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定；维持“16 海普瑞”的信用等级为 AA+，“20 海普瑞”的信用等级为 AAA。

优势

1. 2020 年公司整体经营情况良好，收入规模有所扩大，毛利率水平有所提升。2020 年，公司实现营业收入 53.32 亿元，较上年增长 15.30%；综合毛利率为 39.16%，较上年提高 1.85 个百分点。

2. 公司完成 H 股上市，资本实力得以增强，融资渠道进一步拓宽。2020 年 7 月，公司在香港联合交易所挂牌上市。截至 2020 年底，公司所有者权益为 116.89 亿元，较上年底增长 56.46%；货币资金 27.12 亿元，较上年底增长 112.28%。

3. 公司债务负担有所减轻。截至 2020 年底，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 38.56%、32.57%和 21.16%，较上年底分别下降 12.42 个百分点、13.20 个百分点和 2.86 个百分点，债务

分析师：范瑞
华艾嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

负担有所减轻。

关注

1. **公司海外业务收入占比大，面临诸多方面的不确定性风险。**2020年，公司实现海外销售收入48.01亿元，占营业收入的比重为90.04%。2021年一季度，受海外疫情影响，公司实现营业收入12.68亿元，较上年同期下降9.59%；实现净利润1.43亿元，较上年同期下降43.97%。近年来，国际经济和贸易关系趋向复杂化，公司国外业务面临政策、税收、汇率、市场和新冠肺炎疫情的不确定性影响。

2. **原材料供应保障及价格波动的风险。**原材料成本对公司生产成本影响较大，近年来，受非洲猪瘟影响，猪小肠和肝素粗品供应短缺及价格大幅波动，给公司的盈利能力、业务发展和财务状况带来不利影响。

3. **公司商誉规模较大，存在一定减值风险。**截至2020年底，公司商誉22.03亿元，占资产总额的11.58%。如未来被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉可能面临一定减值风险。

4. **投资收益和公允价值变动损益对利润影响仍较大。**2020年，公司实现投资收益2.67亿元，同比下降56.30%，占营业利润比重为20.09%；实现公允价值变动损益4.94亿元，同比增长307.91%，主要系确认Kymab股权公允价值变动收益3.69亿元所致，占公司营业利润的比重为37.18%。

5. **公司应收账款和存货占流动资产的比例仍较高，且规模有所增长，对营运资金造成一定占用。**截至2020年底，公司应收账款账面价值16.39亿元，较上年底增长26.68%，占公司流动资产的比例为17.95%；公司存货31.68亿元，较上年底增长33.44%，占公司流动资产的比例为34.71%。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.73	14.13	35.76	47.88
资产总额(亿元)	136.02	152.42	190.26	193.91
所有者权益(亿元)	61.67	74.71	116.89	118.39
短期债务(亿元)	24.67	39.42	25.08	25.09
长期债务(亿元)	24.57	23.62	31.37	32.54
全部债务(亿元)	49.24	63.04	56.45	57.63
营业收入(亿元)	48.15	46.25	53.32	12.68
利润总额(亿元)	7.02	13.15	13.28	1.82
EBITDA(亿元)	11.29	18.32	18.83	--
经营性净现金流(亿元)	6.36	-2.28	0.37	4.20
营业利润率(%)	39.49	36.88	38.67	32.75
净资产收益率(%)	9.21	13.97	8.74	--
资产负债率(%)	54.66	50.98	38.56	38.95
全部债务资本化比率(%)	44.40	45.76	32.57	32.74
流动比率(%)	120.09	120.70	252.67	278.28
经营现金流动负债比(%)	13.65	-4.58	1.03	--
现金短期债务比(倍)	0.84	0.36	1.43	1.91
EBITDA 利息倍数(倍)	5.60	7.11	7.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.36	3.44	3.00	--
公司本部(母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	102.20	106.68	141.43	147.52
所有者权益(亿元)	58.53	61.82	96.18	96.70
全部债务(亿元)	27.19	41.66	41.32	46.98
营业收入(亿元)	21.72	15.93	21.47	7.18
利润总额(亿元)	2.96	1.61	0.44	0.60
资产负债率(%)	42.73	42.06	32.00	34.44
全部债务资本化比率(%)	31.72	40.26	30.05	32.70
流动比率(%)	172.41	173.31	444.94	385.03
经营现金流动负债比(%)	-3.98	-16.82	-106.98	--
担保方				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	
资产总额(亿元)	134.70	205.27	319.36	
净资产(亿元)	111.96	117.87	215.58	
净资本(亿元)	73.40	63.23	143.57	
担保责任余额(亿元)	959.62	1092	1909.24	
净资产担保倍数(倍)	8.57	9.27	8.86	
净资本担保倍数(倍)	13.07	17.28	13.30	
净资本比率(%)	65.55	53.64	66.60	
当期担保代偿率(%)	0.01	0.09	0.14	
累计担保代偿率(%)	0.14	0.13	0.13	
累计代偿回收率(%)	37.30	51.41	49.04	
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	
营业收入(亿元)	15.05	20.85	27.87	
净利润(亿元)	8.35	11.33	11.53	
平均资产收益率(%)	7.81	6.67	5.07	
平均净资产收益(%)	12.24	12.40	11.14	

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 2021 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. 公司其他应付款、租赁负债科目中的带息债务已计入全部债务

资料来源: 公司及担保方财务报告, 联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 海普瑞	AAA	AA+	稳定	2020/06/18	蒲雅修 罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文
19 海普瑞	AAA	AA+	稳定	2020/06/18	蒲雅修 罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	-
16 海普瑞	AA+	AA+	稳定	2020/06/18	蒲雅修 罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文
20 海普瑞	AAA	AA+	稳定	2020/02/13	叶维武 范琴	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文
19 海普瑞	AAA	AA+	稳定	2019/03/15	叶维武 范琴	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	-
16 海普瑞	AA+	AA+	稳定	2016/09/02	周旭 杨婷	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳市海普瑞药业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



深圳市海普瑞药业集团股份有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于深圳市海普瑞药业集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身是 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。2020 年 7 月，公司在香港联合交易所挂牌上市，证券简称“海普瑞”，证券代码“9989.HK”。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 14.67 亿元，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 2.75%、32.31%、27.81% 和 3.16% 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 2021 年 3 月底，公司控股股东股权未质押。

2020 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2020 年底，公司纳入合并范围内的子公司共 40 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 190.26 亿元，所有者权益 116.89 亿元（含少数股东权益 1.20 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 53.32 亿元，利润总额 13.28 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 193.91 亿元，所有者权益 118.39 亿元（含少数股东权益 1.19 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.68 亿元，利润总额 1.82 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区松坪山朗山路 21 号；法定代表人：李锂。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 3 月底跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
16 海普瑞	10.00 亿元	0.06 亿元	2016/11/08	5 (3+2) 年
19 海普瑞	7.00 亿元	7.00 亿元	2019/04/22	5 (3+2) 年
20 海普瑞	8.70 亿元	8.70 亿元	2020/02/28	5 (3+2) 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，

GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资(不含电力)增速为 0.90%，较上年(3.80%)大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年(9.90%)有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年(2.91 万亿元)大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，

东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年(-3.30%)转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长(同比增长 16.90%)，主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1-11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅(9.40%)明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年(7.20%)回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率(47.30%)也大幅下降 16.20

个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年底（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年底增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年底增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万

亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年中国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付

效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年中国GDP增速将达到8.50%左右。

五、行业分析

1. 医药行业概况

(1) 行业概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，规模以上医药制造企业营业收入增速有所放缓；但随着销售费用率的下降，2020年医药制造企业利润总额较上年有所增长。

近年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药制造业快速发展。据国家统计局统计，2017—2019年，我国规模以上医药制造企业营业收入同比增速分别为12.5%、12.4%和7.4%，2017—2018年我国医药制造业整体运行平稳，2019年起增速有所放缓。

2020年受新冠肺炎疫情影响，医药制造业增长进一步放缓，规模以上医药制造企业实现营业收入24857.3亿元，同比增长4.5%，增速较上年下降2.9个百分点。但随着国内疫情逐渐稳定、医院就诊人数增多、医药制造行业经营情况逐步改善，2020年规模以上医药制造企业实现利润总额3506.7亿元，同比增长12.80%，主要系行业整体销售费用率下降所致。

从行业主体数量来看，截至2020年底，我国规模以上医药制造业企业为7665家，较上年底增加273家；亏损企业为1344家，较上年底增加193家。在近年来宏观经济下行、挤压辅助用药和仿制药水分等高压政策影响下，行业内分化加剧，创新药企业和优质仿制药企业的市场份额得到进一步提升。

(2) 行业政策

2020年以来，我国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

从发布主体来看，2020年，国家医疗保障局（以下简称“医保局”）发布的政策集中于深化医疗保障制度改革举措（相关政策条数占27%，下同），国家卫生健康委（以下简称“卫健委”）侧重于新冠肺炎疫情防治（占63.58%），国家药品监督管理局（以下简称“药监局”）除日常审批管理工作（占46.55%）外，对医疗器械的监管（占27.59%）有所增加。

2020年3月5日，《中共中央国务院关于

深化医疗保障制度改革的意见》（以下简称“《意见》”）发布，《意见》明确了深化医保改革的目标、原则与方向，并提供了付诸行动的路线图，标志着新一轮医保改革序幕开启。此后，一系列医保改革方案相继推出，比如，国务院办公厅发布《关于推进医疗保障基金监管制度体系改革的指导意见》；国家医保局发布《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》；国家医疗保障局发布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》；国家医疗保障局办公室发布《关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范和DIP病种目录库（1.0版）的通知》等。

2020年3月30日，国家市场监督管理总局官网公布2020年新版《药品注册管理办法》（以下简称“《办法》”），并于2020年7月1日起正式施行。《办法》强调以临床价值为导向，鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展。国家药品监督管理局持续推进审评审批制度改革，优化审评审批程序，提高审评审批效率，建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系。

2020年以来，药品集中采购工作继续推进，第二、三轮集采药品陆续开始应用，第四轮集采中选结果公告，采购范围不断扩大；医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购。2020年1月，国家医保局等五部门制定了《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》；7月29日，国联采发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2020-1）》，意味着第三批全国集采正式开始；10月16日，联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》（以下简称《采购文件》），集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统。11月16日，国家医疗保障局网站发布了《国家医疗保障局关于政协十三届全国委员会第三次会议第3778号（财税金融类276号）提案答复的函》，明确全面实行医用耗材带量采购。2021年1月28日，

国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》，就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行。在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位。

2021年2月9日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》（以下简称“《政策措施》”）。《政策措施》指出将探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间；《政策措施》同时指出，要支持符合条件的中医药企业上市融资及发行公司信用类债券，并支持社会资本设立相关基金，加大对中医药产业的长期投资力度。国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券。

（3）行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与全球医药市场相比，我国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但我国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内

技术条件的制约，我国医药行业研发投入仍显不足，影响了我国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

带量采购等政策实施使得药品价格呈下降趋势。2020年12月，国家医保局公布2020年国家医保目录谈判结果并发布2020年版医保目录，目录共对162种药品进行了谈判，119种谈判成功，谈判成功的药品平均降价50.64%。此外，随着带量采购政策的落地和后续逐步的推广，政策方向已经明确了将压低原研药和国内高价仿制药的价格，以使得医保覆盖更多的品种，覆盖更多的人群，长期来看，仿制药的“超额利润”将逐步消失。

(4) 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，在国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质、医药行业的需求旺盛的背景下，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结构调整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。

2. 肝素钠原料药行业概况

(1) 肝素原料药

2020年，受非洲猪瘟导致的供给减少影响，我国肝素出口量同比下降；受供需失衡影响，肝素产品出口均价大幅提升。

近年来，受非洲猪瘟及新冠肺炎疫情影响，我国肝素产品出口由之前量价齐升的状态，转为量缩、价涨状态。

2018年，我国肝素产品出口量为199.48吨，同比增长12.29%，2019年，我国肝素产品出口量达201.04吨，同比增长0.78%。2020年，我国肝素产品出口量为151.97吨，同比下降24.41%。

从肝素产品供需来看，受到非洲猪瘟导致的生猪屠宰减少影响，肝素粗品上游供给减少；而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。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，我国肝素出口均价为6201.63美元/千克，同比增长27.80%。2019年12月，我国肝素出口均价为8976.83美元/千克，同比增长45.82%。2020年12月，我国肝素出口均价为11484.89美元/千克，肝素出口价格整体上涨幅度很大。

(2) 肝素制剂

低分子肝素制剂占全球肝素市场的份额大；国内低分子肝素制剂对进口产品的替代空间大。

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。

全球肝素市场包括肝素和低分子肝素制剂。根据公开数据，全球肝素市场规模从2017年的44.73亿美元增长到2019年的47.49亿美元，年复合增长率为3.04%。低分子肝素制剂因有更为广泛的应用，已成为肝素制剂的主流产品。2019年，低分子肝素制剂收入40.80亿美元，占全球肝素制剂市场的80%以上。随着全球心血管人数的增加、抗凝意识的提升及用药场景的增加，

预计 2021 年全球肝素制剂销售收入有望达到 51.26 亿元。

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，但健友股份、深圳市天道医药有限公司（以下简称“天道医药”）等国内低分子肝素制剂生产商的相关产品对进口产品的替代正在加速过程中。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 14.67 亿元，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 2.75%、32.31%、27.81%和 3.16%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 2021 年 3 月底，公司控股股东股权未质押。

2. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440300279544901A），截至 2021 年 4 月 19 日，公司本部无关注类、不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、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。

2020 年 2 月，公司选举孙暄先生为副董事长，2021 年 5 月，孙暄先生因个人事务安排辞

任公司副董事长一职。

2020 年 8 月，公司副总经理、董事会秘书步海华先生因任期满离任，2021 年 4 月，步海华先生辞任公司董事一职。2020 年 8 月，公司聘任谈煊为董事会秘书；2021 年 4 月，公司董事会同意提名张斌先生为非独立董事，此事项尚需提交股东大会审议（拟于 2021 年 5 月 26 日召开）。公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。

2020 年，公司修订了公司章程，调整董事会构成等事宜，将董事会成员人数由 7 人增至 8 人，同时增设副董事长职位。

跟踪期内，公司为配合港股上市事宜，更新了部分管理制度，涉及《股东大会议事规则》《员工利益冲突管理制度》等，其他主要生产采购、销售制度无变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司主要收入来源为肝素钠原料药和制剂；受主要产品价格上涨等因素影响，公司收入规模扩大，毛利率水平提升；公司主要销售区域仍为国外；主要供应商和客户集中度一般。2021 年一季度，海外新冠肺炎疫情严重，公司营业收入及净利润较上一季度均有不同程度的下降。

跟踪期内，公司仍主要从事肝素钠原料药的研究、生产及销售，核心产品为肝素钠原料药。2020 年，公司实现营业收入 53.32 亿元，较上年增长 15.30%，主要系肝素钠（原料药）和制剂收入增加所致。2020 年，公司实现净利润 10.22 亿元，较上年下降 2.10%，主要系 2020 年投资收益减少等因素影响所致。2020 年，公司实现主营业务收入 52.84 亿元，占营业收入的 99.10%，主营业务仍十分突出。

从收入构成来看，2020 年，公司肝素钠（原料药）收入 27.01 亿元，同比增长 18.79%，主

要系销售均价大幅增长所致；占营业收入的比重为 50.66%，较上年提高 1.49 个百分点，仍为公司第一大收入来源。制剂业务收入 15.23 亿元，同比增长 23.75%，主要系依诺肝素钠制剂在欧洲市场销售量增长所致；占营业收入的比重 28.57%，较上年上升 1.96 个百分点。CDMO 业务收入 7.97 亿元，同比增长 1.13%；占营业收入的比重为 14.95%，较上年下降 2.10 个百分点。其他业务占公司营业收入比重不大，对收入影响较小。

从毛利率水平来看，2020 年，公司肝素钠（原料药）业务毛利率为 39.93%，较上年提高 4.51 个百分点，主要系 2019 年三季度公司完成商业模式优化，减少签订长期合同的比例，增加短期合同比例，使得成本波动有效传导至销售端所致；制剂业务毛利率为 48.47%，较上年提高 1.36 个百分点；CDMO 业务毛利率为 27.36%，较上年下降 3.23 个百分点，主要系受 2020 年下半年，美国新冠疫情加速蔓延，部分订单延迟所致；综上，2020 年，公司综合

毛利率为 39.16%，较上年提高 1.85 个百分点。

从销售区域来看，公司主要在欧洲美国以及部分中东国家销售，2020 年，公司国外收入为 48.01 亿元，同比增长 13.98%；占营业收入的比重为 90.04%，变化不大。公司销售结算方式主要是电汇、银行承兑汇票以及少数的国际信用证。从账期来看，原料药的账期以 30~60 天为主，制剂的账期以 90~180 天为主。

从采购集中度来看，2020 年，公司对前五大供应商采购金额为 7.60 亿元，占采购金额的比重为 24.04%，集中度一般。从客户集中度来看，2020 年，公司向前五大客户销售额为 19.15 亿元，占公司总销售额的比例下降 12.22 个百分点至 35.92%。

2021 年一季度，海外新冠肺炎疫情形式仍然严峻，但去年同期新冠肺炎疫情国内形势严峻、海外形势尚为可控。受此因素影响，2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.68 亿元，较上年同期下降 9.59%；实现净利润 1.43 亿元，较上年同期下降 43.97%。

表 3 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
肝素钠 (原料药)	27.68	57.49	40.42	22.74	49.17	35.42	27.01	50.66	39.93	6.61	52.15	30.70
制剂	10.30	21.39	55.81	12.31	26.61	47.11	15.23	28.57	48.47	4.11	32.39	42.21
胰酶	2.63	5.46	40.77	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CDMO	5.25	10.90	17.69	7.88	17.05	30.59	7.97	14.95	27.36	1.53	12.06	24.47
其他	2.29	4.76	15.95	3.31	7.17	29.87	3.11	5.83	17.03	0.43	3.40	10.61
合计	48.15	100.00	40.09	46.25	100.00	37.31	53.32	100.00	39.16	12.68	100.00	32.97

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 2019 年起，胰酶纳入其他版块列示；3. 肝素钠（原料药）中包含依诺肝素钠
资料来源：公司提供

2. 肝素钠（原料药）业务
2020 年，受非洲猪瘟疫情影响，肝素钠

（原料药）的主要原材料采购价格上涨；受公司调整客户定价模式的影响，公司肝素钠（原料药）

销售均价大幅上涨；受新冠肺炎疫情全球蔓延的影响，公司肝素钠（原料药）产量和销量均有所下降。受产量下降及新增原料药产能的影响，公司肝素钠原料药的产能利用率下降。

原材料采购方面，公司主要原材料为猪小肠和肝素粗品，其价格受到猪周期影响。2020年，公司按照销售订单正常采购，采购量方面，受下游需求影响，公司猪小肠采购量同比下降26.38%，肝素粗品采购量同比下降19.12%；采购均价方面，受非洲猪瘟影响，市场上生猪供应大幅下降，猪小肠、肝素粗品市场价格大幅上涨，公司猪小肠和肝素粗品的平均采购价格分别同比上涨27.03%和46.83%。采购金额方面，公司主要原材料的采购金额同比增长13.95%。

从采购途径来看，公司拥有原材料自产厂成都深瑞畜产品有限公司和山东瑞盛生物技术有限公司，肝素粗品自采数量占11.49%，粗品代加工采购数量占46.47%，其余为公司外部采购。

生产方面，2020年，公司生产模式未发生变化。产能方面，截至2020年底，公司肝素钠原料药产能共计20.94万亿单位，较上年增加10万亿单位，主要系公司坪山医药生态园投产所致。

产量方面，2020年，受全球新冠疫情的蔓延影响，肝素钠（原料药）产量同比下降14.60%。库存方面，2020年，库存量同比增加30.68%，主要系公司产品以出口为主，2020年欧美疫情严重，影响下游需求所致。

产能利用率方面，2020年，受产量下降及新增原料药产能的影响，公司肝素钠原料药产能利用率大幅下降。

表4 2018—2020年公司肝素钠（原料药）产能、产量、库存量和产能利用率情况（单位：亿单位、%）

项目	2018年	2019年	2020年
产能	109350.00	109350.00	209350.00
产量	109325.55	87454.04	74684.58

库存量	9471.33	13741.99	17958.42
产能利用率	100.00	72.88	55.11

资料来源：公司提供

产品销售方面，公司主要向制药公司客户直接销售肝素钠原料药及依诺肝素钠原料药，小部分向国内外贸易商销售。公司肝素钠原料药的客户集中在欧美市场，主要是一些世界知名的跨国医药企业。依诺肝素钠原料药的主要出口国家为土耳其、巴西等，主要客户为当地依诺肝素钠制剂生产企业。2020年，受全球新冠疫情的蔓延影响，公司肝素钠原料药的销量较2019年下降26.81%；2019年三季度，公司调整了客户定价模式，减少签订长期合同的比例，增加短期合同比例，使得成本波动有效传导至销售端，肝素钠原料药整体销售均价大幅提高。

从产销率来看，2020年，公司肝素钠原料药产销率下降9.09个百分点，主要系受欧美地区新冠肺炎疫情影响，下游需求减少所致。

表5 2018—2020年公司肝素钠（原料药）销售情况

项目	2018年	2019年	2020年
销量（亿单位）	80244.48	55576.43	40673.74
均价（万元/亿单位）	3.43	4.09	6.64
销售额（万元）	275238.55	227398.96	270117.58
产销率（%）	73.91	63.55	54.46

注：以上销售数据为对外销售，公司肝素钠（原料药）除对外销售，还有部分对内作为制剂产品的原材料

资料来源：公司提供

3. 其他业务

2020年，公司制剂业务收入保持增长。公司制剂业务在欧洲市场保持增长，市场占有率提高，在国内市场率先通过一致性评价，并逐步开拓美国及非欧美国家市场；CDMO业务在一定程度上受全球新冠疫情的影响，收入小幅增长，毛利率有所下降。

公司制剂业务主要通过子公司深圳市多普乐实业发展有限公司（以下简称“多普乐”）及其子公司天道医药开展。公司在欧盟、中国和美国三大市场实施本地化和差异化的营销策略，采

取直销、分销商及供应协议合作相结合的销售模式。

截至2020年底,天道医药制剂产能为2.20亿支,相比2019年新增0.80亿支;主要受制剂扩产影响,制剂产能利用率由2019年的72.87%下降至55.12%。

2020年,制剂业务收入15.23亿元,同比增长23.75%。2020年,公司制剂在全球销售量超过1亿支,销售区域从欧盟主要国家市场向其他国家扩展,新增瑞士、葡萄牙、芬兰、丹麦等。2020年,公司依诺肝素钠注射液在欧洲销量逾9000万支。在中国,2020年第三季度,天道医药国内在售全部5个规格的依诺肝素钠注射液通过了国家药监局仿制药质量和疗效一致性评价,为国内首家过评依诺肝素钠制剂供应商;2020年,公司的依诺肝素钠注射液在国内销量为710万支。在美国,天道医药注册成为一家依诺肝素钠制剂美国上市许可持有人的药品及原料药供应商。天道医药与美国依诺肝素钠制剂上市许可持有人为战略合作伙伴,由天道医药供应药品,该合作伙伴负责销售与分销;2020年第四季度,天道医药完成在美国的首批依诺肝素钠制剂供应。除此之外,2020年,公司的依诺肝素钠制剂在非欧美市场销售数量同比增长300%以上。

2020年,公司依诺肝素钠制剂占欧洲市场份额的19.7%(以销量计),市场占有率较上年提高1.9个百分点,其中占英国和波兰的市场份额分别为46.4%和51.5%,占意大利及奥地利市场份额分别为46.3%和42.1%,处于市场领先地位。

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。2020年,公

司CDMO业务实现营收7.97亿元,同比增长1.14%,毛利率27.36%,较上年下降3.23个百分点,主要系2020年下半年,美国新冠疫情加速蔓延,部分订单延迟所致。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在开发天然医药产品以及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技术能力。截至2020年底,SPL及赛湾生物在手订单金额同比增长98%至约1亿美元,拥有多个商业化和三期临床品种。

目前公司针对肿瘤和心血管两块医疗缺口较大的医药领域,重点在研品种包括RVX208、H1701和AR301等。

4. 经营效率

2020年,公司经营效率有所下降。

2020年,公司销售债权周转次数为3.57次,相比去年有所下降,主要系公司制剂出口业务应收账款账期有所延长所致;存货周转次数和总资产周转次数分别为1.17次和0.31次,持续下降。与同行业其他企业相比公司经营效率相比,公司处于中游水平。

表6 2020年同行业公司经营效率对比情况

股票代码	股票简称	存货周转次数(次)	应收账款周转次数(次)	总资产周转次数(次)
603707.SH	健友股份	0.31	4.97	0.46
002550.SZ	千红制药	3.11	4.10	0.62
中位数		1.71	4.54	0.54
002399.SZ	海普瑞	1.17	3.64	0.31

注:为了增加可比性,表中公司指标计算公式与Wind保持一致
资料来源:Wind数据,联合资信整理

5. 重大事项

(1) 发行H股

2020年7月8日,公司首次公开发行境外上市外资股并在香港联交所主板挂牌上市,实现A+H股两地上市,标志着公司在境内外资本市场的助

力下进入全新的发展阶段。2020年7月31日，公司被纳入港股通。公司在H股的上市，使公司拥有了与人民币和美元两种货币挂钩的融资渠道，资本结构得以优化，有利于增强国际新形势下的整体抗风险能力。

(2) 出售Kymab股权

2021年1月11日，Sanofi之全资子公司与包括海普瑞（香港）有限公司（以下简称“香港海普瑞”）在内的Kymab Group Limited（以下简称“Kymab”）全体股东签署股权转让协议，收购Kymab的全部股权，收购对价为首期11亿美元，以及后续不超过3.5亿美元的里程碑对价。香港海普瑞持有Kymab稀释后8.66%的股权，2020年末公司对香港海普瑞所持Kymab股权确认了公允价值变动收益，增加公司2020年度非经常性损益约人民币3.69亿元。

截至2021年4月10日，上述股权已完成交割，公司已收到首期股权转让款。后续里程碑对价的总额及达成时间取决于新药临床开发进程，联合资信将持续关注。

6. 在建工程

公司主要在建项目未来尚需投资金额较少，资金支出压力不大。

截至2020年底，公司主要在建工程计划投资16.51亿元，已投资11.97亿元，未来尚需投资4.54亿元，资金支出压力不大。公司主要在建项目为坪山医药生态园工程，主要为肝素钠（原料药）生产产线及相关配套建设，截至2020年底，坪山医药生态园工程项目的生产线已完工投产。

表7 截至2020年底公司主要在建项目情况
(单位：亿元、%)

项目名称	计划投资额	2020年底已投资额	预计完工时间	工程进度	资金来源
坪山医药生态园工程	16.51	11.97	2021年	65.00%	自有资金

注：工程进度按照完工情况计算
资料来源：公司提供

7. 经营关注

(1) 国外业务风险

2020年，公司国外销售收入为48.01亿元，占营业收入的比重为90.04%，结算币种以欧元和美元为主。近年来，国际经济和贸易关系趋向复杂化，未来经济贸易环境如进一步恶化，公司海外业务面临的政策、税收、汇率和市场的不确定性将进一步增加。此外，海外新冠肺炎疫情发展趋势不明朗，可能给公司相关业务带来不利影响。

(2) 原材料供应紧张及成本无法及时转嫁风险

原材料成本对公司生产成本影响较大，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。近年来，受非洲猪瘟影响，猪小肠和肝素粗品供应短缺及价格大幅波动，给公司的盈利能力、业务发展和财务状况带来不利影响。

(3) 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，市场的复杂性可能给公司带来潜在的竞争风险。

8. 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。

公司将持续加大研发投入，实现研发创新突破；加快新产品的引进和国际合作，关注创新领域的投资机会；鼓励模式创新，提升发展质量，实现长期稳健可持续发展，持续提升公司的核心竞争力。

公司会聚焦核心产品的市场开拓及持续推动全球布局，一方面继续深耕欧洲地区业务，另一方面加速对美国及中国市场的拓展覆盖。另外，公司将继续推进零售药店渠道的建设。CDMO方面，公司将继续向客户提供其需求的产能及技术，协助客户完成其研发项目。同时，公司将努

力进一步增大客户群、吸引新客户。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。本报告财务分析部分中的2018年度和2019年度财务数据分别采用2019年度和2020年度经审计的财务报告期初数/上年数，2020年度财务数据引自2020年度经审计的财务报告期末数/本年数。

2020年，公司纳入合并范围内的子公司共40家，较上年新增3家，减少1家，合并范围变化不大，财务数据可比性较强。2021年1-3月，公司合并范围无变化。

截至2020年底，公司合并资产总额190.26亿元，所有者权益116.89亿元（含少数股东权益1.20亿元）；2020年，公司实现营业收入53.32亿元，利润总额13.28亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额193.91亿元，较上年增长1.92%，较上年底变化不大。其中，流动资产占52.84%，非流动资产占47.16%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产规模有所增长，资产结构相对均衡。受公司在港股上市影响，货币资金大幅增加；受海外新冠肺炎疫情影响，公司制剂产品回款周期有所延长，下游需求受到一定影响，公司应收账款和存货占比仍较大且规模有所增长，对营运资金造成一定占用；资产整体受限资产程度一般。

截至2020年底，公司合并资产总额190.26亿元，较上年增长24.82%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占47.98%，非流动资产占52.02%。公司资产结构相对均衡，流动

资产占比较上年底上升较快。

（1）流动资产

截至2020年底，流动资产91.29亿元，较上年底增长52.26%，主要系货币资金、存货和交易性金融资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占29.71%）、交易性金融资产（占9.07%）、应收账款（占17.95%）和存货（占34.71%）构成。

截至2020年底，公司货币资金27.12亿元，较上年底增长112.28%，主要系公司于2020年7月在香港上市，收到募集资金所致。货币资金中有8.43万元受限资金，受限比例非常低。

截至2020年底，公司交易性金融资产8.28亿元，较上年底增长635.24%，主要系公司购买的理财产品增加所致。

受欧美等地新冠肺炎疫情影响，公司制剂产品回款周期有所延长，且2020年公司总体销售规模增大，受以上因素综合影响，截至2020年底，公司应收账款账面价值16.39亿元，较上年底增长26.68%。应收账款账龄以1年为主（占96.08%），累计计提坏账准备0.30亿元；应收账款前五大欠款合计金额为8.02亿元，占比为48.08%，集中度高。

受欧美等地区新冠肺炎疫情影响，公司下游销售受到一定影响，截至2020年底，公司存货31.68亿元，较上年底增长33.44%。按存货账面余额来看，存货主要由库存商品（占49.39%）、在产品（占23.34%）和原材料（占26.72%）构成，累计计提跌价准备0.99亿元，计提比例为3.03%。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产98.97亿元，较上年底增长7.04%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资（占6.26%）、其他非流动金融资产（占17.66%）、长期股权投资（占16.48%）、固定资产（占21.62%）、无形资产（占6.22%）和商誉（占22.25%）构成。

公司其他权益工具投资主要为持有的境内外股票，截至2020年底，公司其他权益工具投资为6.20亿元，较上年变化不大。

截至2020年底，公司其他非流动金融资产为17.47亿元，较上年底增长42.28%，主要系公司追加投资所致。公司其他非流动金融资产主要为公司持有的优先股、产业基金份额等。

截至2020年底，公司长期股权投资16.31亿元，较上年底增长20.85%，主要系公司对联营企业的投资增值所致。

截至2020年底，公司固定资产21.40亿元，较上年底增长15.32%，主要系公司在建工程转入所致。固定资产主要由房屋建筑物（占52.37%）和机器设备（占44.31%）构成，累计计提折旧10.30亿元；固定资产成新率67.43%，成新率尚可。

截至2020年底，公司无形资产6.16亿元，较上年底下降8.33%，主要系客户资源期末价值下降所致。公司无形资产主要由土地使用权（占19.26%）、专有技术（占18.32%）、品牌（占13.17%）和客户资源（占44.53%）构成，累计摊销2.87亿元，未计提减值准备。

截至2020年底，公司商誉22.03亿元，较上年底下降6.47%，主要受汇率折算影响所致。公司商誉主要系收购SPL和赛湾生物所形成，SPL和赛湾生物为公司CDMO业务的实施主体；2020年，SPL和赛湾生物分别实现收入1.89亿元和0.92亿元，净利润分别为0.41亿元和0.05亿元；公司聘请了KPMG LLP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。截至2020年末，公司CDMO业务在手订单金额同比实现约98%的增长至约1亿美元，但未来若SPL和赛湾生物经营业绩未达预期，公司商誉仍将面临一定减值风险。

截至2020年底，公司所有权受到限制的资产共25.63亿元，占总资产的比例为13.47%，占比一般。

表8 截至2020年底公司资产受限情况

(单位: 亿元、%)

项目	期末账面价值	受限原因	占比
货币资金	0.0008	抵押及保证借款、银行承兑汇票保证金及保函保证金	0.00
存货	6.07	抵押及保证借款	3.19
固定资产	8.27	抵押及保证借款	4.35
无形资产	1.22	抵押及保证借款	0.64
其他非流动资产	1.84	抵押及保证借款	0.97
合同资产	0.03	抵押及保证借款	0.02
应收账款	3.51	抵押及保证借款	1.85
其他应收款	0.29	抵押及保证借款	0.15
其他流动资产	0.23	抵押及保证借款	0.12
其他权益工具投资	3.37	抵押及保证借款	1.77
在建工程	0.73	抵押及保证借款	0.38
递延所得税资产	0.06	抵押及保证借款	0.03
合计	25.63	--	13.47

资料来源：公司审计报告

截至2021年3月底，公司合并资产总额193.91亿元，较上年底增长1.92%，较上年底变化不大。其中，流动资产占52.84%，非流动资产占47.16%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2020年底，受公司在香港上市影响，公司所有者权益大幅增长，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益116.89亿元，较上年底增长56.46%，主要系公司在香港上市所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为98.98%，少数股东权益占比为1.02%。归属于母公司所有者权益115.69亿元。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为12.68%、52.17%、-1.25%和31.76%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底,公司所有者权益118.39亿元,较上年底增长1.28%,较上年底变化不大。其中,归属于母公司所有者权益占比为99.00%,少数股东权益占比为1.00%。归属于母公司所有者权益117.20亿元。其中,实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为12.52%、51.49%、-1.17%和32.58%。所有者权益结构稳定性一般。

(2) 负债

截至2020年底,公司负债规模略有下降,负债结构相对均衡;全部债务有所下降,债务结构较合理,债务负担减轻。

截至2020年底,公司负债总额73.37亿元,较上年底下降5.59%,主要系流动负债下降所致。其中,流动负债占49.24%,非流动负债占50.76%。公司负债结构相对均衡,非流动负债占比上升较快。

截至2020年底,公司流动负债36.13亿元,较上年底下降27.27%,主要系短期借款下降所致。公司流动负债主要由短期借款(占51.48%)、应付账款(占6.62%)、其他应付款(占9.25%)、一年内到期的非流动负债(占17.93%)和合同负债(占7.34%)构成。

截至2020年底,公司短期借款18.60亿元,较上年底下降36.47%,主要系偿还部分短期借款所致。短期借款由保证借款(占44.90%)、信用借款(占24.22%)、票据贴现借款(占15.06%)、质押借款(占5.38%)和抵押借款(占10.45%)构成。

截至2020年底,公司应付账款2.39亿元,较上年底增长4.62%,主要系随着公司原材料采购金额的增加,应付的采购款增加所致。应付账款账龄以1年为主(占98.95%)。

截至2020年底,公司其他应付款3.34亿元,较上年底下降2.88%,较上年底变化不大。其他应付款主要为市场推广费(占43.41%)、工程设备款(占27.33%)等。

截至2020年底,公司一年内到期的非流动

负债6.48亿元,较上年底下降36.14%,主要系公司于2020年偿还“19海普01”导致一年内到期的应付债券减少所致。

截至2020年底,公司合同负债2.65亿元。公司在2020年执行新收入准则,将公司已收或应收客户对价而应向客户转让商品或服务的义务纳入合同负债核算。

截至2020年底,公司非流动负债37.24亿元,较上年底增长32.81%,主要系公司成功发行“20海普瑞”,应付债券增加所致。

公司非流动负债主要由长期借款(占41.18%)、应付债券(占41.68%)和递延所得税负债(占11.48%)构成。

截至2020年底,公司长期借款15.34亿元,较上年底下降7.56%,主要系偿还部分长期借款所致;长期借款由质押借款(占17.20%)、抵押借款(占60.86%)、保证借款(占12.67%)和信用借款(占9.26%)构成。从长期借款科目余额的期限分布看,1~2年内到期的占16.88%,3年及以后到期的占83.12%,长期借款集中偿付压力一般。

截至2020年底,公司应付债券15.52亿元,较上年底增长123.12%,主要系“20海普瑞”成功发行所致。

截至2020年底,公司递延所得税负债4.28亿元,较上年底增长41.61%,主要系其他债权投资公允价值的变动增加了应纳税暂时性差异所致。

截至2020年底,公司全部债务56.45亿元,较上年底下降10.46%,主要系短期债务下降所致。其中,短期债务占44.42%,长期债务占55.58%,结构相对均衡。短期债务25.08亿元,较上年底下降36.39%,主要系短期借款下降所致。长期债务31.37亿元,较上年底增长32.81%,主要系公司发行“20海普瑞”,应付债券增加所致。截至2020年底,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38.56%、32.57%和21.16%,较上年底分别下降12.42个百分点、13.20个百分点和2.86个百分

点。公司债务负担有所减轻。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 75.53 亿元，较上年底增长 2.94%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 48.75%，非流动负债占 51.25%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 57.63 亿元，较上年底增长 2.09%，较上年底变化不大。其中，短期债务占 43.54%，长期债务占 56.46%，结构相对均衡。短期债务 25.09 亿元，较上年底增长 0.06%，较上年底变化不大。长期债务 32.54 亿元，较上年底增长 3.72%。截至 2021 年 3 月底，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 38.95%、32.74% 和 21.56%，较上年底分别提高 0.39 个百分点、提高 0.18 个百分点和提高 0.40 个百分点。

表 9 截至报告出具日公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期兑付日	回售日	债券余额 (亿元)
16 海普瑞*	2021/11/08	--	0.06
20 海普瑞*	2025/02/28	2023/02/28	8.70
19 海普瑞*	2024/04/22	2022/04/22	7.00
合计	--	--	15.76

注：用*标出的债券均附带回售条款；16 海普瑞回售日已过；“19 海普瑞”为私募债

资料来源：Wind 数据

4. 盈利能力

2020 年，受肝素钠原料药销售价格上涨及制剂销售规模增长的影响，公司营业收入保持增长；受投资收益回落的影响，净利润水平小幅下降。

2020 年，公司实现营业收入 53.32 亿元，同比增长 15.30%，主要系肝素钠原料药及制剂销售收入增长所致。2020 年，公司营业成本 32.44 亿元，同比增长 11.90%，主要系原材料成本提高所致。2020 年，公司净利润 10.22 亿元，同比下降 2.10%，主要系投资收益下降所致。

2020 年，公司费用总额为 14.69 亿元，同比增长 31.96%，主要系财务费用增加所致。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 27.83%、28.09%、10.89% 和 33.19%。其中，销售费用为 4.09 亿元，同比变化不大；管理费用为 4.13 亿元，同比增长 16.94%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为 1.60 亿元，同比增长 7.59%，主要系研发投入增加所致；财务费用为 4.88 亿元，同比增长 143.17%，主要系汇兑损益增加所致。2020 年，公司期间费用率¹为 27.56%，同比提高 3.48 个百分点，公司费用控制能力有所下降。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现投资收益 2.67 亿元，同比下降 56.30%，主要系 2019 年，HighTide Therapeutics, Inc.（君圣泰）不再纳入合并范围导致当年投资收益水平高所致；投资收益占营业利润比重为 20.09%。2020 年，公司实现公允价值变动收益 4.94 亿元，同比增长 307.91%，占公司营业利润的比重为 37.18%；主要原因如下：2021 年 1 月 11 日，Sanofi 之全资子公司与包括香港海普瑞在内的 Kymab 全体股东签署股权转让协议，收购 Kymab 的全部股权，收购对价为首期 11 亿美元，以及后续不超过 3.5 亿美元的里程碑对价；2020 年底，公司对香港海普瑞所持 Kymab 股权确认了公允价值变动收益，增加公司 2020 年度非经常性损益约人民币 3.69 亿元。公司投资收益和公允价值变动损益对营业利润有较大影响。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率为 7.32% 和 8.74%，分别同比下降 2.12 个百分点和 5.23 个百分点。

2021 年一季度，海外新冠肺炎疫情形式仍然严峻，但去年同期新冠肺炎疫情国内形势严峻、海外形势尚为可控。受此因素影响，2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.68 亿元，较上年同期下降 9.59%；实现净利润 1.43 亿元，较上年同期下降 43.97%。

¹ 期间费用率=期间费用/营业收入*100%

5. 现金流分析

2020年,公司经营活动现金由净流出转为净流入状态,但收入实现质量有所下降;投资活动现金由净流入转为净流出,经营活动获取现金无法覆盖投资活动支出缺口,对外融资依赖大;受在香港上市影响,公司筹资活动现金流大幅增长,由净流出转为净流入状态。

从经营活动来看,2020年,公司经营活动现金流入52.51亿元,同比增长4.21%;经营活动现金流出52.14亿元,同比下降1.00%。2020年,公司经营活动现金净流入0.37亿元,从净流出转为净流入。2020年,公司现金收入比为92.47%,同比下降7.22个百分点,收入实现质量有所下降,主要系疫情期间制剂销售账期延长所致。

从投资活动来看,2020年,公司投资活动现金流入14.21亿元,同比下降40.47%,主要系公司赎回理财产品收到的现金减少所致;投资活动现金流出35.94亿元,同比增长50.73%,主要系公司使用3个月以上定期存款进行现金管理的金额增加所致。2020年,公司投资活动现金净流出21.74亿元。

受以上因素综合影响,2020年,公司筹资活动前现金流量净额共计-21.36亿元,同比多流出19.11亿元。

从筹资活动来看,2020年,公司筹资活动现金流入83.08亿元,同比增长38.73%,主要系公司在香港发行股票并上市,吸收投资收到的现金增加所致;筹资活动现金流出58.01亿元,同比下降6.78%,主要系偿还债务支付的现金减少所致。2020年,公司筹资活动现金净流入25.06亿元,同比净流出转为净流入。

2021年1—3月,公司经营活动产生的现金流量净额4.20亿元;投资活动产生的现金流量净额2.97亿元;筹资活动产生的现金流量净额为0.73亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内,公司短期偿债能力指标均有所

提高,长期偿债能力指标变化不大;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。

截至2020年底,公司流动比率与速动比率分别由上年底的120.70%和72.90%提高至252.67%和164.98%,流动资产对流动负债的保障程度提高。截至2020年底,公司经营现金流对流动负债比率为1.03%,同比提高5.61个百分点。截至2020年底,公司现金短期债务比由上年底的0.36倍提高至1.43倍,现金类资产对短期债务的保障程度提高。整体看,公司短期偿债能力有所提高。

2020年,公司EBITDA为18.83亿元,同比增长2.78%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占11.51%)、计入财务费用的利息支出(占13.16%)和利润总额(占70.52%)构成。2020年,公司EBITDA利息倍数由上年的7.11倍提高至7.60倍,EBITDA对利息的覆盖程度较高;公司全部债务/EBITDA由上年的3.44倍下降至3.00倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看,公司长期债务偿债能力变化不大。

截至2020年底,公司无对外担保事项。

截至2020年底,公司重大未决诉讼。

截至2020年底,公司已获授信总额101.19亿人民币,未使用授信为62.06亿人民币,公司间接融资渠道畅通;公司为A股、H股上市公司,具有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至2020年底,母公司资产总额有所增长,资产结构较为均衡;负债以非流动负债为主,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,利润主要来源于投资收益,经营活动现金和投资活动现金均为净流出状态,筹资活动现金流入规模较大。

截至2020年底,母公司资产总额141.43亿元,较上年底增长32.57%,主要系流动资产增加所致。其中,流动资产79.76亿元(占56.39%),非流动资产61.67亿元(占43.61%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占23.74%)、交易性金

融资产（占10.36%）、应收账款（占17.49%）、预付款项（占6.84%）、其他应收款（占22.45%）和存货（占13.80%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占7.34%）、长期应收款（占18.72%）、长期股权投资（占49.17%）和固定资产（合计）构成。截至2020年底，母公司货币资金为18.93亿元。

截至2020年底，母公司负债总额45.25亿元，较上年底增长0.86%。其中，流动负债17.93亿元（占39.61%），非流动负债27.33亿元（占60.39%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占67.78%）、其他应付款（占13.19%）和一年内到期的非流动负债（占10.47%）构成；非流动负债主要由长期借款（占42.46%）和应付债券（占56.80%）构成。母公司2020年资产负债率为32.00%，较2019年下降10.06个百分点。截至2020年底，母公司全部债务41.32亿元。其中，短期债务占33.95%、长期债务占66.05%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率30.05%。

截至2020年底，母公司所有者权益为96.18亿元，较上年底增长55.59%，主要系公司发行港股所致，所有者权益稳定性较强。其中，实收资本为14.67亿元（占15.26%）、资本公积合计60.70亿元（占63.11%）、未分配利润合计15.38亿元（占16.00%）、盈余公积合计5.32亿元（占5.54%）。

2020年，母公司营业收入为21.47亿元，利润总额为0.44亿元。同期，母公司投资收益为1.98亿元。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司经营活动现金流净额为-19.18亿元，投资活动现金流净额-18.36亿元，筹资活动现金流净额36.89亿元。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的74.34%；母公司负债占合并口径的61.68%；母公司所有者权益占合并口径的82.28%；母公司营业收入占合并口径的40.27%；母公司利润总额占合并口径的3.29%；母公司全部债务占合

并口径的73.20%。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司现金类资产、EBITDA及经营活动产生的现金流入对公司债券待偿余额的覆盖程度高，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，公司对待偿债券余额的偿还能力很强。

截至2020年底，公司存续债券待偿余额共计15.76亿元。从资产情况看，截至2020年底，公司现金类资产为35.76亿元，为债券余额（15.76亿元）的2.27倍。

从盈利情况看，2020年，公司EBITDA为18.83亿元，为债券余额（15.76亿元）的1.19倍。

从现金流情况看，2020年，公司经营活动产生的现金流入为52.51亿元，为债券余额（15.76亿元）的3.33倍。

总体看，公司现金类资产、EBITDA及经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的覆盖程度高。

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，联合资信认为，公司对“16海普瑞”和“20海普瑞”的偿还能力很强。

十一、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，截至2019年末，公司注册资本121.12亿元，深圳市人民政府通过深圳市投资控股有限公司、深圳市中小企业服务署、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司与深圳市平稳发展投资有限公司5家企业间接持有公司76.70%的股权，为高新投实际控制人。

截至2019年末，高新投资产总额319.36亿元，其中货币资金23.46亿元，发放贷款及垫款净额180.14亿元；负债总额103.77亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计5.35亿元；所有者权益215.58亿元；担保责任余额1909.24亿元。2019年，高新投实现营业收入27.87亿元，其中担保业务收入12.06亿元；净利润11.53亿元。

高新投注册地址：深圳市罗湖区东门街道城东社区深南东路2028号罗湖商务中心3510-22单元。公司法定代表人：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，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、成立商业保理子公司与融资租赁子公司、部分董事变更等事宜进行讨论，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。高新投董事长由深圳市国资委推荐提名，董事会选举产生。高新投董事长刘苏华先生为工学硕士、经济学博士，具有较为丰富的金融从业经验与公司管理经验。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、成立融资租赁子公司等重大议案。

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，会议议题涉及监事会工作报告、财务报告、工作计划、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公司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公司具体规章。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。

总体看，高新投实际控制人为深圳市人民政府，对高新投支持力度较大。公司建立了较为规范的法人治理结构，各治理主体能够履行各自职责，治理水平较好。

（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。目前，高新投通过10家子公司分别开展融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务、商业保理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。2020年开始，由高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）逐步承接起金融产品担保业务，存量业务仍由高新投本部负责管理至到期。未来，在高新投本部管理的存量金融产品担保业务到期后，高新投本部将作为主要管理平台，各版块业务发展将由各子公司负责。

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。2018年以来，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快速增长。截至2019年末，高新投担保责任余额为1909.24亿元（见表10）。

表10 高新投担保业务发展情况(单位:亿元)

项目	2017年	2018年	2019年
当期担保发生额	489.09	704.71	1661.07
期末担保责任余额	959.62	1092.39	1909.24
其中：融资性担保	606.72	715.65	1494.15
间接融资担保	41.20	39.80	53.29
直接融资担保	565.52	675.85	1440.86
非融资性担保	352.90	376.74	415.08
再担保	33.15	43.20	27.66

资料来源：高新投提供，联合资信整理

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29家银行建立合作关系，获得授信额度超900亿元。

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。

近年来，高新投间接融资担保规模以及占担保责任余额的比重均呈下降趋势。截至2019年末，高新投间接融资担保责任余额53.29亿元，占担保责任余额的比重为2.79%。

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，由高新投金融产品事业部负责运营。

2017年2月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消。受保本基金产品停止审批的影响，高新投保本基金担保规模持续下降。截至2019年末，高新投保本基金担保已全部解保。

2018年以来，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；同时，高新投加强与蚂蚁小微的合作，担保蚂蚁小微发行的资产支持证券，债券担保规模持续增大。高新投债券担保的业务对象主要集中在金融业，发行金额多集中在5~10亿元，期限多为1年以内，发行主体的信用评级集中在AA一和AA级别，反担保措施多为信用反担保。截至2019年末，高新投直接融资担保责任余额1440.86亿元，均为债券担保，占期末总担保责任余额的75.47%。其中，蚂蚁小微资产支持证券担保责任余额1185.01亿元；上市公司债券255.85亿元，发行主体主要集中在制造业。

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取得此项担保牌照。2019年，高新投通过引入战略投资者的方式对高新投融资担保进行增资，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高新投融资担保开展，高新投本部将不再开展新增融资担保业务，存量业务仍由高新投本部负责管理至到期。2020年1月，高新投金融产品担保业务及其相关业务部门已转移至高新投融资担保。

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保证担保和诉讼保全担保，其中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。高新投保证担保业务主要为工程担保，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，一方面选取国有企业及地方龙头企业等优质客户，注重审核企业发展的可持续性；另一方面，针对500万以内的项目推出线上高频小额保函业务，提升审批效率。近年来，高新投保证担保责任余额保持增长态势。截至2019年末，高新投非融资担保责任余额415.08亿元，占总担保责任余额的21.74%；其中工程保证担保责任余额401.85亿元，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、市场变化和国家政策而有所调整。

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2019年末，高新投累计投资项目近139个。

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、商业保理等，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，共接收政府提供的50.00亿元共济资金发挥纾困效用。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有部分共济资金委托贷款和少量政府专项资金委托贷款。高新投自有资金委托贷款投放的客群主要为公司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，担保措施主要为股票质押、房产抵押、保证金质押以及个人连带保证等，期限主要集中在1年期以内。高新投共济基金委托贷款投放的客群主要为民企上市公司。近年来，高新投委托贷款规模保持增长，2019年末委托贷款净额165.18亿元，包括自有资金委托贷款净额112.96亿元、政府专项资金委托贷款净额1.72亿元、共济资金净额49.37亿元、平稳资金净额1.14亿元。

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2019年末，高新投小贷的小额贷款余额12.00亿元；不良贷款率3.12%，较之前年度略有下降。

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。截至2019年末，高新投典当业务余额1.55亿元。2019年，高新投实现典当业务收入1.05亿元。

高新投保理业务由全资子公司深圳市高新投商业保理有限公司（以下简称“高新投保理”）负责开展。高新投保理成立于2019年10月，注册资本5.00亿元，2020年1月实缴资本5.00亿元。高新投保理业务拓展以政府、国企及优质上市公司为主的客户群，基于上下游市场主体间的真实交易背景，采取受让应收账款的方式，为卖方提供保理融资。高新投保理业务品种包括政府采购链保理和核心企业链保理，其中核心企业链保理有顺络电子链保理融资、迈瑞医疗链保理融资以及京东方链保理融资等。

（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，融资业务包括中小微企业融资担保、债券

增信及其他固定收益金融产品代表业务。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3000万元以下的项目需提交集团公司董事长做最后审批，投资额在3000万元以上的项目需提交至集团公司董事会讨论，并由第一大股东深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投资控股公司”）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，公司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；其中评审委员会主任由公司集团领导班子成员兼任，其他评审委员由公司集团总裁办公会任命，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；决策委员会主任由高新投集团总裁兼任，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，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，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，以对冲风险代偿给高新投带来的损失。

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，高新投集团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→保证高新投总经理→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运营的项目，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，也可以由深圳投资控股公司检查。当此类项目出现风险时，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。

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、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、动产抵押、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%以上。

保证担保业务方面，由于拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且其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3000万元时，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，2020年以来高新投融资担保业务已下放至高新投融资担保，存量金融担保业务仍由高新投本部负责管理至到期。高新投先前主要经营上市公司债券担保业务，并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。高新投保本基金业务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；受保本基金产品被停止审批的影响，高新投保本基金担保业务于2019年末实现全部解保。

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，高新投主要用信用担保和房产抵押作为反担保措施，房产所在地

理位置主要集中在深圳市内，高新投对于房地产实施一定比率的折扣。

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。

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 2019 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 53.29 亿元、415.08 亿元和 1440.86 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

近年来，高新投出台授信总量管控制度，并将客户授信情况在信息系统中进行统计与监控，严格控制客户授信额度。此外，在保本基金担保业务全部解保的影响下，高新投客户集中度明显下降。截至 2019 年末，高新投前十大担保客户均来自于债券担保业务，前十大担保客户担保责任余额为 81.93 亿元（见表 11），与高新投净资产的比率为 38.00%；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 8.35%，为深圳市天健（集团）股份有限公司于 2018 年 12 月公开发行的永续期公司债券；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 5.69%，较之前年度明显下降。

表 11 2019 年末担保业务前十大客户情况

（单位：亿元、%）

项目	担保额	占净资产比例
客户 1	18.00	8.35
客户 2	10.00	4.64
客户 3	10.00	4.64
客户 4	7.00	3.25
客户 5	7.00	3.25
客户 6	6.78	3.14
客户 7	6.00	2.78

客户 8	6.00	2.78
客户 9	5.85	2.71
客户 10	5.30	2.46
合计	81.93	38.00

资料来源：高新投提供资料，联合资信整理

截至 2019 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 26.32 亿元和 5.05 亿元，分别占该类业务担保责任余额的 6.34%和 9.48%，占比较低，有效分散了代偿风险。

总体看，高新投金融产品增信担保业务发展较快，由于保本基金担保业务全部解保，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、新冠肺炎疫情等因素的影响下，中小企业经营压力普遍上升，高新投的风险管理压力加大，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。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%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 2019 年末，高新投融资担保业务责任余额为 1909.24 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 73.03%（见表 12）。

表 12 融资担保前五大行业责任余额占比情况

(单位: %)

2017 年末		2018 年末		2019 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
信息技术业	19.40	信息技术业	20.35	信息技术业	21.46
制造业(其他制造业)	16.49	制造业(其他制造业)	16.20	制造业(机械、设备、仪表)	18.18
制造业(电子)	15.20	制造业(电子)	16.10	制造业(电子)	16.55
制造业(机械、设备、仪表)	11.27	制造业(机械、设备、仪表)	15.47	制造业(其他制造业)	11.45
批发和零售贸易	5.06	批发和零售贸易	7.26	建筑业	5.38
合计	67.41	合计	75.38	合计	73.03

资料来源: 高新投提供, 联合资信整理

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。整体看, 高新投的业务区域集中风险不显著。

担保期限组合

近年来, 由于合同期限较长的保本基金担保项目于 2019 年末实现全部解保, 故高新投分布于 1 年以内的担保项目合同量占所有担保项目合同量的比明显增加。截至 2019 年末, 高新投 1 年以内(含)担保项目合同数占合同总数的 71.66% (见表 13)。

表 13 高新投担保项目合同期限分布(单位: %)

合同期限	2017 年末	2018 年末	2019 年末
1 年以内(含)	15.96	38.08	71.66
1 年至 2 年(含)	26.97	12.57	9.01
2 年以上	57.07	49.35	19.33
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 高新投提供资料, 联合资信整理

担保代偿情况

近年来, 在宏观经济下行的影响下, 高新投中小企业担保客户出现经营困难, 导致代偿规模大幅上升。2017—2019 年, 高新投当期代偿金额分别为 0.04 亿元、0.55 亿元和 1.29 亿

元, 当期担保代偿率分别为 0.01%、0.09% 和 0.14%, 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 2019 年末, 高新投累计代偿金额为 4.60 亿元(见表 14), 累计担保代偿率为 0.13%。整体看, 高新投的代偿风险不高。

表 14 担保业务代偿情况(单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期担保代偿额	0.04	0.55	1.29
累计担保代偿额	2.72	3.27	4.60
当期担保代偿率	0.01	0.09	0.14
累计担保代偿率	0.14	0.13	0.13
当期代偿回收额	0.34	0.62	0.56
累计代偿回收额	1.09	1.70	2.26
累计代偿回收率	37.30	51.41	49.04

资料来源: 高新投提供, 联合资信整理

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 2019 年末, 高新投累计回收代偿金额 2.26 亿元, 累计代偿回收率为 49.04%。

③委托贷款业务组合风险分析

高新投委托贷款业务的客户主要为华南和华东地区在保的上市公司及个人股东，此类客户的反担保措施主要为股票质押、房产抵押以及个人反担保。高新投向个人股东发放委托贷款规模较大，为分散化风险，高新投不断压缩个人股东委托贷款规模，并逐步提高综合类与机械、设备、仪表相关制造业等行业的委托贷款比例，行业集中度呈下降趋势，但仍维持在较高水平。截至2019年末，高新投个人委托贷款占委托贷款余额的49.42%，前五大行业占比85.14%（见表15）。

表 15 委托贷款前五大行业余额占比情况
(单位：%)

2017 年末		2018 年末		2019 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
个人	85.59	个人	78.40	个人	49.42
制造业(机械、设备、仪表)	3.71	信息技术业	5.48	综合类	15.42
信息技术业	2.82	制造业(机械、设备、仪表)	3.69	制造业(机械、设备、仪表)	11.71
房地产业	2.79	房地产业	2.05	建筑业	4.72
批发和零售贸易	2.00	建筑业	1.99	信息技术业	3.87
合计	94.93	合计	91.61	合计	85.14

资料来源：高新投提供，联合资信整理

截至 2019 年末，高新投单一最大委托贷款业务客户余额为 12.35 亿元，占委托贷款总额的 12.35%；前五大客户贷款余额为 29.38 亿元，占比 22.40%（见表 16）。此外，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。

表 16 2019 年末委托贷款业务前五大客户情况
(单位：亿元、%)

项目	余额	占比
客户 1	16.20	12.35
客户 2	3.50	2.67
客户 3	3.50	2.67

客户 4	3.10	2.36
客户 5	3.08	2.35
合计	29.38	22.40

资料来源：高新投审计报告，联合资信整理

近年来，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，高新投委托贷款不良率有所上升。截至 2019 年末，高新投委托贷款净额 165.18 亿元，包括自有资金委托贷款净额 112.96 亿元、政府专项资金委托贷款净额 1.72 亿元、共济资金净额 49.37 亿元、平稳资金净额 1.14 亿元；委托贷款中不良贷款规模为 27.44 亿元，不良率为 16.60%，主要集中于信息技术业、制造业和批发零售业，反担保措施主要为股票质押、房产抵押以及个人反担保，高新投已针对委托贷款计提 4.11 亿元的减值准备。

总体看，近年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增长，但整体代偿规模不高。此外，考虑到高新投委托贷款业务发展较快，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 2017—2019 年合并财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017—2019 年财务报表进行了审计，并对上述财务报表均出具了标准无保留意见的审计报告。截至 2019 年末，高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 10 家，分别为深圳市高新投创业投资有限公司、深圳市高新投融资担保有限公司、深圳市高新投小额贷款有限公司、深圳市高新投保证担保有限公司、深圳市华贸典当行有限公司、深圳市高新投人才股权投资基金管理有限公司、深圳市高新投创投股权投资基金管理有限公司、深圳市高新投商业保理有限公司、深圳市高新投正轩股权投资基金管理有限公司和高新投（香港）有限公司。

① 资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续实施增资扩股。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。2019 年，平稳发展投资向高新投增资 50.00 亿元，其中 32.59 亿元计入实收资本，17.41 亿元计入资本公积，平稳发展投资及其 50.00 亿元的出资款在支持期内（暂定 5 年）实行专项管理、单独核算并安排特殊权益安排享有收益。截至 2019 年末，高新投所有者权益合计 215.58 亿元，其中股本 121.12 亿元，资本公积 18.66 亿元，未分配利润 31.19 亿元。

近年来，高新投负债规模增速保持在较高水平，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，高新投股东通过配置短期和长期借款的方式给予高新投资资金方面的支持，增强高新投抵御风险的能力。截至 2019 年末，高新投负债总额为 103.77 亿元。其中，担保赔偿准备余额 4.73 亿元，责任准备金余额 0.62 亿元，两者合计占负债总额的 5.16%；短期借款 29.38 亿元，占负债总额的 28.31%，主要为股东提供的资金；长期借款 56.72 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 2019 年末，高新投资资产负债率为 32.49%，但实际的债务负担保持在较低水平。

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、股东借款等负债端资金以及增资扩股对权益端资金的持续补充下，高新投资资产规模快速增长；从资产结构来看，发放委托贷款及垫款、其他流动资产和货币资金在资产总额中的占比较高。截至 2019 年末，高新投资资产总额 319.36 亿元（见表 17）。

表 17 高新投资资产结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.14	22.37	22.03	10.73	23.46	7.35
发放贷款及垫款净额	90.73	67.36	139.46	67.94	180.14	56.41
其中：委托贷款净额	82.34	61.13	130.20	63.89	165.18	51.72
投资资产	7.86	5.83	37.02	18.03	106.72	33.42
其他类资产	5.97	4.43	6.76	3.29	9.03	2.83
其中：应收代偿款	2.15	1.60	2.26	1.10	3.06	0.96
合计	134.70	100.00	205.27	100.00	319.36	100.00

注：因四舍五入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，联合资信整理

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；2019 年以来随着负债端和权益端资金大规模的补充以及自身对闲余资

金盈利性的需求，大部分闲余资金被配置于短期理财产品中，故 2019 年末投资资产规模较 2018 年出现显著增长。截至 2019 年末，高新投投资资产净额 106.72 亿元，占资产总额的 33.42%；其中，可供出售金融资产余额为 10.77

亿元，主要为权益投资，债务工具投资占比极小；理财产品投资规模 95.70 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 2019 年末，高新投发放贷款和垫款净额 180.14 亿元，占资产总额的 56.41%。其中，委托贷款净额 165.18 亿元，包括自有资金委托贷款净额 112.96 亿元、政府专项资金委托贷款净额 1.72 亿元、共济资金净额 49.37 亿元、平稳资金净额 1.14 亿元；其余主要为发放的小额贷款。截至 2019 年末，高新投针对发放贷款及垫款共计提 4.47 亿元减值准备，委托贷款的不良贷款率上升较快，为 16.60%；小额贷款业务的不良贷款率为 3.12%，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 2019 年末，高新投其他类资产余额 9.03 亿元，占资产总额的 2.83%。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 3.06 亿元、1.91 亿元和 1.16 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快速增长态势，2019 年实现营业总收入 27.87 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（见表 18）。

表 18 高新投收益指标(单位:亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业总收入	15.05	20.85	27.87
其中：担保业务收入	7.28	8.24	12.06
资金管理业务收入	5.32	8.25	11.97
咨询服务收入	2.04	3.51	3.72
营业总成本	4.82	6.23	12.87
其中：营业成本	3.29	4.49	6.13
税金及附加	0.14	0.19	0.24
管理费用	0.44	0.49	0.64
财务费用	0.67	0.63	2.47
资产减值损失	0.27	0.43	3.31

加：投资收益	0.87	0.58	0.29
净利润	8.35	11.33	11.53
平均资产收益率	7.81	6.67	5.07
平均净资产收益率	12.24	12.40	11.14

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，联合资信整理

近年来，高新投担保业务收入整体呈增长态势。2019 年，高新投实现担保业务收入 12.06 亿元，占营业总收入的 43.28%；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 46.68% 和 41.38%。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。2019 年高新投实现资金管理业务收入 11.97 亿元，占营业总收入的 42.94%；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 63.91%，其余为理财产品、小额贷款、典当业务和基金管理的业务利息收入。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2019 年实现投资收益 0.29 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、财务费用和资产减值损失等构成。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。2019 年，高新投营业总成本 12.87 亿元；其中营业成本 6.13 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 3.31 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，高新投净利润呈现增长趋势，但 2019 年受营业总成本较上年度上升明显以及计提资产减值的影响，净利润增速出现明显下降。2019 年，高新投实现净利润 11.53 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 5.07% 和 11.14%，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，由于注册资本和负债规模的持续增长，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
代偿能力主要受高新投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。联合资信在评估高新投
可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了高新
投的负债总额及负债性质、资产质量与变现能
力等因素。

从现金流情况来看，近年来高新投经营活
动产生的现金流净额为负且整体呈扩大趋势，
主要是委托贷款和典当业务的净发放额持续上
升所致；投资活动产生的现金流净流出量有所
波动，主要是投资支付的现金规模波动所致；
高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分
配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主
要为增资扩股收到的募集资金以及接收政府提
供的共济资金（见表 19）。总体看，高新投金
流较宽松。

表 19 高新投现金流情况 单位：亿元

项目	2018 年	2017 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	-21.72	-66.19	-91.13
投资活动产生的现金流量净额	-0.26	-1.16	-2.38
筹资活动产生的现金净流量	41.75	59.24	94.92
现金及现金等价物净增加额	19.75	-8.10	1.43
期末现金及现金等价物余额	30.14	22.03	23.46

资料来源：高新投审计报告，联合资信整理

2018 年，高新投净资本规模有所下降，主
要是委托贷款规模增幅较大所致；2019 年得益
于资本的补充，净资本规模较 2018 年增长明显。
根据高新投财务报表估算，2019 年末高新投净
资本为 143.57 亿元，净资本比率为 66.60%（见
表 20）。近年来，随着高新投担保业务快速增长，
担保责任余额呈持续增长态势，净资产担保倍
数和净资本担保倍数受资本补充的影响出现波
动，2019 年末以上两项指标分别为 8.86 倍和
13.30 倍。

表 20 资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
担保责任余额	959.62	1092.39	1909.24
净资产	111.96	117.87	215.58
净资本	73.40	63.23	143.57
净资产担保倍数	8.57	9.27	8.86
净资本担保倍数	13.07	17.28	13.30
净资本比率	65.55	53.64	66.60
净资本覆盖率	169.28	85.10	319.15

资料来源：高新投审计报告及其他资料，联合资信整理

联合资信根据高新投的担保业务类别与风
险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保
责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评
估，估算高新投在目标评级下的担保业务组合
风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风
险值的覆盖程度。截至 2019 年末，高新投净资
本覆盖率为 319.15%，受 2019 年资本的补充以
及债券担保业务规模收缩的影响，净资本覆盖
率较上年底明显上升，净资本保障程度高。

2. 担保效果评价

以截至 2019 年底高新投财务数据测算，高
新投资产总额 319.36 亿元，净资产达 215.58 亿元，
分别为“20 海普瑞”待偿本金（8.70 亿元）的 36.71
倍和 24.78 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。

十二、结论

2020 年，公司整体经营情况良好，收入规
模有所扩大，毛利率水平有所提升；2020 年 7
月，公司完成 H 股上市，资本实力得以增强，
融资渠道进一步拓宽；公司债务负担有所减轻。
同时，联合资信也关注到公司海外业务面临不
确定性风险、原材料价格波动给公司生产成本
控制带来压力、商誉规模较大、投资收益和公
允价值损益对利润影响大、存货和应收账款对
营运资金形成占用等因素可能对公司信用水平
带来的不利影响。

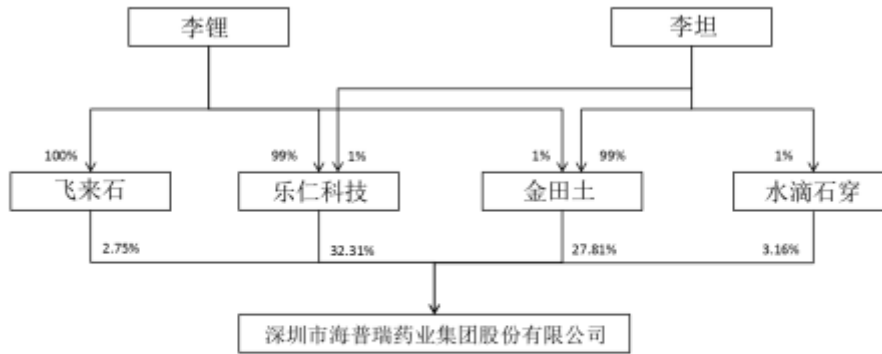
随着公司进一步整合肝素全产业链业务，
加大海内外市场及销售渠道的拓展，未来公司

经营状况有望保持良好，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。

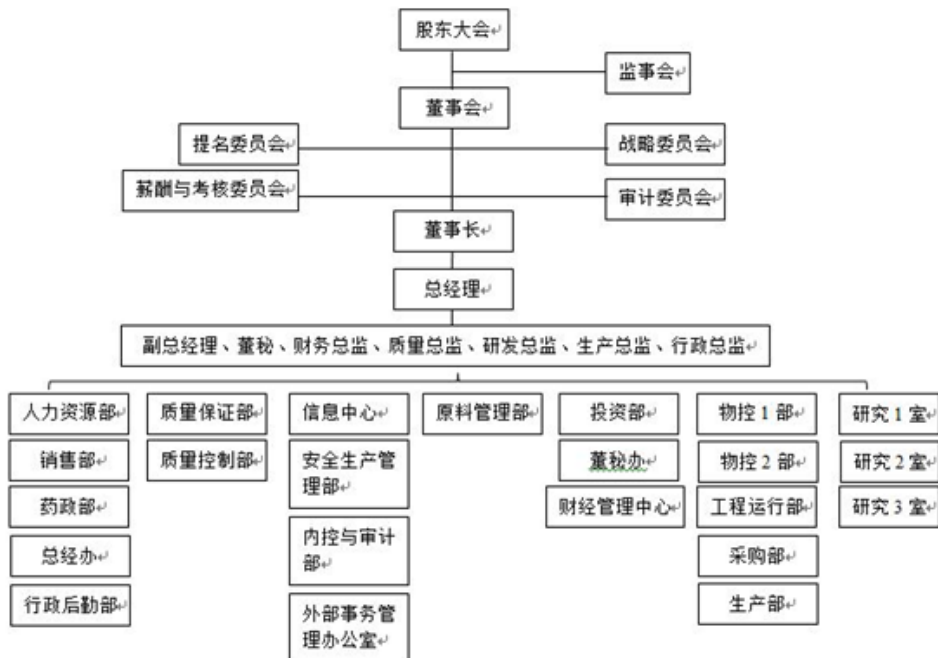
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定；维持“16 海普瑞”的信用等级为 AA+，“20 海普瑞”的信用等级为 AAA。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 12 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例 (%)	取得方式
1	深圳市多普乐实业发展有限公司	投资	23000.00万人民币	100%	同一控制下企业合并
2	Hepalink USA INC	进出口贸易	9990.01万美元	100%	设立或投资

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	20.73	14.13	35.76	47.88
资产总额 (亿元)	136.02	152.42	190.26	193.91
所有者权益 (亿元)	61.67	74.71	116.89	118.39
短期债务 (亿元)	24.67	39.42	25.08	25.09
长期债务 (亿元)	24.57	23.62	31.37	32.54
全部债务 (亿元)	49.24	63.04	56.45	57.63
营业收入 (亿元)	48.15	46.25	53.32	12.68
利润总额 (亿元)	7.02	13.15	13.28	1.82
EBITDA (亿元)	11.29	18.32	18.83	--
经营性净现金流 (亿元)	6.36	-2.28	0.37	4.20
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	5.36	3.85	3.57	--
存货周转次数 (次)	1.96	1.44	1.17	--
总资产周转次数 (次)	0.35	0.32	0.31	--
现金收入比 (%)	94.44	99.69	92.47	127.94
营业利润率 (%)	39.49	36.88	38.67	32.75
总资本收益率 (%)	6.92	9.45	7.32	--
净资产收益率 (%)	9.21	13.97	8.74	--
长期债务资本化比率 (%)	28.49	24.02	21.16	21.56
全部债务资本化比率 (%)	44.40	45.76	32.57	32.74
资产负债率 (%)	54.66	50.98	38.56	38.95
流动比率 (%)	120.09	120.70	252.67	278.28
速动比率 (%)	84.51	72.90	164.98	184.84
经营现金流流动负债比 (%)	13.65	-4.58	1.03	--
现金短期债务比 (倍)	0.84	0.36	1.43	1.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.60	7.11	7.60	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.36	3.44	3.00	--

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 2021 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. 公司其他应付款、租赁负债科目中的带息债务已计入资料来源：公司财务报告

附件 2-2 公司主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	16.71	8.72	27.55	29.84
资产总额 (亿元)	102.20	106.68	141.43	147.52
所有者权益 (亿元)	58.53	61.82	96.18	96.70
短期债务 (亿元)	11.79	24.02	14.03	18.58
长期债务 (亿元)	15.40	17.64	27.29	28.40
全部债务 (亿元)	27.19	41.66	41.32	46.98
营业收入 (亿元)	21.72	15.93	21.47	7.18
利润总额 (亿元)	2.96	1.61	0.44	0.60
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.12	-4.57	-19.18	-3.23
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.01	1.41	1.99	--
存货周转次数 (次)	3.70	2.09	1.70	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.15	0.17	--
现金收入比 (%)	62.45	120.82	58.70	49.45
营业利润率 (%)	32.28	24.23	25.22	15.38
总资本收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	4.37	2.37	0.48	--
长期债务资本化比率 (%)	20.83	22.20	22.11	22.70
全部债务资本化比率 (%)	31.72	40.26	30.05	32.70
资产负债率 (%)	42.73	42.06	32.00	34.44
流动比率 (%)	172.41	173.31	444.94	385.03
速动比率 (%)	159.54	144.57	383.53	340.53
经营现金流流动负债比 (%)	-3.98	-16.82	-106.98	--
现金短期债务比 (倍)	1.42	0.36	1.96	1.61
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

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 2021 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. 公司其他应付款、租赁负债科目中的带息债务已计入全部债务

资料来源：公司财务报告

附件 2-3 担保方深圳市高新投集团有限公司

主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年底	2018 年底	2019 年底
资产总额 (亿元)	134.70	205.27	319.36
净资产 (亿元)	111.96	117.87	215.58
净资本 (亿元)	73.40	63.23	143.57
担保责任余额 (亿元)	959.62	1092	1909.24
净资产担保倍数 (倍)	8.57	9.27	8.86
净资本担保倍数 (倍)	13.07	17.28	13.30
净资本比率 (%)	65.55	53.64	66.60
当期担保代偿率 (%)	0.01	0.09	0.14
累计担保代偿率 (%)	0.14	0.13	0.13
累计代偿回收率 (%)	37.30	51.41	49.04
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入 (亿元)	15.05	20.85	27.87
净利润 (亿元)	8.35	11.33	11.53
平均资产收益率 (%)	7.81	6.67	5.07
平均净资产收益 (%)	12.24	12.40	11.14

资料来源：高新投审计报告及提供资料，联合资信整理

附件 3-1 公司主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3-2 担保方主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
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)
净资产	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
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变