

跟踪评级公告

联合〔2020〕2306号

广州市香雪制药股份有限公司：

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：

广州市香雪制药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广州市香雪制药股份有限公司公开发行的公司债券“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七月十七日

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>

广州市香雪制药股份有限公司 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	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 制药 01	2.79 亿元	2+1 年	AAA	AAA	2019.6.21
17 制药 02	3.00 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2019.6.21
18 制药 01	0.86 亿元	2+1 年	AAA	AAA	2019.6.21

担保方式：高新投对“17 制药 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；广东再担保对“17 制药 02”和“18 制药 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 7 月 17 日

公司主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	92.41	86.26	80.58	95.56
所有者权益（亿元）	38.84	40.12	41.15	42.07
长期债务（亿元）	18.22	13.08	9.38	9.64
全部债务（亿元）	42.73	36.44	28.18	41.06
营业收入（亿元）	21.87	25.04	27.86	7.98
净利润（亿元）	1.12	0.88	1.30	0.82
EBITDA（亿元）	3.89	3.82	3.94	--
经营性净现金流（亿元）	1.10	0.91	0.83	-4.34
营业利润率（%）	28.63	35.72	30.89	37.39
净资产收益率（%）	2.96	2.23	3.19	1.97
资产负债率（%）	57.97	53.48	48.93	55.98
全部债务资本化比率（%）	52.39	47.60	40.65	49.39
流动比率（倍）	1.51	1.22	0.94	0.94
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.83	2.03	2.00	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.59	0.57	0.59	--

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

担保方--广东省融资再担保有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 9 月
资产总额（亿元）	80.02	84.57	84.25	86.13
所有者权益（亿元）	69.21	73.10	71.65	71.90
营业总收入（亿元）	4.94	4.69	4.04	2.94
净利润（亿元）	2.70	3.85	1.59	1.21

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 公司其他应付款和长期应付款中有息债务部分已分别调整计入短期和长期债务核算

评级观点

跟踪期内，广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”或“香雪制药”）经营状况良好，营业收入及利润规模有所增长，2020 年第一季度，公司疫情防控药品及用品的销量实现大幅增长，净利润同比增长较快。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注公司 2019 年审计报告被出具保留意见，利润对投资收益和其他收益依赖程度较高及 2020 年第一季度公司债务规模大幅增长，债务负担加重以及面临一定或有负债风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司产业链布局进一步完善、经销商库存逐步消化和营销模式调整逐步到位，公司收入及利润规模有望实现增长。

公司发行的“17 制药 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，“17 制药 02”和“18 制药 01”由广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，两家担保公司经营情况良好，资本充足性较高，担保实力很强，其担保仍对“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”的信用水平具有显著积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司经营状况良好，收入和利润规模同比实现增长。2019 年，公司营业收入较上年增长 11.26%，净利润较上年增长 47.31%；公司中药产品收入较上年增长 26.81%，抗病毒口服液和橘红系列产品销量较上年分别增长 19.58%和 8.01%。2020 年第一季度，公司疫情

防控药品及用品的销量实现大幅增长，营业收入较上年同期增长22.19%，净利润较上年同期增长87.94%。

2. 高新投和广东再担保提供的担保对“17制药01”“17制药02”和“18制药01”的信用水平仍具有显著提升作用。跟踪期内，高新投和广东再担保资本充足性较高，担保实力很强，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对“17制药01”“17制药02”和“18制药01”的信用水平仍具有显著提升作用。

关注

1. 监管部门对公司问询及关注。公司2019年审计报告被出具保留意见，先后收到深圳证券交易所的关注函和年报问询函。公司分别于2020年3月25日和2020年6月6日进行回复并公告。

2. 利润对投资收益和其他收益依赖程度较高。2019年，公司投资收益和其他收益占当期营业利润比重分别为48.38%和30.29%，对利润贡献较大，但投资收益和其他收益的可持续性存在一定不确定性。

3. 2020年第一季度公司债务规模大幅增长，债务负担加重。截至2020年3月底，公司负债总额较年初增长35.67%，公司全部债务较年初增长45.69%；公司资产负债率和全部债务资本化比率较年初分别上升7.05个百分点和8.75个百分点。

4. 公司存在一定的或有负债风险。截至2020年6月底，公司作为被告的重大未决诉讼涉案金额34,000.00万元，目前在等待法院的判决，诉讼结果不确定，若判决结果判定为公司败诉，则会对公司将产生不利影响，公司面临一定或有负债风险。

分析师

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

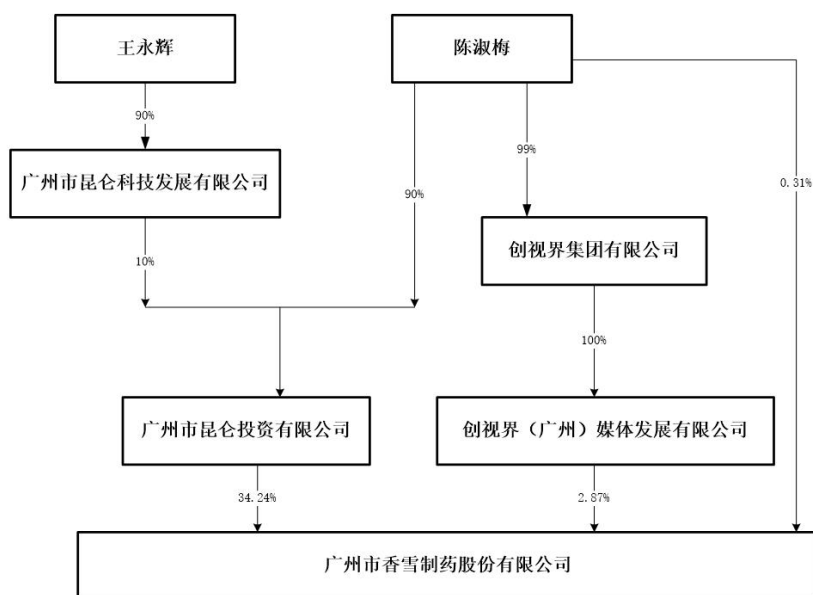
一、主体概况

广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”或“香雪制药”）成立于1997年12月，是经广州市经济体制改革委员会《关于同意设立广州市香雪制药股份有限公司的批复》（穗改股字（1997）68号）批准，在对原广州市罗岗制药厂进行整体改制的基础上，由广州市昆仑投资有限公司（以下简称“昆仑投资”）、广州罗岗镇经济发展公司、广州保税区昆仑国际工贸有限公司、广州市白云区罗岗城镇建设开发公司和广州市昆仑科技发展有限公司以发起方式设立的股份有限公司，初始注册资本为0.45亿元。2010年12月15日，公司在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）创业板上市（股票简称：“香雪制药”，股票代码：“300147.SZ”），募集资金10.54亿元。

经过多次增资，截至2020年3月底，公司注册资本增加至6.61亿元，控股股东为昆仑投资，直接持有公司34.24%的股份，昆仑投资的一致行动人创视界（广州）媒体发展有限公司（以下简称“创视界媒体”）持有公司2.87%的股份；公司实际控制人为王永辉、陈淑梅夫妇。

2020年6月16日，公司控股股东昆仑投资累计质押股份16,634.56万股，已质押股份占其持有公司股份的73.45%，占公司总股本的25.15%。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，组织结构未发生变化（见附件1）；截至2019年底，公司合并范围内子公司共59家，拥有在职员工合计2,808人。

截至2019年底，公司合并资产总额80.58亿元，负债合计39.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计41.15亿元，其中归属于母公司所有者权益34.92亿元。2019年，公司实现营业收入27.86亿元，净利润（含少数股东损益）1.30亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.80亿元；经营活动产生的现金流量净额0.83亿元，现金及现金等价物净增加额-1.00亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额95.56亿元，负债合计53.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计42.07亿元，其中归属于母公司所有者权益35.82亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入7.98亿元，净利润（含少数股东损益）0.82亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.81亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.34亿元，现金及现金等价物净增加额6.87亿元。

公司注册地址：广州市萝岗区广州经济技术开发区科学城金峰园路2号；法定代表人：王永辉。

二、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可（2017）1451号文核准，公司获准发行不超过12亿元（含12亿元）的公司债券。

2017年11月2日，公司发行“广州市香雪制药股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行金额6亿元，票面利率5.6%，期限为3年，2020年11月2日到期，附第2年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券于2017年12月7日起在深交所挂牌交易，债券简称“17制药01”，债券代码“112610.SZ”；本期债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。公司已于2019年11月4日支付了“17制药01”的利息，并回售32,100.00万元（不含利息），现余额2.79亿元。

2017年11月23日，公司发行“广州市香雪制药股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，发行金额3亿元，票面利率6.1%，期限为5年，2022年11月23日到期，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券于2017年12月26日起在深交所挂牌交易。债券简称“17制药02”，债券代码“112620.SZ”；本期债券由广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。公司已于2019年11月25日支付了“17制药02”的利息。

2018年5月2日，公司发行“广州市香雪制药股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行金额2亿元，票面利率6.38%，期限为3年，2021年5月2日到期，附第2年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券于2018年6月13日日在深交所挂牌交易。债券简称“18制药01”，债券代码“112695.SZ”。本期债券由广东再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。公司已于2020年5月6日支付了“18制药01”的利息，并回售11,362.73万元（不含利息），现余额0.86亿元。

截至2020年3月底，“17制药01”“17制药02”和“18制药01”募集资金均已按募集说明书约定用途全部用于偿还公司债务。

三、行业分析

在医保控费大环境下，带量采购执行、医保目录调整等政策仍是导致2019年医药行业增速放缓的主要因素；国家医保局成立后首次调整医保目录，从整体上提升了医保水平，但同时支付压力增加，医药生产企业也将面临较大的降价压力，短期医药制造企业将形成分化，长期来看，将有利于药品的规模化制造及销售，叠加研发相关政策的推进，将有利于药品成本结构优化及产品创新力的提高。

2019年，医药制造业规模以上企业实现营业收入23,908.60亿元，较上年增长7.40%，增速较上年下降5.20个百分点；实现利润总额3,119.50亿元，较上年增长5.90%，增速较上年下降3.60个百分点。医药制造业整体增速回落，主要系医保控费、带量采购扩围、一致性评价等一系列政策因素影响所致。

医保政策方面，2019年11月28日，国家医保局印发了《关于将2019年谈判药品纳入乙类范围的通知》，标志着2019年度医保目录调整到位。该通知公布了97个谈判成功药品，含70个

新增及 27 个续约药品。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这或意味着地方医保目录即将取消。

2019 年，在医药行业整体增速放缓的情况下，我国也对于中药、化学药品的研发及研发流程等方面进行了一定程度的政策引导。

中药政策方面，国家大力支持中药传承创新的总基调不变，并且支持中医药发展已经上升为国家战略。《2019 年国务院政府工作报告》再次强调“支持中医药事业传承创新发展”，这也是政府工作报告连续三年强调“支持”中医药事业发展。2019 年 10 月，中共中央、国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，提出加快推进中医药科研和创新。

化学药政策方面，2019 年 9 月，国家卫健委印发《第一批鼓励仿制药品目录》。2019 年 9 月，上海阳光医药网公布了《联盟地区药品集中采购文件》，带量采购从原有“4+7”区域向 25 个地区推开，包括江苏、浙江、安徽、山东、广东等，囊括了全国绝大部分省份。2019 年 12 月，国家医疗保障局印发《关于做好当前药品价格管理工作的意见》的通知，深化药品集中带量采购制度改革，坚持“带量采购、量价挂钩、招采合一”的方向，促使药品价格回归合理水平。

药品研发政策方面，2019 年 8 月 26 日，十三届全国人大常委会第十二次会议表决通过了新修订的《药品管理法》，《药品管理法》总则即明确规定了国家鼓励研究和创制新药，并将临床试验默许制、临床试验机构备案管理、优先审评审批、附条件审批等制度上升为法律，并建立了上市许可持有人制度，从制度设计上鼓励创新。2019 年 11 月，国家药品监督管理局发布关于《突破性治疗药物工作程序》和《优先审评审批工作程序》征求意见的通知，进一步鼓励研究和创制新药，加快具有明显临床优势的药物研发进程。

四、管理分析

2019 年，公司管理团队存在一定变动，但核心管理人员保持稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

2019 年，公司主要管理制度未发生重大变化，管理团队存在一定变动。详情如下表所示。

表 1 跟踪期内公司高管、董事会及监事会人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
黄伟华	董事	离任	2019 年 06 月 26 日	任期届满离任
黄晓霞	独立董事	离任	2019 年 06 月 26 日	任期届满离任
麦镇江	监事会主席	离任	2019 年 06 月 28 日	任期届满离任
陈炳华	财务总监	离任	2019 年 06 月 28 日	任期届满离任
徐力	董事会秘书、董事	任免	2019 年 06 月 26 日	被选举为公司董事
周庆权	独立董事	任免	2019 年 06 月 26 日	被选举为公司独立董事
黄伟华	监事会主席	任免	2019 年 06 月 28 日	被选举为公司监事会主席
卢锋	财务总监	任免	2019 年 06 月 28 日	被聘任为公司财务总监
刘艳	中药资源事业部总经理	任免	2019 年 06 月 28 日	被聘任为公司中药资源事业部总经理
谭光华	制药事业部总经理	任免	2019 年 06 月 28 日	被聘任为公司制药事业部总经理
康志英	总工程师	任免	2019 年 06 月 28 日	被聘任为公司总工程师

资料来源：公司年报

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，中药产品和医药流通仍为公司最主要的收入来源，在中药产品收入增长带动下，整体收入和利润规模有所增长；受中药产品成本上涨和医疗流通成本上升影响，公司综合毛利率水平下降。2020年1—3月，由于公司疫情防控药品及用品的销量实现大幅增长，公司收入和净利润较上年同期有所增长。

公司主要业务为现代中药及中药饮片的研发、生产与销售，同时经营医疗器械、保健用品、软饮料、少量西药产品和医药流通等业务。

2019年，公司实现营业收入27.86亿元，较上年增长11.26%；实现净利润1.30亿元，较上年增长47.31%，主要系公司中药板块销售收入增长所致。2019年，公司主营业务收入为27.24亿元，占营业收入的比重为97.76%，公司主业仍突出。

从收入结构来看，2019年，公司收入仍以中药产品和医药流通收入为主。从业务板块来看，2019年，公司中药产品收入为18.35亿元，较上年增长26.81%，主要系中药饮片、抗病毒口服液和橘红系列产品销量增长所致；2019年，公司医药流通收入为6.45亿元，较上年增长6.61%；软饮料、保健品、医疗器械和西药产品收入在公司收入中占比较小，对公司收入影响不大。

表2 2017-2019年公司营业收入情况（单位：万元、%）

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
中药产品	126,586.57	57.87	32.13	144,664.13	57.77	36.87	183,454.07	65.84	35.81
医药流通	62,404.43	28.53	13.59	60,544.37	24.18	15.46	64,547.83	23.17	11.22
软饮料	12,896.93	5.90	43.99	12,760.45	5.10	43.05	13,665.55	4.90	39.49
保健品	9,745.82	4.46	53.83	10,428.94	4.16	59.56	3,466.66	1.24	46.25
医疗器械	1,820.16	0.83	76.38	1,683.30	0.67	70.96	1,529.56	0.55	85.42
西药产品	1,609.81	0.74	72.55	2,451.16	0.98	72.00	3,571.18	1.28	72.53
其他主营	--	--	--	3,153.30	1.26	60.84	2,151.59	0.77	26.47
其他营业收入	3,668.03	1.68	51.66	14,739.60	5.89	81.61	6,233.51	2.24	59.01
合计	218,731.74	100.00	29.50	250,425.23	100.00	36.46	278,619.95	100.00	31.61

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019年，中药产品毛利率为35.81%，较上年下降1.06个百分点，主要系中药饮片销售单价上调低于成本单价上涨，另一方面2019年各地中药材基地逐步投入使用，中药材生产加工后销往当地厂家，该渠道毛利率较低所致；医药流通毛利率为11.22%，较上年下降4.24个百分点，主要系公司调整经营策略减少代理高毛利、高费用率和高风险品种，两票制、药品控费和医改后公司主要代理品种的采购成本上涨所致。综上，2019年，公司综合毛利率为31.61%，较上年下降4.85个百分点。

2020年1—3月，公司实现营业收入7.98亿元，较上年同期增长22.19%；净利润0.82亿元，较上年同期增长87.94%，主要系公司疫情防控药品及用品的销量实现大幅增长所致。

2. 业务运营

（1）原材料采购

2019年，受产品销量波动影响，公司中药产品主要原材料蔗糖采购量明显下降，其他主要原

材料采购量有所上升，整体采购均价有所下降，公司采购成本下降；供应商集中度较低，对上游供应商依赖度不高。

公司中药产品仍主要包括抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列产品以及中药饮片。从采购量看，公司主要模式是“以销定产，以产定采”。2019年，受抗病毒口服液销售量和橘红系列产品销量增加影响，板蓝根、连翘和橘红采购量较上年分别上升134.97%、11.02%和10.60%；蔗糖采购量为2,644.06吨，较上年下降38.61%，主要系软饮料销量下降所致。综上，2019年，公司主要原材料采购成本为4,236.84万元，较上年下降9.95%。2019年，从采购均价看，由于中药材为自然生长、季节采集，且产地分布具有明显的地域性，其产量和质量受到温度、日照、雨量、自然灾害等环境及生态因素的影响，导致价格波动性较大，板蓝根采购均价较上年上升10.04%，蔗糖、连翘和橘红采购均价分别下降17.50%、6.63%和10.79%。

表3 2017—2019年公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

品种	2017年			2018年			2019年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
板蓝根	476.18	11,535.34	549.29	530.18	9,791.72	519.14	1,245.75	10,774.60	1,342.25
蔗糖	5,100.30	5,896.49	3,007.39	4,307.05	6,096.62	2,625.84	2,644.06	5,030.00	1,329.13
连翘	109.38	35,695.74	390.44	121.11	43,096.46	521.95	134.46	40,239.19	541.07
橘红	471.00	23,779.19	1,120.00	519.55	19,983.83	1,038.27	574.60	17,828.03	1,024.39
合计	6,156.86	--	5,067.12	5,477.90	--	4,705.20	4,598.87	--	4,236.84

注：表中主要列示的是抗病毒口服液、板蓝根颗粒和橘红系列产品的原材料；中药饮片原材料由子公司独立采购，未包含在表中
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司采购模式、采购结算方式较上年无变化。

从供应商集中度来看，2019年，公司向前五大供应商采购金额为2.12亿元，占采购总额的比例为12.10%，较上年下降9.95个百分点，采购集中度处于较低水平。

（2）生产情况

2019年，公司根据产品销量和库存情况综合考虑制定生产计划，中药饮片产能有所增长，除抗病毒口服液外主要自产药品产量均有所上升，橘红和中药饮片产能利用率高。

主要产品产能方面，2019年，公司中药饮片的产能较上年提高24.24%，主要系宁夏、山西、四川和云南中药材生产加工基地逐步完工并投入使用所致；抗病毒口服液、板蓝根颗粒及橘红系列产能均未发生变化。

产量方面，2019年，公司根据产品销量和库存情况综合考虑制定生产计划，抗病毒口服液产量较上年下降8.68%；板蓝根颗粒、橘红系列和中药饮片产量较上年分别增长106.10%、10.23%和8.80%。

产能利用率方面，2019年，公司抗病毒口服液产能利用率为65.82%，较上年下降6.25个百分点，主要系根据抗病毒口服液库存情况减少产量所致；板蓝根颗粒产能利用率为10.42%，较上年上升5.36个百分点，主要系板蓝根产量增加所致；橘红系列产品产能利用率和中药饮片产能利用率高，存在一定委外协助加工需求。

表4 2017—2019年公司主要自产药品生产情况

产品	项目	2017年	2018年	2019年
抗病毒口服液	产能（单位：万支）	36,960.00	36,960.00	36,960.00
	产量（单位：万支）	18,244.00	26,638.00	24,327.00

	产能利用率 (%)	49.36	72.07	65.82
板蓝根颗粒	产能 (单位: 吨)	5,300.00	5,300.00	5,300.00
	产量 (单位: 吨)	559.00	268.00	552.34
	产能利用率 (%)	10.55	5.06	10.42
橘红系列	产能 (单位: 吨)	1,500.00	1,500.00	1,500.00
	产量 (单位: 吨)	1,725.00	1,623.00	1,789.00
	产能利用率 (%)	115.00	108.00	119.27
中药饮片	产能 (单位: 吨)	33,000.00	33,000.00	41,000.00
	产量 (单位: 吨)	38,329.00	41,520.00	45,172.00
	产能利用率 (%)	116.15	126.00	110.18

资料来源: 公司提供

(3) 产品销售

2019年, 抗病毒口服液和板蓝根颗粒销售价格有所下降, 橘红系列和中药饮片销售价格继续上升, 公司主要产品销量均有所增长, 产销率整体维持在较高水平; 公司客户集中度一般。

对于大型的连锁药店、医院等重要销售终端, 公司实施自建团队精细化推广、直接销售终端的模式, 在配送环节选取具备健全终端配送网络的大型医药流通企业合作, 对于自建团队目前难以全面覆盖的小型连锁、单体药店, 公司仍采用经销模式。

从销量来看, 2019年, 抗病毒口服液、板蓝根颗粒、中药饮片和橘红系列销量分别较上年增长 19.58%、16.45%、8.01%和 7.78%, 主要系扩展销售区域, 市场需求增长所致。

产销率方面, 2019年, 抗病毒口服液产销率较上年上升 27.33 个百分点, 主要系扩展销售区域, 产品销量提高所致; 板蓝根颗粒产销率较上年下降了 81.16 个百分点, 主要系 2018 年处理旧库存产销率较高, 2019 年公司加强了生产管理, 产销率回归至正常水平所致; 橘红系列产品产销率较上年上升 13.12 个百分点, 主要系拓展橘红销售区域及业务所致; 中药饮片产销率较上年变化不大。

从销售价格来看, 2019年, 公司抗病毒口服液销售单价较上年下降 0.96%, 板蓝根颗粒销售单价较上年下降 18.56%, 主要系板蓝根市场产品种类较多, 竞争激烈所致; 公司橘红系列和中药饮片的销售单价较上年上升 11.35%和 15.04%, 主要系药材成本单价上涨所致。

表5 2017—2019年公司主要产品销售情况

产品	指标	2017年	2018年	2019年
抗病毒口服液	销量 (万支)	19,461.00	23,532.00	28,139.27
	销售收入 (万元)	20,158.21	24,452.52	29,093.64
	销售单价 (元/支)	1.04	1.04	1.03
	产销率 (%)	106.67	88.34	115.67
板蓝根颗粒	销量 (吨)	538.40	500.00	582.23
	销售收入 (万元)	2,341.96	2,425.29	2,302.37
	销售单价 (万元/吨)	4.35	4.85	3.95
	产销率 (%)	96.31	186.57	105.41
橘红系列	销量 (吨)	1,594.00	1,745.00	1,884.86
	销售收入 (万元)	18,080.25	21,373.25	25,709.67
	销售单价 (万元/吨)	11.34	12.25	13.64
	产销率 (%)	92.41	92.41	105.53
中药饮片	销量 (吨)	37,336.00	40,890.00	44,070.57

	销售收入（万元）	81,159.93	92,485.25	114,630.20
	销售单价（万元/吨）	2.17	2.26	2.60
	产销率（%）	85.88	98.48	97.56

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2019年，公司向前五名客户销售额合计占营业收入的比重为17.76%，客户集中度一般，其中第一大客户为吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司（以下简称“蔡同德堂”），蔡同德堂同时作为公司供应商是关联方企业之一，开拓了上海区域市场，2019年蔡同德堂销售额为1.13亿元，占前五大客户销售额的22.98%，占营业收入比重为4.06%。

3. 在建项目

公司在建项目完工后，产能和综合实力有望得以提升，但在建项目尚需投资规模较大，存在一定资金支出压力。

截至2019年底，公司主要在建工程围绕宁夏、云南等医药产业园项目，建立中药材生产加工基地，预计总投资15.67亿元，目前已投入9.82亿元，尚需投入5.85亿元，具体情况见下表。生物岛项目累计产生投资3.44亿元，因涉及广东启德酒店有限公司（以下简称“启德酒店”）物权过户合同纠纷，公司暂时没有该项目预算和投入计划，未在下表列示。

表6 截至2019年底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目	预计总投资	累计已完成投资	尚需投入	资金来源
四川香雪制药科技产业园	1,933.13	1,473.07	460.06	金融机构贷款
宁夏六盘山绿色中药产业园建设项目	47,000.00	34,833.14	12,166.86	金融机构贷款
云南香格里拉健康产业园	18,000.00	8,510.68	9,489.32	金融机构贷款
五华生物医药产业园工程一期	20,000.00	18,355.80	1,644.20	金融机构贷款
汕尾产业园一期	30,000.00	21,336.11	8,663.89	金融机构贷款
新厂区工程	25,000.00	8,063.05	16,936.95	金融机构贷款
中新知识城	6,000.00	1,219.68	4,780.32	金融机构贷款
中药厂	4,733.91	1,885.41	2,848.50	其他
宝鼎化橘红产业园物流中心	4,000.00	2,535.75	1,464.25	其他
总计	156,667.04	98,212.69	58,454.35	--

资料来源：公司提供

4. 重大事项

（1）会计师事务所出具带有保留意见的2019年审计报告

立信会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“立信”）对公司2019年财务报表进行了审计，并出具了带有保留意见的审计报告。

（2）深交所发布创业板年报问询函

2020年5月29日，公司收到了深交所创业板公司管理部发出的《关于对广州市香雪制药股份有限公司的年报问询函》（创业板年报问询函（2020）第380号），并于2020年6月6日对2019年年度报告等相关事项进行了说明回复。

（3）深交所对公司及相关当事人给予通报批评处分决定

2020年5月7日，深交所对公司及相关当事人的违规行为，依据《创业板股票上市规则（2018年11月修订）》第16.2条、第16.3条、第16.4条的规定给予通报批评处分决定。

(4) 深交所发布创业板关注函

2020年3月25日，公司收到深交所出具的《关于对广州市香雪制药股份有限公司的关注函》（创业板关注函〔2020〕第155号），关注函对公司2017年3月出具1.2亿元现金保函解除诉讼财产保全和2020年非公开发行股票的事项进行了关注，公司于2020年3月31日进行了回复。

(5) 深交所关于对广州市香雪制药股份有限公司的监管函

2019年6月11日，深交所创业板公司管理部对公司违反《创业板股票上市规则（2018年11月修订）》第1.4条、第2.1条、第2.4条、第11.3.4条规定给予提醒，上市公司必须按照国家法律、法规和《创业板股票上市规则（2018年11月修订）》，认真和及时地履行信息披露义务。

5. 经营关注

(1) 中药材价格波动的风险

公司中药饮片和中药材贸易业务是公司主要业务板块，对中药材的需求量较大，受市场供求、种植面积增减、产量丰欠、气候变化、自然灾害、人为炒作等多个因素影响，中药材价格会存在一定的波动，原材料价格的变动将直接影响产品成本的变动，若未来对部分中药材的价格走势研判失误，公司的经营业绩可能会受到不利影响。

(2) 药品降价风险

随着药品价格改革、医疗保险制度改革的深入以及其他政策、法规的调整或出台，公司产品的价格可能会因此降低；公司出于进一步扩大市场份额等因素的考虑，可能对部分产品价格进行主动下调；另外，随着医药产品市场竞争的进一步加剧，医院药品招投标方式采购的进一步推广，也可能导致公司产品价格下降。

(3) 管理跨度加大带来的管理风险

公司设立、对外投资的控股及参股公司分布于香港、广东、四川、重庆、湖北、云南、安徽、宁夏、山西、吉林等省、市、自治区，经营业务扩展到中药材种植、医药流通、保健品等领域。随着公司业务规模的进一步扩张，公司若不能及时调整和优化管理结构，将可能面临管理失效、运营安全难以保障的风险。

6. 未来发展

公司战略结合了自身比较优势和当前行业环境，有利于支持公司的可持续发展。

公司积极建立上游中药材种植基地，投资下游医药流通企业，不断扩大销售区域，目前已形成“中药材种植—中药饮片生产—中成药制造—医药流通—新药研制”的“医药大健康产业链”的产业布局。

公司以中药现代化为发展方向，坚持内生性增长、外延性拓展、商业模式创新和前沿领先技术四轮驱动的发展战略，不断提升企业核心竞争力。自药品分类管理实施以来，我国非处方药市场发展迅速，随着人们健康知识水平的提高和预防保健观念的变化，居民对自身轻微疾病和慢性病的预防和康复更加重视，中成药销售比例在非处方药品市场中占较大优势，未来将继续呈快速发展态势。

未来，公司将继续稳步推进中药板块业务发展，聚焦主业，通过整合现有的先进技术，依托合作医疗机构，协同三甲医院，开展细胞临床科研合作，搭建精准诊断和精准治疗中心。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年财务报告已经立信审计，审计结论为保留意见，立信认为无法就关联方资金往来披露的完整性以及若干笔大额资金往来的商业实质获取充分、适当的审计证据，这些事项对财务报表可能产生的影响重大，但不具有广泛性。2020 年 1—3 月合并财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

审计报告中涉及“形成保留意见的基础”的主要内容所述：①2019 年 7 月至 12 月期间，香雪制药控股股东昆仑投资与香雪制药发生多笔大额资金往来，累计发生额 7.24 亿元，期末余额为零。香雪制药未按规定就上述关联方交易履行必要的审批程序和披露义务。立信实施审计程序后，仍无法确定香雪制药 2019 年度关联方资金往来披露是否完整；②2019 年 10 月 31 日，香雪制药收到科学城（广州）投资集团有限公司（以下简称“科学城”）支付的 3 亿元款项。2019 年 12 月 31 日，香雪制药向浙江大福千通商贸有限公司（以下简称“大福千通”）支付 3 亿元款项。香雪制药对上述资金往来的会计处理与相关支持性文件存在差异。立信实施了检查、函证、访谈等审计程序后，仍无法对上述资金往来的商业实质获取充分、适当的审计证据；③2019 年 12 月 31 日，香雪制药向富润惠德文化发展（北京）有限公司（以下简称“富润惠德”）支付四笔资金合计 1.07 亿元，冲抵了应付陕西龙祥实业发展有限公司、广州恒舜进出口贸易有限公司、广东尚春堂药业有限公司和启德酒店的款项。立信实施了审计程序后，仍无法判断上述资金往来的商业实质。

2020 年 5 月 29 日，公司收到了深交所创业板公司管理部发出的《关于对广州市香雪制药股份有限公司的年报问询函》（创业板年报问询函（2020）第 380 号），并于 2020 年 6 月 6 日对 2019 年年度报告等相关事项进行了说明回复。

合并范围变更方面，2019 年，公司合并范围新增 2 家全资子公司及 3 家全资孙公司，股权出售方式处置一家子公司，公司合并范围变化不大，财务可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 80.58 亿元，负债合计 39.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 41.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 34.92 亿元。2019 年，公司实现营业收入 27.86 亿元，净利润（含少数股东损益）1.30 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.83 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.00 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 95.56 亿元，负债合计 53.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 42.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 35.82 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.98 亿元，净利润（含少数股东损益）0.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.87 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模较上年有所下降，仍以非流动资产为主；公司流动资产中货币资金有所下降，非流动资产中在建工程增长较快；公司资产受限规模一般，整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额为 80.58 亿元，较年初下降 6.58%，主要系流动资产下降所致。其中，流动资产占 33.47%，非流动资产占 66.53%，公司资产以非流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产为 26.97 亿元，较年初下降 31.18%，主要系其他应收款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 18.38%）、应收账款（占 35.13%）和存货（占 28.05%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 4.96 亿元，较年初下降 23.75%，主要系偿还到期债务银行存

款减少所致；货币资金中有1.62亿元受限资金，受限比例为32.66%，主要为保证金，受限比例较高。

截至2019年底，公司应收账款为9.47亿元，较年初增长13.36%，主要系销售额增长所致。从应收账款余额的账龄来看，以1年以内为主（占91.39%）；公司累计计提坏账准备0.64亿元；从应收账款余额集中度看，公司应收账款前五大欠款方占比为18.15%，集中度一般。公司应收账款金额较大，对资金造成一定占用，存在一定的回收风险。

截至2019年底，公司存货为7.56亿元，较年初增长28.19%，主要系开发成本增加所致。存货主要由原材料（占23.38%）、库存商品（占49.76%）、在产品（占5.15%）和发出商品（占6.56%）构成，累计计提跌价准备85.23万元。

截至2019年底，公司非流动资产为53.61亿元，较年初增长13.90%，主要系在建工程增长所致；公司非流动资产主要由固定资产（占35.84%）、在建工程（占25.59%）、无形资产（占10.84%）和商誉（占11.69%）构成。

截至2019年底，公司固定资产为19.21亿元，较年初增长3.58%。固定资产主要由房屋及建筑物（占77.62%）和机器设备（占19.92%）构成，累计计提折旧6.49亿元；固定资产成新率为75.66%，成新率尚可。

截至2019年底，公司在建工程为13.72亿元，较年初增长65.67%，主要系公司加大对宁夏六盘山绿色中药产业园、五华生物医药产业园和广东汕尾产业园等基地建设投入所致。

截至2019年底，公司无形资产为5.81亿元，较年初下降15.46%，主要系公司出售广州香雪空港跨境物联有限公司，合并范围变更土地使用权减少所致。公司无形资产账面价值主要由土地使用权（占59.52%）、专利（占14.42%）和非专利技术（占25.41%）构成，累计摊销1.22亿元。

截至2019年底，公司商誉为6.27亿元，较年初下降2.80%，公司对广州香雪优诺生物科技发展有限公司、广东高迅医用导管有限公司、广州营元食品有限公司、北京英默生物科技有限公司共计提商誉减值准备352.55万元。

截至2019年底，公司受限资产合计10.83亿元，主要为受限货币资金1.62亿元（占14.96%）、受限固定资产5.05亿元（占46.63%）和受限在建工程3.48亿元（占32.13%）；受限资产占资产总额比重为13.44%，受限资产占比一般。

截至2020年3月底，公司资产总额为95.56亿元，较年初增长18.59%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占41.48%，非流动资产占58.52%。公司资产结构相对均衡，流动资产较年初占比上升较快。截至2020年3月底，公司货币资金为12.29亿元，较年初增长147.99%，主要系公司参与新冠疫情防疫物资生产制造增加运营资金所致。截至2020年3月底，公司存货10.22亿元，较年初增长35.11%，主要系公司防疫产品和有关材料采购储备增加所致。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至2019年底，公司负债规模较上年底有所下降，仍以流动负债为主；整体债务规模有所下降。截至2020年3月底，公司短期借款增加，公司债务负担有所上升，债务负担较重。

截至2019年底，公司负债总额为39.43亿元，较年初下降14.53%，主要系一年内到期的非流动负债及应付债券减少所致。其中，流动负债占72.43%，非流动负债占27.57%。公司负债仍以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债为28.56亿元，较年初下降11.37%，主要系一年内到期的非流动

负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占49.47%）、应付账款（占20.02%）、其他应付款（占9.17%）和一年内到期的非流动负债（占11.59%）构成。

截至2019年底，公司短期借款为14.13亿元，较年初下降3.43%；短期借款主要由抵押借款（占46.08%）和保证借款（占34.04%）构成。

截至2019年底，公司应付账款为5.72亿元，较年初增长32.55%，主要系公司订单增加采购规模扩大所致，应付账款账龄以1年以内（占92.89%）为主。

截至2019年底，公司其他应付款为2.62亿元，较年初下降6.81%，主要系公司归还湖北青松逾越医药投资有限公司账款所致。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债为3.31亿元，较年初下降61.17%，主要系公司偿还一年内到期的长期借款所致。

截至2019年底，公司非流动负债为10.87亿元，较年初下降21.86%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占39.97%）、应付债券（占46.35%）、长期应付款（占5.77%）和递延收益（占7.91%）构成。

截至2019年底，公司长期借款为4.34亿元，较年初增长104.71%，主要系公司偿还债务及优化债务结构增加借款所致；长期借款主要由抵押借款（占61.42%）和质押借款（占28.35%）构成。

截至2019年底，公司应付债券为5.04亿元，较年初下降54.04%，主要系公司“17制药01”债券实施回售所致。

截至2019年底，公司长期应付款为0.63亿元，较年初增长566.82%，主要系南药省级现代农业产业园建设项目课题经费专项应付款增加所致。

截至2019年底，公司递延收益为0.86亿元，较年初增长46.82%，主要系公司收到中药资源基地项目政府资助增加所致。

截至2019年底，公司全部债务为28.18亿元，较年初下降22.67%，长期债务和短期债务均有所下降。其中，短期债务占66.71%，长期债务占33.29%，仍以短期债务为主。短期债务为18.80亿元，较年初下降19.52%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。长期债务为9.38亿元，较年初下降28.29%，主要系应付债券减少所致。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48.93%、40.65%和18.57%，较年初分别下降4.55个百分点、下降6.95个百分点和下降6.03个百分点。公司债务负担有所减轻。

截至2020年3月底，公司负债总额为53.50亿元，较年初增长35.67%，主要系短期借款大幅增长所致。其中，流动负债占79.21%，非流动负债占20.79%，以流动负债为主。截至2020年3月底，公司全部债务为41.06亿元，较年初增长45.69%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务为31.42亿元（占76.53%），较年初增长67.14%，主要系公司相关防疫产品市场需求剧增，向金融机构申请抗疫贷款增加所致。长期债务为9.64亿元（占23.47%），较年初增长2.70%。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55.98%、49.39%和18.64%，较年初分别上升7.05个百分点、8.75个百分点和0.07个百分点，债务负担有所加重。

（2）所有者权益

截至2019年底，公司所有者权益规模有所增长，所有者权益稳定性较好。

截至2019年底，公司所有者权益合计41.15亿元，较年初增长2.56%，其中归属于母公司所有者权益为34.92亿元，主要由股本（占18.94%）、资本公积（占59.89%）和未分配利润（占20.14%）构成。所有者权益结构稳定性较好。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计42.07亿元，较年初增长2.22%，所有者权益结构较年

初变动较小。

4. 盈利能力

2019年，公司营业收入有所增长，期间费用对利润仍然存在侵蚀，利润对投资收益和其他收益依赖程度较高，整体盈利能力一般。

2019年，公司实现营业收入27.86亿元，较上年增长11.26%；净利润1.30亿元，较上年增长47.31%，主要系公司中药制造板块销售收入增加所致。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为8.32亿元，较上年增长4.82%。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47.49%、26.78%、7.36%和18.37%，以销售费用为主。其中，销售费用为3.95亿元，较上年增长5.90%；管理费用为2.23亿元，较上年下降0.63%；研发费用为0.61亿元，较上年增长58.44%，主要系公司加大对主营中成药与中药饮片等方向研发投入力度所致；财务费用为1.53亿元，较上年下降3.13%。2019年，公司费用收入比为29.87%，较上年下降1.84个百分点，公司费用控制能力有所提升，但费用对利润的侵蚀仍然明显。

从非经常性损益看，2019年，公司实现投资收益为0.56亿元，较上年变化不大，投资收益占营业利润比重为48.38%，对利润贡献较大；其他收益为0.35亿元，较上年变化不大，其他收益占营业利润比重为30.29%，对营业利润影响较大，公司利润对投资收益和其他收益依赖程度较高。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为30.89%，较上年下降4.83个百分点。2019年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.84%、3.26%和3.19%，较上年分别上升0.89个百分点、0.37个百分点和0.96个百分点。公司各盈利指标有所提高。

2020年1—3月，公司实现营业收入7.98亿元，较上年同期增长22.19%；净利润0.82亿元，较上年同期增长87.94%，主要系公司疫情防控药品及用品的销量实现大幅增长所致。

5. 现金流

2019年，公司经营活动现金流净流入规模有所缩减，往来款支出规模较大，收入实现质量尚可；通过收回借出款项和收缩投资，公司投资活动现金流量净额大幅增长；公司仍然存在较大的对外融资需求。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入量为35.07亿元，较上年增长38.85%，其中收到的其他与经营活动有关的现金为8.53亿元，较上年增长4.93倍，主要为往来款（占84.39%）；经营活动现金流出量为34.24亿元，较上年增长40.64%，其中支付其他与经营活动有关的现金为10.29亿元，较上年增长147.50%，主要为往来款（占70.82%）。综上，2019年，公司经营活动现金净流入量为0.83亿元，较上年下降9.01%。2019年，公司现金收入比为94.81%，较上年上升0.11个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为20.17亿元，较上年增长13.19%，其中收到其他与投资活动有关的现金为17.32亿元，较上年增长261.78%，主要系借款收回增加所致；投资活动现金流出量为11.69亿元，较上年下降25.19%，其中支付其他与投资活动有关的现金为2.55亿元，较上年下降74.76%，主要是借出款项收回所致。综上，2019年，公司投资活动现金净流入量为8.48亿元，较上年增长286.17%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为35.34亿元，较上年增长77.83%，主要系取得借款增长及收到其他与筹资活动有关的现金增加所致，其中收到其他与筹资活动有关的现金为13.79亿元，较上年增长8.46倍，主要系借入款项新增12.42亿元；筹资活动现金流出量为45.66

亿元，较上年增长66.33%，主要系偿还债务和支付其他与筹资活动有关的现金增加所致，其中支付其他与筹资活动有关的现金为12.72亿元，较上年增长6.59倍，主要系偿还借款增加所致。综上，2019年，公司筹资活动现金净流出量为10.31亿元，较上年增长36.17%。

2020年1—3月，公司经营活动现金净流出量为4.34亿元，投资活动现金净流出量为1.50亿元，筹资活动现金净流入量为12.71亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力有待提高，整体偿债能力略有下降；公司作为被告涉案金额较大，存在一定的或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率由上年的1.22倍下降至0.94倍；速动比率由上年的1.03倍下降至0.68倍；公司现金短期债务比为0.32倍，较上年不变。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3.94亿元，较上年增长2.99%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占22.46%）、摊销（占8.49%）、计入财务费用的利息支出（占38.28%）、利润总额（占30.78%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的2.03倍下降至2.00倍，EBITDA对利息的覆盖程度尚可；公司EBITDA全部债务比由上年的0.10倍上升至0.14倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力有待提高。

截至2020年3月底，公司本部共获得国内主要商业银行及其他金融机构总授信额度33.70亿元，未使用授信额度5.99亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2019年底，公司无对外担保事项。

截至2020年6月底，公司重大未决诉讼涉案金额34,000.00万元，目前在等待法院的判决，诉讼结果不确定，若判决结果判定为公司败诉，则会对公司将产生不利影响，公司存在一定或有负债风险。

表7 重大诉讼情况（单位：万元）

诉讼情况	涉案金额	诉讼进展	诉讼审理结果及影响
康享有限公司投资权益受损，被告为启德酒店、公司、胡镇坤、祥祺控股集团有限公司、陈红天	30,000.00	法院已开庭审理	目前在等待法院的判决
深圳市南岳资产管理有限公司因增资事项对公司提起诉讼	4,000.00	法院在二审中，暂未判决	目前在等待法院的判决，诉讼结果不确定
合计	34,000.00	--	--

资料来源：公司年报

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440000633210884T），截至2020年5月25日，公司本部未结清贷款信息中不存在关注类和不良类信息。

7. 公司本部财务概况

截至2019年底，公司本部资产规模较年初有所增长，以非流动资产为主；负债规模有所下降，债务负担较轻；所有者权益结构稳定性较好。2019年，公司本部收入贡献大，利润主要来自投资收益，经营活动现金流和投资活动现金流均为净流入状态。

截至2019年底，公司本部资产总额为57.70亿元，较年初下降17.98%。其中，流动资产为15.33亿元（占26.57%），非流动资产为42.37亿元（占73.43%）。从构成看，流动资产主要由货

币资金(占 12.13%)和其他应收款(占 64.58%)构成,非流动资产主要由长期股权投资(占 51.58%)、固定资产(占 27.83%)、在建工程(占 8.39%)和无形资产(占 5.84%)构成。

截至 2019 年底,公司本部负债总额为 26.13 亿元,较年初下降 33.73%。其中,流动负债为 19.47 亿元(占 74.49%),非流动负债为 6.67 亿元(占 25.51%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占 65.34%)、其他应付款(占 15.16%)和一年内到期的非流动负债(占 14.42%)构成,非流动负债主要由长期借款(占 19.20%)和应付债券(占 75.57%)构成。公司本部 2019 年资产负债率为 45.29%,较年初下降 10.76 个百分点。

截至 2019 年底,公司本部所有者权益为 31.57 亿元,较年初增长 2.11%。其中,股本为 6.61 亿元(占 20.95%)、资本公积为 21.05 亿元(占 66.67%)、未分配利润为 3.61 亿元(占 11.43%)、盈余公积为 1.01 亿元(占 3.21%),所有者权益结构稳定性较好。

2019 年,公司本部营业收入为 6.26 亿元,净利润为 0.85 亿元,利润主要来自于投资收益。

2019 年,公司本部经营活动产生的现金流量净额为 0.23 亿元;投资活动产生的现金流量净额为 0.54 亿元;筹资活动产生的现金流量净额为-1.33 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看,截至 2019 年底,公司现金类资产为 5.92 亿元,为“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”待偿本金(6.65 亿元)的 0.89 倍,公司现金类资产对“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”的覆盖程度尚可;截至 2019 年底,公司净资产为 41.15 亿元,为“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”待偿本金(6.65 亿元)的 6.19 倍,公司净资产对“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”待偿本金的覆盖程度较高。

从盈利情况来看,2019 年,公司 EBITDA 为 3.94 亿元,为“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”待偿本金(6.65 亿元)的 0.59 倍,公司 EBITDA 对“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看,2019 年,公司经营活动产生的现金流入为 35.07 亿元,为“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”待偿本金(6.65 亿元)的 5.27 倍,公司经营活动产生的现金流入对“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”的覆盖程度较高。

综上分析,跟踪期内,公司对“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”的偿还能力较强。

八、债权保护条款分析

广东再担保对“17 制药 02”和“18 制药 01”提供全额无条件不可撤销连带责任担保;高新投对“17 制药 01”提供全额无条件不可撤销连带责任担保;

1. 担保人广东再担保信用分析

(1) 广东再担保概况

广东再担保成立于 2009 年 2 月,前身是广东省中小企业信用再担保有限公司,是由广东粤财投资控股有限公司(以下简称“粤财控股”)代表广东省政府全额出资成立的省级再担保公司,初始注册资本 20.00 亿元。2011 年,广东省中小企业信用再担保有限公司更名为现名。后经过多次增资,截至 2019 年 9 月底,广东再担保注册资本达到 60.60 亿元,由粤财控股全资持有,实际控制人为广东省人民政府。

截至 2018 年底，广东再担保资产总额 84.25 亿元，其中货币资金 44.64 亿元；负债总额 12.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 71.65 亿元，其中归属母公司所有者权益为 64.91 亿元；期末担保余额 547.36 亿元，担保责任余额 225.31 亿元。2018 年，广东再担保实现营业收入 4.04 亿元，实现净利润（含少数股东损益）1.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.44 亿元；经营活动现金流量净额-4.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.04 亿元，期末现金及现金等价物余额 38.86 亿元。

截至 2019 年 9 月底，广东再担保资产总额 86.13 亿元，其中货币资金 49.07 亿元；负债总额 14.23 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）71.90 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 65.06 亿元；广东再担保期末担保余额 566.29 亿元，期末担保责任余额 231.01 亿元。2019 年 1—9 月，广东再担保实现营业收入 2.94 亿元，实现净利润（含少数股东损益）1.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.11 亿元；经营活动现金流量净额 2.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.44 亿元，期末现金及现金等价物余额 49.07 亿元。

广东再担保注册地址：广东省广州市越秀区东风中路 481 号粤财大厦 12 楼；法定代表人：刘祖前。

（2）广东再担保经营分析

2016—2018 年，广东再担保营业收入主要来源于担保费收入和投资收益，受担保费收入波动下降和投资收益下降的影响，营业收入呈下降趋势；广东再担保利用自有资金进行投资活动，投资收益有所下降，投资收益易受市场波动影响，需关注投资收益的稳定性。

广东再担保主要从事再担保业务和直保业务两大类。其中，再担保业务主要包括机构再担保、产品再担保和项目再担保；直保业务包括融资性担保和非融资性担保，其中融资性担保业务主要包括债券担保、结构性履约担保和银行贷款担保等业务，非融资性担保主要包括保函担保和诉讼担保等业务。

从经营业绩来看，2016—2018 年，广东再担保营业收入年均复合下降 9.64%，2017 年广东再担保实现营业收入 4.69 亿元，同比下降 5.17%，主要系投资收益下降所致；2018 年，广东再担保实现营业收入 4.04 亿元，同比下降 13.90%，主要系担保费收入有所下降所致。同期广东再担保实现净利润分别为 2.70 亿元、3.85 亿元和 1.59 亿元，年均复合下降 23.34%，2017 年，广东再担保净利润 3.85 亿元，同比增长 42.74%，主要系广东再担保冲回提取担保准备金所致；2018 年，广东再担保净利润 1.59 亿元，同比下降 58.83%，主要系广东再担保担保费收入减少以及提取担保赔偿准备金的规模增加所致。

从收入构成来看，广东再担保收入主要来源于担保费收入和投资收益。2016—2018 年，广东再担保担保费收入年均复合下降 8.60%；2018 年广东再担保实现担保费收入 1.56 亿元，同比减少 29.60%，主要系广东再担保直保业务落地项目减少所致；担保费收入占广东再担保营业收入的比重分别为 37.85%、47.36%和 38.72%，有所波动。广东再担保利息净收入来自于银行存款，2016—2018 年，广东再担保利息净收入持续增长，年均复合增长 8.60%，2017 年利息净收入 0.71 亿元，同比增长 11.01%；2018 年利息净收入 0.76 亿元，同比增长 6.25%；利息净收入占营业收入的比重分别为 12.97%、15.18%和 18.73%，占比呈持续上升态势。广东再担保投资收益主要来源于自有资金投资于信托产品、债权产品和银行理财产品产生的投资收益，2016—2018 年，广东再担保投资收益年均复合下降 17.18%，2017 年广东再担保实现投资收益 1.68 亿元，同比下降 30.01%，主要系广东再担保投资规模减少所致；2018 年实现投资收益 1.65 亿元，同比下降 1.98%，较上年底变动不大；投资收益占营业收入比重分别为 48.56%、35.83%和 40.79%，呈波动下降趋势，投

资收益对广东再担保营业收入的贡献度高。

2019年1—9月，广东再担保实现营业收入2.94亿元，同比增长4.76%。其中，担保费收入1.24亿元，占营业收入的比重为42.20%，较年初上升3.48个百分点；利息净收入0.96亿元，占营业收入的比重为32.56%，较年初上升13.83个百分点；投资收益0.73亿元，占营业收入的比重为24.62%，较年初下降16.17个百分点，主要系广东再担保银行存款规模有所增加和缩减投资规模所致。2019年1—9月，广东再担保实现净利润1.21亿元，同比下降7.17%，广东再担保营业收入和净利润反向变动主要系当期广东再担保提取未到期担保责任准备金规模增加导致营业支出有所增加所致。

表8 广东再担保营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	1.87	37.85	2.22	47.36	1.56	38.72	1.24	42.20
利息净收入	0.64	12.97	0.71	15.18	0.76	18.73	0.96	32.56
投资收益	2.40	48.56	1.68	35.83	1.65	40.79	0.73	24.62
其他业务收入	0.03	0.63	0.08	1.63	0.05	1.25	0.02	0.55
其他收益	--	--	--	--	0.02	0.49	0.002	0.07
合计	4.94	100.00	4.69	100.00	4.04	100.00	2.94	100.00

资料来源：广东再担保提供

（3）广东再担保财务分析

广东再担保根据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》《金融企业财务规则》和《融资性担保公司管理暂行办法》等法律法规及相关规定的要求，制订了财务管理基本制度和会计核算方法。广东再担保2016年度的财务报表经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017—2018年度的财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计，以上会计师事务所均出具了无保留意见的审计结论。2019年1—9月财务报表未经审计。2016—2017年财务数据取自2017—2018年审计报告期初数，2018年及2019年1—9月财务数据为期末数据。

2017年，广东再担保财务合并范围减少了广东粤财网联小额贷款股份有限公司和广东粤财股权众筹股份有限公司，两家公司资产规模和营业收入较小，对广东再担保财务数据影响较小。会计政策变更对财务数据可比性影响较小，因此广东再担保财务数据可比性较强。

截至2018年底，广东再担保资产总额84.25亿元，其中货币资金44.64亿元；负债总额12.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计71.65亿元，其中归属母公司所有者权益为64.91亿元；广东再担保担保余额547.36亿元，期末担保责任余额225.31亿元。2018年，广东再担保实现营业收入4.04亿元，实现净利润（含少数股东损益）1.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.44亿元；经营活动现金流量净额-4.40亿元，现金及现金等价物净增加额16.04亿元，期末现金及现金等价物余额38.86亿元。

截至2019年9月底，广东再担保资产总额86.13亿元，其中货币资金49.07亿元；负债总额14.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计71.90亿元，其中归属于母公司的所有者权益为65.06亿元；广东再担保担保余额566.29亿元，期末担保责任余额231.01亿元。2019年1—9月，广东再担保实现营业收入2.94亿元，实现净利润（含少数股东损益）1.21亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.11亿元；经营活动现金流量净额2.06亿元，现金及现金等价物净增加额4.44亿元，期末现金及现金等价物余额49.07亿元。

①资金来源

广东再担保运营资金主要来源于自有资金，所有者稳定性较好，负债水平很低。

目前，广东再担保可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2016—2018年，广东再担保股东权益年均复合增长1.75%，近三年股东权益小幅波动，整体变化不大。截至2018年底，广东再担保所有者权益71.65亿元，较年初下降1.99%；其中归属于母公司所有者权益占比90.59%。归属于母公司所有者权益中，实收资本60.60亿元，占比为93.37%，所有者权益稳定性较好。截至2018年底，广东再担保负债权益比为17.58%，即广东再担保的资金来源主要为资本金。利润分配方面，2016—2018年，广东再担保现金分红分别为1.84亿元、1.43亿元和2.79亿元，分别占上年度归属于母公司的净利润的86.37%、53.43%和75.02%，分红力度较大，利润留存对广东再担保权益的积累贡献一般。

负债方面，2016—2018年，广东再担保负债总额逐年增长，年均复合增长7.96%，截至2018年底，广东再担保负债合计12.60亿元，较上年底增长9.86%，以其他应付款（占比45.24%）、担保赔偿准备金（占比38.43%）和未到期责任准备金（占比6.46%）为主。2016—2018年，广东再担保其他应付款年均复合下降1.20%，变化不大。截至2018年底，广东再担保其他应付款5.70亿元，较年初增长0.62%。其他应付款主要系广东省中小企业信用担保代偿补偿资金5.00亿元（其中中央财政出资3.00亿元，地方出资2.00亿元）和广东省企业债券省级风险缓释基金0.50亿元，委托广东再担保负责日常运营管理，专门为担保机构扶持小微企业提供担保补偿。2016—2018年，广东再担保担保赔偿准备金年均复合增长25.70%，截至2018年底，广东再担保担保赔偿准备金4.84亿元，较上年底增长33.29%，担保赔偿准备金按照担保责任余额1%比例差额计提，计提充分。广东再担保按当年担保费收入的50%比例计提未到期责任准备金，2016—2018年，广东再担保未到期责任准备金年均复合下降6.74%，其中2017年底未到期责任准备金1.11亿元，较2016年底增长18.89%；截至2018年底，未到期责任准备金0.81亿元，较上年底下降26.84%，近两年未到期责任准备金波动主要系广东再担保担保费收入波动所致。2016—2018年，广东再担保实际资产负债率分别为8.51%、7.95%和8.24%，整体负债规模较小，负债水平很低。

截至2019年9月底，广东再担保所有者权益71.90亿元，较年初基本持平，构成变化不大。截至2019年9月底，广东再担保负债合计14.23亿元，较上年底增长12.96%，以担保赔偿准备金（占比34.37%）、未到期担保责任准备金（占比10.27%）和其他负债（占比43.95%）为主。

②资产质量

广东再担保资产质量较好，以货币资金为主，资产流动性好。

2016—2018年，广东再担保资产总额年均复合增长2.61%，截至2018年底，广东再担保资产总额为84.25亿元，较上年底下降0.38%，主要由货币资金（占比52.98%）、其他流动资产（占比16.83%）、其他非流动资产（占比9.97%）、应收代偿款（占比6.97%）和长期股权投资（占比5.51%）组成。

2016—2018年，广东再担保货币资金呈增长趋势，三年复合增长76.65%，主要系《融资担保监督管理条例》及《资产比例管理办法》的影响，逐步赎回了购买的部分信托计划（属于III级资产）所致。未来，广东再担保主要将资金配置于可随时赎回或三个月内到期的商业银行理财产品以及AAA等级债券等I级资产，在保证资金安全的前提下，提高广东再担保的资金收益率。2018年底，广东再担保货币资金为44.64亿元，较2017年底增长56.26%；其中受限资金5.78亿元，占比12.94%，受限资金主要为中小企业信用担保代偿补偿资金（5.00亿元）、用于补偿网络银行业务可能出现的信贷损失而建立的风险池专户（0.12亿元）和广东省企业债券省级风险缓释基金

(0.50 亿元)。广东再担保其他流动资产以信托产品、债权产品和银行理财产品的投资为主，近三年，其他流动资产逐年下降，年均复合下降 49.37%，截至 2018 年底，其他流动资产 14.18 亿元，较上年底下降 66.25%，主要是广东再担保信托投资规模下降所致，其中信托产品占比 59.84%，主要标的为“粤财信托·增值易 11 号开放式单一资金信托”，信托产品大部分采取了风险缓释措施，主要包括资产抵押、股票质押、第三方保证等，整体风险可控。截至 2018 年底，广东再担保新增其他非流动资产 8.40 亿元。其中，代管投资款 0.20 亿元，为廉江市经济信息化和科技局委托广东再担保的子公司粤财普惠金融（湛江）融资担保股份有限公司进行股权投资与管理，广东再担保只按期代收托管费，不承担投资收益和风险；其余 8.20 亿元为理财产品；其中广金直融珠海港 1 号投资 5.00 亿元，广州金交华发园林 2 号理财产品投资 3.20 亿元。近三年，广东再担保长期股权投资三年复合下降 7.70%，截至 2017 年底，广东再担保长期股权投资 4.61 亿元，同比下降 15.35%，主要系广东再担保对联营企业撤出投资所致，投资企业数量由 8 家减少至 3 家；截至 2018 年底，广东再担保长期股权投资 4.64 亿元，较上年底增长 0.66%，系广东再担保对联营企业广东中小企业股权投资基金有限公司增加投资所致。近三年，广东再担保应收代偿款年均复合增长 260.17%，截至 2018 年底，广东再担保应收代偿款 5.87 亿元，较上年底增加 5.10 亿元，主要系广东再担保 2018 年当期代偿 5.24 亿元所致。

截至 2019 年 9 月底，广东再担保资产合计 86.13 亿元，规模及构成均较年初变化不大。

③盈利能力

2016—2018 年，受投资收益和担保费收入下降的影响，广东再担保盈利能力有所下降，整体处于适中水平。

广东再担保的营业收入主要来源于担保费收入和投资收益。2016—2018 年，广东再担保营业收入复合下降 9.64%，主要系担保收入和投资收益下降所致。2018 年，广东再担保实现担保费收入 1.56 亿元，同比下降 29.60%，主要系广东再担保直保业务落地项目减少所致；2018 年，广东再担保实现投资收益 1.65 亿元，同比下降 1.98%，同比变化不大。

广东再担保的营业支出主要由提取担保赔偿准备和业务及管理费构成。广东再担保按担保责任余额的 1% 的比例差额计提担保赔偿准备，2016—2018 年，广东再担保提取担保赔偿准备金波动增长，年均复合增长率 11.91%，2017 年，广东再担保提取担保赔偿准备 1.43 亿元，主要系广东再担保冲回提取担保准备金所致；2018 年，广东再担保提取担保赔偿准备 1.21 亿元，主要系 2018 年广东再担保当期代偿额大幅增加，对部分担保项目按风险情况单独补充计提所致。

2016—2018 年，广东再担保业务及管理费逐年增长，年均复合增长 28.62%。2017 年，广东再担保业务及管理费 0.76 亿元，同比增长 45.23%，主要系广东再担保参控股的地市公司开始起步运营，各项费用开支增加所致；2018 年广东再担保业务及管理费成本 0.87 亿元，同比增长 13.92%，系广东再担保参控股地市公司全面运营，费用进一步增加所致。

2016—2018 年，广东再担保净利润年均复合下降 23.34%，2018 年广东再担保实现净利润 1.59 亿元，较上年大幅下降 58.83%，主要系营业收入下降以及提取担保赔偿准备金的规模大幅增加所致。

从盈利能力指标来看，2016—2018 年，广东再担保总资产收益率分别为 3.77%、4.68% 和 1.88%，净资产收益率分别为 4.39%、5.42% 和 2.19%，两者与广东再担保净利润的波动趋势基本一致，广东再担保盈利能力有所下降，但仍属行业正常水平。

近三年，担保费对收入贡献率分别为 37.85%、47.36% 和 38.72%，广东再担保担保费收入对收入贡献度波动增长；担保赔付率分别为 0.00%、18.14% 和 334.92%，受当期代偿额增加所致，

广东再担保担保赔付率有所增长，2018年广东再担保担保赔付率大幅上升，主要系当期担保代偿额大幅增加所致。

2019年1—9月，广东再担保实现营业收入2.94亿元，同比增长4.76%，主要系担保业务规模增加所致；实现净利润1.21亿元，同比下降7.17%，广东再担保营业收入和净利润反向变动主要系广东再担保提取未到期担保责任准备金的规模增加导致营业支出有所增加所致。

④现金流

2016—2018年，广东再担保现金流表现为净流入，主要系投资收回的现金流逐年增大，广东再担保整体流动性充足。

2016—2018年，广东再担保经营活动产生的现金流量净额分别为-0.61亿元、0.60亿元和-4.40亿元。2017年经营性现金流由净流出转为净流入，主要系2016年将广东再担保配套出资的2亿元代偿补偿资金转入受托管理账户所致；2018年经营性现金流由净流入转为净流出，主要系广东再担保2018年当期代偿5.24亿元所致。

2016—2018年，广东再担保投资活动产生的现金流量净额分别为-15.14亿元、13.22亿元和23.44亿元，2017年开始由净流出转为净流入，主要系广东再担保投资收回本金增加所致。

2016—2018年，广东再担保筹资性现金净流量分别为13.22亿元、0.37亿元和-3.00亿元。2017年，广东再担保筹资性现金流净流入大幅下降，主要系2016年广东再担保增资及和其他股东合资设立参控股地市公司，而2017年广东再担保未增资所致；2018年广东再担保筹资性现金流由净流入转为净流出，主要系2018年广东再担保吸收投资的现金减少、支付股利的现金增加所致。

表9 广东再担保现金流情况(单位: 亿元)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
经营性现金流量净额	-0.61	0.60	-4.40	2.06
投资性现金流量净额	-15.14	13.22	23.44	3.33
筹资性现金流量净额	13.22	0.37	-3.00	-0.96
现金及现金等价物净增加额	-2.53	14.19	16.04	4.44
期末现金及现金等价物余额	8.63	22.82	38.86	49.07

资料来源：广东再担保财务报告

2019年1—9月，经营性现金流量净额为2.06亿元，投资性现金流量净额为3.33亿元，筹资性现金流量净额为-0.96亿元，现金及现金等价物净增加额为4.44亿元。

⑤资本充足性和代偿能力

2016-2018年，受股东增资和利润留存的影响，广东再担保净资产规模有所增长，可快速变现资产规模较大，资本充足性较高，整体代偿能力极强。

资本充足性和代偿能力方面，2016—2018年，广东再担保净资产复合增长1.75%；截至2018年底，广东再担保净资产为71.65亿元，较年初略有下降。近三年，广东再担保可快速变现资产分别为8.64亿元、27.17亿元和38.86亿元，年均复合增长112.08%，可快速变现资产/期末担保责任余额分别为4.43%、14.10%和17.25%，可快速变现资产对期末担保责任余额的覆盖水平持续上升。近三年，广东再担保代偿准备金率分别为0.00%、6.69%和73.93%，代偿准备金率呈持续上升趋势，2018年，代偿准备金率大幅上升，主要系广东再担保当期担保代偿额大幅增加所致。广东再担保拨备覆盖率分别为883.90%、777.43%和120.64%，呈持续下降态势，但整体代偿能力仍属极强。

表 10 广东再担保资本充足性及代偿能力（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
净资产	69.21	73.10	71.65	71.90
可快速变现资产	8.64	27.17	38.86	--
拨备覆盖率	883.90	777.43	120.64	133.47
担保准备金	4.00	6.02	7.08	7.75
代偿准备金率	0.00	6.69	73.93	0.00
可快速变现资产/期末担保责任余额	4.43	14.10	17.25	--

资料来源：广东再担保提供，联合评级整理

截至 2019 年 9 月底，广东再担保净资产 71.90 亿元，较年初略有增长；拨备覆盖率 133.47%，较年初上升 12.83 个百分点；担保赔偿准备金 7.75 亿元，较年初上升 9.39%。

根据人民银行企业信用报告显示，截至 2019 年 9 月 5 日，广东再担保本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

（4）担保效果评价

从担保效果来看，以 2019 年 9 月底广东再担保财务数据测算，“17 制药 02”和“18 制药 01”待偿本金（3.86 亿元）占广东再担保资产总额的 4.49%，占所有者权益总额的 5.37%，占比较低。

广东再担保作为广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，资本实力雄厚，受到股东和政府支持较大，区域竞争优势显著，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对“17 制药 02”和“18 制药 01”的信用水平仍有显著积极影响。

2. 担保人高新投信用分析

（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 年底股本增至 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 5 家企业间接持有公司 68.11% 的股权，为高新投实际控制人。高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

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

高新投注册地址：深圳市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；法定代表人：刘苏华。

（2）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。

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年底，高新投担保责任余额为1107.39亿元。

表 11 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，由子公司深圳市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年底，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 年底，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 年底，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。

② 创投业务

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。

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 年底，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。

③其他业务

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。

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年底，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年底，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年底，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。

（3）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

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；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。

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。

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。

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 年底，高新投间接融资担保、非融资性担保、直接融资担保业务的责任余额分别为 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

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。

截至 2018 年底，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 年底，高新投非融资性担保业务和间接融资担保业务的前十大客户担保责任余额分别为 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 年底，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。

行业及区域集中度

高新投融资担保业务行业集中度仍较高，区域集中风险不显著。

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 年底，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%。

表 12 融资担保前五大行业责任余额占比（单位：%）

2016 年底		2017 年底		2018 年底	
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。

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 13 高新投担保项目合同期限分布（单位：%）

合同期限	2016 年底	2017 年底	2018 年底
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

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。

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，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 年底，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 年底，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%。

(4) 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 14 2018 年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

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。

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 年底，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 年底，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 年底，高新投资资产负债率为 42.58%，较 2017 年底大幅提升，但实际的债务负担仍较轻。

②资产质量

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。

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 年底，高新投资资产总额 205.27 亿元。

表 15 高新投资资产结构（单位：亿元、%）

项目	2016 年底		2017 年底		2018 年底	
	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：因四舍五入致应致使合计数据加总存在一定误差；2018 年底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，因此导致年底投资资产规模大幅上升。截至 2018 年底，高新投资资产净额 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 年底，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 年底，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 年底，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。

③盈利能力

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。

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 16 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	8.80	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底到账的增资款项
 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。

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;高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金,筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金以及接收政府提供的共济资金。总体看,高新投现金流较宽松。

表 17 高新投现金流情况（单位：亿元）

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

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

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

表 18 高新投资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

项目	2016 年底	2017 年底	2018 年底
担保责任余额	1,167.05	974.22	1,107.39
净资产	65.59	111.96	117.87
净资本	39.95	72.78	67.62
净资产担保倍数	17.79	8.70	9.40
净资本担保倍数	29.21	13.27	16.38
净资本比率	60.90	65.55	57.37
净资本覆盖率	109.01	169.28	91.01

资料来源：高新投审计报告及其他资料，联合评级整理

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

（5）担保效果评价

以截至 2018 年底财务数据测算，高新投资产总额 205.27 亿元；净资产达 117.87 亿元，为“17 制药 01”待偿本金（2.79 亿元）的 73.57 倍和 42.25 倍，对其保障程度很高。

高新投作为国内最早设立的担保机构之一，近年来其净资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对于“17 制药 01”的信用水平仍具有显著的提升作用。

九、综合评价

跟踪期内，公司经营状况良好，营业收入及利润规模有所增长，2020 年第一季度，公司疫情防控药品及用品的销量实现大幅增长，净利润同比增长较快。同时，联合评级也关注公司 2019 年审计报告被出具保留意见，利润对投资收益和其他收益依赖程度较高及 2020 年第一季度公司债务规模大幅增长，债务负担加重以及面临一定或有负债风险等因素对公司信用水平带来的不利影

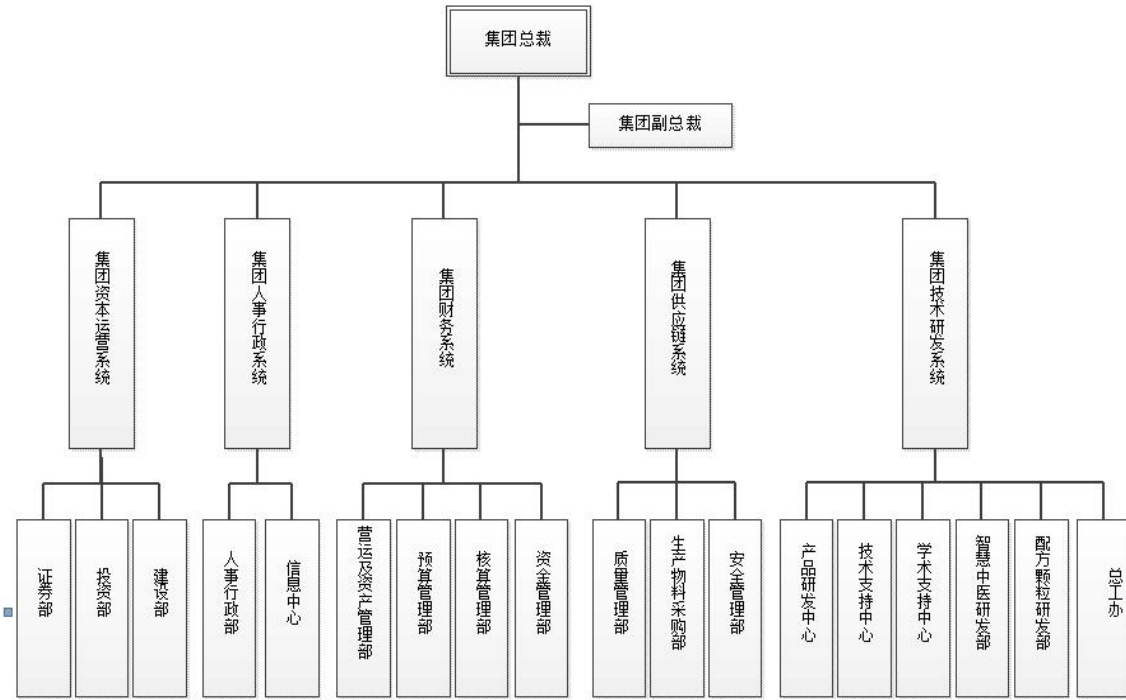
响。

未来，随着公司产业链布局进一步完善、经销商库存逐步消化和营销模式调整逐步到位，公司收入及利润规模有望实现增长。

公司发行的“17 制药 01”由高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，“17 制药 02”和“18 制药 01”由广东再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，两家担保公司经营情况良好，资本充足性较高，担保实力很强，其担保仍对“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”的信用水平具有显著积极影响。

联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“17 制药 01”“17 制药 02”和“18 制药 01”的债项的信用等级为 AAA。

附件 1 截至 2020 年 3 月底广州市香雪制药股份有限公司 组织结构图



附件 2 广州市香雪制药股份有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	92.41	86.26	80.58	95.56
所有者权益（亿元）	38.84	40.12	41.15	42.07
短期债务（亿元）	24.51	23.36	18.80	31.42
长期债务（亿元）	18.22	13.08	9.38	9.64
全部债务（亿元）	42.73	36.44	28.18	41.06
营业收入（亿元）	21.87	25.04	27.86	7.98
净利润（亿元）	1.12	0.88	1.30	0.82
EBITDA（亿元）	3.89	3.82	3.94	--
经营性净现金流（亿元）	1.10	0.91	0.83	-4.34
应收账款周转次数（次）	2.62	2.83	2.92	--
存货周转次数（次）	3.01	2.84	2.81	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.28	0.33	0.09
现金收入比率（%）	105.87	94.71	94.81	103.41
总资本收益率（%）	3.68	2.96	3.84	--
总资产报酬率（%）	3.21	2.88	3.26	--
净资产收益率（%）	2.96	2.23	3.19	1.97
营业利润率（%）	28.63	35.72	30.89	37.39
费用收入比（%）	31.52	31.71	29.87	25.39
资产负债率（%）	57.97	53.48	48.93	55.98
全部债务资本化比率（%）	52.39	47.60	40.65	49.39
长期债务资本化比率（%）	31.93	24.59	18.57	18.64
EBITDA 利息倍数（倍）	1.83	2.03	2.00	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.14	--
流动比率（倍）	1.51	1.22	0.94	0.94
速动比率（倍）	1.35	1.03	0.68	0.69
现金短期债务比（倍）	0.61	0.32	0.32	0.44
经营现金流动负债比率（%）	3.39	2.83	2.91	-10.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.59	0.57	0.59	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 公司2020年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 公司其他应付款和长期应付款中有息债务部分已分别调整计入短期和长期债务核算

附件 3 担保方主要计算指标

广东省融资再担保有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	80.02	84.57	84.25	86.13
所有者权益合计（亿元）	69.21	73.10	71.65	71.90
负债合计（亿元）	10.81	11.47	12.60	14.23
期末担保责任余额（亿元）	195.13	192.69	225.31	231.01
融资性担保责任余额（亿元）	104.65	153.38	136.03	139.12
融资担保余额放大倍数（倍）	1.51	2.10	1.90	1.93
营业总收入（亿元）	4.94	4.69	4.04	2.94
净利润（亿元）	2.70	3.85	1.59	1.21
净资产收益率（%）	4.39	5.42	2.19	1.68
担保业务收入贡献度（%）	37.85	47.36	38.72	42.20
累计担保代偿率（%）	0.07	0.08	0.32	0.31
代偿准备金率（%）	0.00	6.69	73.93	0.00

深圳市高新投集团有限公司

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

附件 4 有关计算指标的计算公式

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。