




内部编号: 2023060121

中国宝安集团股份有限公司

及其发行的公开发行债券

# 跟踪评级报告

分析师: 翁斯喆      俞斯喆      wsz@shxsj.com  
                 黄梦姣      黄梦姣      hmj@shxsj.com

评级总监: 张明海      

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100121】

评级对象：中国宝安集团股份有限公司及其发行的公开发行的债券

	20 宝安集 MTN001 主体/展望/债项/评级时间	21 宝安 01 主体/展望/债项/评级时间	22 宝安 01 主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 14 日	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 14 日	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 14 日
前次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2022 年 5 月 26 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 5 月 26 日	—
首次评级：	AA+/稳定/AA+/2020 年 7 月 8 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 7 月 12 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 5 月 31 日

## 跟踪评级观点

### 主要优势：

- 高新技术业务和医药生物业务发展空间较大。中国宝安现有高新技术、生物医药和房地产三大业务板块，其中高新技术和生物医药板块面临的市场环境较好，未来仍具有较大的发展空间。
- 主要产品细分市场竞争力较强。中国宝安子公司贝特瑞在全球锂电池正负极材料市场占有率排名靠前；马应龙在肛肠治痔领域地位较为突出，市场竞争力较强。跟踪期内，主要受益于贝特瑞业绩的增长，公司营业收入和净利润同比实现较大提升。
- 融资渠道较为畅通。中国宝安及核心子公司马应龙为主板上市公司，核心子公司贝特瑞为北交所上市公司，总体融资渠道较为畅通。

### 主要风险：

- 资金大量沉淀于房地产业务。中国宝安的存货大部分为在建和在售房地产项目等，其中深圳城市更新项目投资规模大，开发周期长，短期变现能力偏弱，降低了资金使用效率。
- 非经常损益对盈利的贡献仍较大。中国宝安盈利对非经常损益的依赖度持续较高，且公司非经常损益主要来自股票投资和处置子公司股权，近年来波动较大，需持续关注其非经常损益的可持续性。
- 本部流动性压力较大，面临一定的即期偿债压力。中国宝安本部货币资金存量较少，且集中了合并范围内的较多债务，流动性压力较大，面临一定的即期偿债压力。
- 贝特瑞投融资压力较大。中国宝安主要子公司贝特瑞现阶段在建及拟建项目较多、金额较大，且贝特瑞经营性现金流表现一般，后续面临的投融资压力较大。

### 评级关注：

- 2022 年以来，深圳市国资委通过旗下企业承兴投资、鲲鹏新产业和宝投集团对中国宝安进行持续增持和股权划转，承兴投资及其一致行动人鲲鹏新产业成为公司第一大股东，截至 2023 年 3 月末合计持有公司 17.40%股份，韶关高创变为公司第二大股东，期末持有公司 15.04%股权。新世纪评级将持续关注上述事项对公司治理、后续经营及发展、财务等方面产生的影响。

## 未来展望

通过对中国宝安及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性仍很高，并维持上述债券 AA+ 信用等级。

## 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	5.90	8.02	3.09	3.92
刚性债务（亿元）	85.49	79.09	80.75	82.40

### 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
所有者权益（亿元）	34.86	36.04	34.39	33.91
经营性现金净流入量（亿元）	13.96	1.71	-3.22	0.30
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产（亿元）	318.57	370.73	522.93	513.90
总负债（亿元）	186.11	214.14	334.51	318.87
刚性债务（亿元）	113.67	125.29	213.04	200.95
所有者权益（亿元）	132.45	156.59	188.43	195.03
营业收入（亿元）	105.94	175.53	319.99	82.28
净利润（亿元）	10.68	17.59	24.68	4.66
经营性现金净流入量（亿元）	6.55	-2.79	2.90	17.28
EBITDA（亿元）	25.38	33.83	43.14	—
资产负债率[%]	58.42	57.76	63.97	62.05
权益资本与刚性债务比率[%]	116.52	124.98	88.44	97.06
流动比率[%]	183.20	154.79	144.62	158.07
现金比率[%]	71.61	52.51	55.72	62.31
利息保障倍数[倍]	2.98	4.41	5.14	—
净资产收益率[%]	8.92	12.17	14.31	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.49	-2.07	1.47	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.62	-1.75	-13.73	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.83	5.61	6.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.28	0.25	—

注：根据中国宝安经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	1	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa <sup>+</sup>
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由：无。			
个体信用级别		aa <sup>+</sup>	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由：无。		
主体信用级别		AA <sup>+</sup>	

### 同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据				
	总资产（亿元）	营业收入（亿元）	净资产收益率（%）	资产负债率（%）	EBITDA/利息支出
杉杉集团	613.73	256.37	9.87	55.49	4.50
恩捷股份	386.23	125.91	25.23	51.18	18.49
中国宝安	522.93	319.99	14.31	63.97	6.47

注 1：杉杉集团全称为杉杉集团有限公司，恩捷股份全称为云南恩捷新材料股份有限公司。

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照中国宝安集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（简称“20 宝安集 MTN001”）、中国宝安集团股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“21 宝安 01”）与中国宝安集团股份有限公司 2022 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“22 宝安 01”）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据中国宝安提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据，对中国宝安的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告日，该公司仍在存续期内的债券情况如表 1 所示，上述三期债券募集资金均用于偿还公司或下属子公司有息债务，已全部按募集资金用途使用完毕。公司已发行债券均正常付息或兑付。

图 1. 截至本评级报告日，公司尚未到期的债券情况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
20 宝安集 MTN001	10.00	3 年	6.50	2020 年 7 月	未到期，付息正常
21 宝安 01	3.00	3 年	7.30	2021 年 8 月	未到期，付息正常
22 宝安 01	7.50	3 年	6.30	2022 年 8 月	未到期，尚未开始付息
合计	20.50	—	—	—	—

资料来源：Wind 资讯

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (2) 行业因素

### A. 锂电池材料行业

新能源汽车行业的快速发展刺激了动力锂电池产能持续扩张，带动锂电池材料行业快速发展。但新能源汽车行业受到国家政策变动影响较大，在此背景下，低端锂电池材料产能可能被淘汰。2023年以来，受新能源汽车需求向好并且受上游原材料价格下降和市场竞争加剧等因素影响，锂电池材料价格持续下降，行业总体利润空间受到压缩。

锂电池以储能高、寿命长、重量轻、充电快等优点，逐渐被广泛应用于移动通讯、手表、医疗器械、计算机、照相机等各类电子设备以及电动汽车。

2022年尽管受到芯片短缺等因素的影响，我国新能源汽车市场仍保持高速增长态势。根据中国汽车工业协会数据，2022年新能源汽车产销量分别为705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%，全年渗透率达到25.7%。其中，纯电动汽车产销量分别为546.7万辆和536.6万辆，同比分别增长83.4%和81.6%；插电式混合动力汽车产销量分别为158.8万辆和151.8万辆，同比分别增长164.1%和151.6%。近年来我国新能源车内生增长动力持续提升，适应终端需求的车辆产品层出不穷，新能源汽车行业逐步由政策驱动转向市场拉动为主；政策刺激仍可起到一定辅助推动作用，但补贴持续退坡。2022年以来，新能源补贴进一步下降，新能源汽车购置补贴政策于2022年末终止。同时仍有一定支持政策延续，2022年9月，新能源汽车免征车辆购置税政策延续至2023年12月31日。2023年1-3月，我国新能源汽车产销量分别达165万辆和158.6万辆，同比分别增长27.7%和26.2%，市场占有率达26.6%。在外销方面，2021年以来，中国汽车出口呈现快速增长。2021年、2022年汽车出口量分别为201.5万辆和311.1万辆，增量连续两年均在100万辆以上。2023年一季度，据中国汽车工业协会统计，中国汽车出口量为107万辆，同比增长58.1%，中国成为全球汽车出口量最大的国家。其中2022年，中国新能源汽车出口67.9万辆，同比增长120%，2023年1-4月，中国车企出口新能源车52万辆，同比增涨112%，新能源汽车出口占中国汽车整体出口金额的比重提升至42.9%，对汽车出口增长贡献率达到51.6%。

根据TrendForce数据，2022年全球新能源车销量约1065万辆，同比增长63.6%，其中纯电动车销量789万辆，同比增长68.7%；插电式混合动力汽车销量274万辆，同比增长50.8%。中国和西欧仍为两大主要市场，中国市场占比63%，西欧市场占比29%。2022年6月，欧洲议会正式通过欧盟的立法建议，从2035年开始在欧盟境内停止销售新的燃油车，包括混合动力汽车，加速车企的电动化转型。美国于2021年8月提出2030年实现全美新能源汽车销量50%的目标，11月通过了1.75万亿美元的刺激法案，对新能源补贴力度超出市场预期；2022年2月美国能源部发布通知，将提供总额为29.1亿美元的资金促进电池材料精炼和建设电池材料加工、电池组制造设施以及回收设施发展。

储能方面，我国新型储能<sup>1</sup>自“十三五”以来由研发示范向商业化初期过渡，进入“十四五”后，政策推动新型储能向规模化、产业化、市场化发展。据中关村储能产业技术联盟(CNESA)发布的《储能产业研究白皮书 2023》，截至 2022 年末，中国已投运电力储能项目累计装机规模 59.8GW，占全球市场总规模的 25%，年增长率 38%。新型储能继续高速发展，累计装机规模首次突破 10GW，达到 13.1GW/27.1GWh，功率规模年增长率达 128%，能量规模年增长率达 141%。2022 年，中国新增投运电力储能项目装机规模首次突破达到 16.5GW，其中新型储能新增规模创历史新高，达到 7.3GW/15.9GWh，功率规模同比增长 200%，能量规模同比增长 280%；新型储能中，锂离子电池占据绝对主导地位，比重达 97%。2022 年 3 月国家发展改革委、国家能源局联合印发了《“十四五”新型储能发展实施方案》，提出到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件；到 2030 年，新型储能全面市场化发展。据预测，2026 年我国新型储能累计规模将达到 48.5GW，2022-2026 年复合年均增长率将为 53.3%。

截至 2022 年末，全球已投运电力储能项目累计装机规模 237.2GW，年增长率 15%，其中新型储能累计装机规模达 45.7GW，是上年同期的近 2 倍。2022 年新增投运电力储能项目装机规模 30.7GW，同比增长 98%，其中新型储能新增投运规模首次突破 20GW，达到 20.4GW。中国、欧洲和美国继续引领全球储能市场的发展，三者合计占全球市场的 86%，比 2021 年同期上升 6 个百分点。随着全球能源转型加速，各国碳中和方案相继落地，新能源的快速发展对储能的需求也愈发强烈。2022 年 8 月，美国推出《通货膨胀削减法案》(IRA)，该法案允许储能可以以独立主体身份享受投资税减免政策 (ITC 政策)，自 2023 年起，储能可以正式以独立主体身份获得 30% 的投资税收抵免，持续 10 年，这对于储能行业的发展有重大意义。欧洲储能协会 (EASE) 指出，储能为减少可再生能源弃电的关键解决方案之一，目前欧洲的电池存储部署仅为 0.8GW/年。经 EASE 测算，为实现可再生能源占比提高到 45% 的目标，至 2020 年欧洲需部署约 200GW 的储能，2050 年需部署 600GW 储能。

随着新能源汽车和储能市场爆发式增长，2022 年全国锂离子电池产量达 750GWh，同比增长超过 130%，其中储能型锂电产量突破 100GWh；正极材料、负极材料、隔膜、电解液等锂电一阶材料产量分别约为 185 万吨、140 万吨、130 亿平方米、85 万吨，同比增长均达 60% 以上；产业规模进一步扩大，行业总产值突破 1.2 万亿元。根据 EVTank 数据，2022 年，全球锂离子电池总体出货量 957.7GWh，同比增长 70.3%。从出货结构来看，全球汽车动力电池出货量为 684.2GWh，同比增长 84.4%；储能电池出货量 159.3GWh，同比增长 140.3%；小型电池出货量 114.2GWh，同比下滑 8.8%。其中，中国锂离子电池出货量达到 660.8GWh，同比增长 97.7%，在全球锂离子电池总体出货量的占比达到 69.0%。据彭博预测，到 2030 年，全球锂离子电池年需求量将超过 2.7TWh。

2021 年，新能源汽车和锂电储能市场快速增长带动锂电池出货量大幅增加，进而对上游各类锂电材料产生强劲需求，锂电材料环节整体处于供应紧张、价格攀升状态，然而随着上游企业加速扩产和新建产能集中释放，绝大多数锂电材料的供需关系在 2022 年下半年逐渐趋于平稳，价格进入下行通道，六氟磷酸锂、PVDF、电解液、硫酸钴等材料的价格较 2022 年初下降均超 40%

锂电池正极材料主要为三元、磷酸铁锂、钴酸锂；负极材料主要为人造石墨和天然石墨，其中 2022 年正、负极材料受锂盐及焦类原材料价格上升影响，相关企业毛利率有所下滑，而 2023 年以来受原材料锂盐、钴和镍等价格下降以及石墨化工序扭转影响，正、负极材料价格显著回落。原材料价格波动对锂电池价格影响较大，需持续关注锂电池行业上游原材料价格波动情况。

消费类电子产品和动力交通领域是锂电池消费的两大领域，随着人民生活水平的提高，传统电子产品在市场的渗透已逐渐趋于饱和，增长动力不足。近年来中央政府密集出台政策支持新能源汽车产业发展，新能源汽车产销量迅速增长，持续支撑锂电池行业下游需求的增长。但同时，新能源汽车企业对政府补贴依赖度较高，目前补贴政策逐步退坡、补贴标准相应提高的趋势已明确。2017 年 8 月，《乘用车企业平均燃料消耗量和新能源汽车积分并行管理办法》出台，同时设立企业平均燃料消耗量和新能源汽车两种积分，以实现节能降耗和促进新能源汽车发展两个目标。

<sup>1</sup> 新型储能是指除抽水蓄能以外的新型储能技术，包括新型锂离子电池、液流电池、飞轮、压缩空气、氢（氨）储能、热（冷）储能等。

2014 年开始中央政府密集出台政策支持新能源汽车产业发展，新能源汽车产销量迅速增长，持续支撑锂电池行业下游需求的增长。经历多年补贴后，近年来补贴政策逐步退坡、补贴标准相应提高。根据 2020 年、2021 年财政部、工信部、科技部和发改委联合发布的《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，2021 年，新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%；2022 年在 2021 年基础上退坡 30%；2022 年 12 月 31 日，持续 13 年的新能源汽车购置补贴政策终止。2022 年 9 月，新能源汽车免征车辆购置税政策延续至 2023 年 12 月 31 日。2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%。

2021 年 6 月，工业和信息化部发布《2021 年汽车标准化工作要点》，在新能源汽车领域，工作重点主要包括强化电动汽车安全保障、注重电动汽车整车综合性能提升、聚焦燃料电池电动汽车使用环节、注重电动汽车整车综合性能提升、支撑换电模式创新发展以及支撑电动汽车绿色发展等。

2022 年 8 月，工业和信息化部等三部门发布《关于印发工业领域碳达峰实施方案的通知》，提出大力推广节能与新能源汽车，强化整车集成技术创新，提高新能源汽车产业集中度；提高城市公交、出租汽车、邮政快递、环卫、城市物流配送等领域新能源汽车比例，提升新能源汽车个人消费比例；加快充电桩建设及换电模式创新，构建便利高效适度超前的充电网络体系。

海外新能源政策方面，2022 年 8 月，拜登政府的《通胀削减法案》中政府计划提供 3690 亿美元用于能源转型和应对气候变化，对美国本土制造的锂电、光伏等新能源产品给予补贴或税收优惠，前提是新能源汽车必须在北美组装，而且所使用的电池及制造电池的原材料应来自北美地区。此外，根据欧洲部分国家公布的 2022 年电动汽车补贴方案，与 2021 年相比，德国每辆纯电动汽车今年的平均补贴金额已从约 4.3 万元人民币提升至 5.0 万元~5.8 万元人民币，每辆插电式混合动力汽车的平均补贴金额也增加了 0.54 万元~1.10 万元人民币。法国对每辆纯电动汽车的补贴最高可达约 8.60 万元人民币，荷兰则为每辆价格低于约 32.4 万元人民币的电动车补贴 3.2 万元人民币。欧美地区有在加大补贴和发展本土新能源汽车产业，从而对中国新能源行业海外业务拓展方面造成一定影响。

该公司高新技术板块的龙头企业为贝特瑞，主要从事锂电池正/负极材料的生产和销售业务。锂电池负极材料是最早实现国产化的材料品种，目前国内锂电池负极材料生产企业众多，负极行业的竞争格局也已经非常稳定，行业集中度很高，前五名的市场占有率超过 70%，其中天然石墨龙头贝特瑞和人造石墨龙头上海杉杉科技处于行业领先水平，且贝特瑞已进入 LG、三星、松下等全球锂电池巨头的供应链。国内负极生产企业的竞争主要体现于国内领先企业与国际企业的竞争以及行业前三企业之间的竞争。

锂电池正极材料行业属于资本密集、技术密集型产业，国内正极材料行业集中度较高，贝特瑞、厦门钨业、宁波金和等前十大市场占有率约 70%。随着下游对锂电池性能的要求提高，正极材料行业门槛也随之提高，龙头企业因多年的技术及经验积累，市场占有率或将持续提升。

锂电池材料行业风险主要来自：（1）新能源汽车企业盈利易受国家政策影响，锂电池作为其上游行业关联影响较大；（2）锂电池材料行业开始出现结构性产能过剩，技术、规模等方面缺少竞争力的企业面临洗牌；（3）行业成本压力难以向下游传导，盈利空间易受原材料价格波动影响。

## B. 医药行业

医药制造行业是国家重要产业之一，与国计民生息息相关，是推进健康中国建设的重要保障。近年来，我国医疗体系改革持续推进，多项重磅举措相继出台和实施，进一步深化医疗、医保和医药联动改革，国家支持新药研发、鼓励创新的导向鲜明。2021 年我国经济复苏趋势良好，受需求大幅增长拉动，疫苗、医用耗材、检测试剂等细分行业景气度高，助推医药制造行业利润增幅显著提升。2022 年，受外部因素叠加医保控费等因素影响，医药制造业整体经营业绩承压，与此同时，我国医疗体系改革持续深化，推动医药制造行业向创新驱动转型和高质量发展。

医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断



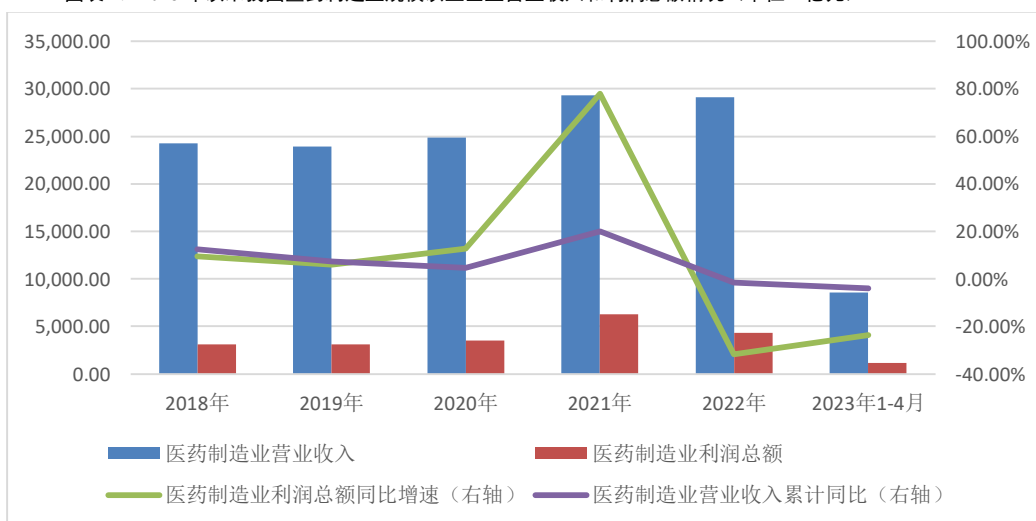
加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。

2020 年受外部因素影响，医药制造企业经营情况短期承压，随着“六稳”、“六保”任务不断落实落细，企业复工复产水平稳步提升，经营情况逐季环比改善，企业盈利实现了快速企稳、持续向好，全年收入和利润实现正增长。2021 年我国国民经济持续稳定恢复，当年我国经济同比增长 8.1%。在此背景下，2021 年我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入 29,288.50 亿元，同比增长 20.10%，增速较上年同期上升 15.60 个百分点；实现利润总额 6,271.40 亿元，同比增长 77.90%，增速较上年同期上升 65.10 个百分点。医药行业经营业绩得到快速恢复，受需求大幅增长拉动，包括疫苗、诊断试剂、医用耗材等用品需求量大，相关企业产销两旺，行业利润增幅显著提升。

2022 年以来，受外部因素影响，居民正常的消费、就医需求受到影响，亦对我国经济发展造成较大影响，2022 年我国经济同比增长 3.0%。除外部因素的影响之外，行业还受到集采药品降价、疫苗价格和收入下降、原料药生产成本上升、以及原辅料、燃料动力等价格上涨的影响，当年医药制造行业规模以上企业实现营业收入 29,111.40 亿元，同比下降 1.60%；实现利润总额 4,288.70 亿元，同比下降 31.80%，医药制造业经营业绩明显承压。此外，由于国内医疗资源分布不均衡，部分地区短期或将出现医疗资源紧张状况。上述因素的作用下，预计政府将持续加大医疗资源的供给和医疗基建的投资力度，预计对医疗器械、医疗服务、疫苗等细分行业带来较积极的影响。

2023 年 1~4 月，我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入 8,560.60 亿元，同比下降 4.10%；实现利润总额 1,125.20 亿元，同比下降 23.80%，主要与 2022 年一季度高基数及集采影响有关。

图表 2. 2018 年以来我国医药制造业规模以上企业营业收入和利润总额情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。2022 年 2 月，工信部、国家卫健委、国家医保局、国家药监局等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》，提出“十四五”期间医药工业营业收入、利润总额年均增速保持在 8% 以上，增加值占全部工业的比重提高到 5% 左右，行业龙头企业集中度进一步提高。随着人口老龄化加剧、居民消费水平及医疗需求不断攀升，预计相关医疗卫生支出将保持持续增长，我国医药市场规模将以 10%-12% 速度增长，预计到 2025 年，行业规模将超过 3 万亿元。“十四五”期间将有一大批医药创新成果完成临床研究和申报上市，医药工业也将持续加大创新投入、加快创新驱动转型。2022 年 3 月 29 日，国务院办公厅印发《“十四五”中医药发展规划》，对“十四五”时期中医药工作进行了全面部署。规划明确到 2025 年中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。此外，规划还提出了到 2025 年，中医医疗机构数量达 9.5 万个，比 2020 年增加超 2 万个；中医医院达 6,300 个，在 2020 年的基础上增加超 800 个；每千人口公立中医医

院床位数达 0.85 张；力争到 2022 年，社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例达到 100% 等有关中医医疗机构数、医院数等十五项主要指标。近期众多政策惠及中医药产业，十四五中医药产业发展迎来良好的政策机遇期。

医保药品目录方面，国家医保局每年一次动态调整医保药品目录，通过目录调整实现了用药保障范围不断扩大和结构优化。2021 年 6 月，国家医保局发布《2021 年国家医保药品目录调整工作方案》，并于 2021 年 12 月正式出台 2021 版国家医保药品目录，本次调整中共计对 117 个药品进行谈判，谈判成功 94 个，其中目录外 85 个独家药品谈判成功 67 个，平均降价 61.71%，预计可为患者减负超 300 亿元；目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的新药，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”，利好创新药放量。2022 年 6 月，国家医保局发布《2022 年国家基本医疗保险工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》，并于 2023 年 1 月正式出台 2022 版国家医保药品目录，此次国家医保目录补充带量采购中重大疾病和罕见病，将专利期内的药品或独家药品纳入医保范围的准入谈判，本次调整中共计对 147 个药品进行谈判，谈判成功 121 个，其中 108 个目录外新增药品的价格降幅达 60.1%，目录外新增药品包括 56 个慢性病用药（高血压、糖尿病、精神疾病等）、23 个肿瘤用药、17 个抗感染用药、7 个罕见病用药等，其中 22 个儿童用药、2 个国家基本药物等药物，重点领域药品保障水平进一步提升。

药品集中采购方面，2019 年以来全国执行集中采购，有利于保证城镇职工基本医疗保险制度的实施，规范医疗机构药品购销工作以及减轻社会医药费用负担。2021 年 2 月、6 月和 11 月，国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室分别发布《第四批国家组织药品集中采购》、《第五批国家组织药品集中采购》和《第六批国家组织药品集中采购》，中选药品平均降价分别为 52%、56% 和 48%，采购金额分别为 254 亿元、550 亿元和 170 亿元，集采范围持续扩大。2022 年 6 月，国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室发布《全国药品集中采购文件（GYD2022-1）》，采购共纳入 61 种药品，327 个拟中选产品平均降价 48%，涉及包括常见病、慢性病用药，以及重大疾病用药，将进一步降低群众用药负担。2023 年 4 月，根据《全国药品集中采购文件（GY-YD2023-1）》，国家组织药品联合采购办公室公布第八批全国药品集中采购中选结果，此次共有 39 种药品采购成功，拟中选药品平均降价 56%，按约定采购量测算，预计每年可节省 167 亿元。此外，2022 年 8 月，全国中成药联合采购办公室发布《全国中成药联盟采购公告》，正式启动第二轮中成药联盟集采，首次中成药集采涉及心脑血管疾病以及复方斑蝥、复方血栓通、冠心宁、华蟾素等 16 种中成药，累计共有 157 家企业的 182 个产品参与报价，采购规模近 100 亿元，中选率达 62%，中选价格平均降幅 42.27%，根据 19 省份联盟年度需求量测算，预计每年可节约药品费用超过 26 亿元。

此外，2021 年 11 月，国家医疗保障局公布《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，主要是加快建立管用高效的医保支付机制，加快推进 DRG/DIP 支付的全面覆盖，统筹地区、医疗机构、病种和医保基金覆盖的未来三年进度安排与关键时间点。医保控费的进一步推进，基于 DRGs 对住院医疗费用的管理，实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测，使控费工作对症下药，从而倒逼医疗机构提升医疗服务质量。2022 年 4 月，国家医保局发布《关于做好支付方式管理子系统 DRG/DIP 功能模块使用衔接工作的通知》，明确国家医保局依托全国统一的医保信息平台开发了 DRG/DIP 功能模块基础版，将推进 DRG/DIP 支付方式改革向纵深发展。DRG/DIP 功能模块的推广与应用是为 DRG/DIP 支付改革做准备，同时将进一步倒逼医院精细化管理，合理使用医保资金。随着 DRG/DIP 付费方式改革推向全国，预计将影响全国各级医疗机构，推动医疗机构从粗放式、规模扩张式发展转型为更加注重内部成本控制和效率提升。2023 年 3 月，国家医保局发布《2022 年医疗保障事业发展统计快报》，2022 年 206 个统筹地区实现 DRG/DIP 支付方式改革实际付费，实际付费地区中，俺 DRG/DIP 付费的顶点医疗机构达到 52%，病种覆盖范围达到 78%，按 DRG/DIP 付费的医保基金支出占统筹地区内医保基金住院支出比例达 77%。

图表 3. 2020 年以来我国医药行业主要政策情况

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
2020.10.17	人民代表大会	《专利法》	为补偿新药上市审评审批占用的时间，对在中国获得上市许	利好新药研发，鼓励创新

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
			可的新药相关发明专利，国务院专利行政部门应专利权人的请求给予专利权期限补偿	
2020.10.19	国家医保局	《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》	推进医保支付方式改革，提高医疗服务透明度，提升医保基金使用效率	促进医疗机构之间分工协作、有序竞争和资源合理配置
2021.2	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第四批国家组织药品集中采购》	采购共有 152 家企业参加，产生拟中选企业 118 家，共纳入 45 种药品，拟中选产品 158 个	中选药品平均降价 52%，采购金额 254 亿元，集采范围持续扩大
2021.6	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》	进一步推广三明市医改经验，加快推进医疗、医保、医药联动改革；促进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系；持续预防为主，加强公共卫生体系建设；统筹推进相关重点改革，形成工作合力等 4 方面提出 20 条具体措施	以降药价为突破口，同步推进服务价格、薪酬、医保支付等综合改革；推动公立医院高质量发展；加快推进分级诊疗体系建设；推动中医药振兴发展；
2021.6	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第五批国家组织药品集中采购》	第五轮集采共涉及 60 个品种 207 个品规，其中注射剂 30 个品种，本次集采是规模最大、产品数量最多的一次	中选药品平均降价 56%，采购金额 550 亿元，集采范围持续扩大
2021.6-12	国家医保局	《2021 年国家医保药品目录调整工作方案》	2021 版目录共收录西药 1486 种，中成药 1374 种，中药饮片 892 种；本次调整，共计 74 种药品新增进入目录，11 种药品被调出目录。本次调整中共计对 117 个药品进行谈判，谈判成功 94 个，其中目录外 85 个独家药品谈判成功 67 个，平均降价 61.71%，	本次谈判预计可为患者减负超 300 亿元。目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的新药，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”，利好创新药放量
2021.9	国务院办公厅	《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》	到 2025 年，基本完成待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管等重要机制和医药服务供给、医保管理服务等关键领域的改革任务	“十四五”期间基本医疗保险参保率保持在 95% 以上，到 2025 年国家 and 省级药品集采品种达 500 个以上，高值医用耗材带量采购品种达 5 类以上，保证刚需医疗产品的供应量，并降低患者经济负担
2021.11	国家医保局	《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》	加快建立管用高效的医保支付机制，加快推进 DRG/DIP 支付的全面覆盖，统筹地区、医疗机构、病种和医保基金覆盖的未来三年进度安排与关键时间点	医保控费的进一步推进，基于 DRGs 对住院医疗费用的管理，实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测，使控费工作对症下药，从而倒逼医疗机构提升医疗服务质量
2021.11	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第六批国家组织药品集中采购》	第六轮集采为胰岛素专项，纳入二代、三代胰岛素，整体报量为 2.14 亿支，涉及金额约 170 亿元	中选药品平均降价 48%，采购金额 170 亿元，集采范围持续扩大
2021.12	国家医保局、人力资源社会保障部	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2021 年)》	将涉及慢性病、肿瘤、抗感染用药等纳入申报范围；将临床价值不高、可替代且采购量较小的药品调出目录	实现临床合理用药需求，弥补基本用药保障短板；引导同治疗领域用药适度竞争和目录内药品再降价；推动实现基本用药保障升级换代

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
2021.12	国家药监局等八部门	《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》	明确“十四五”期间药品安全及促进高质量发展的指导思想，并制定了实施药品安全全过程监管、完善药品安全治理体系、严格疫苗监管等10个方面主要任务	保障药品安全；推进药品监管体系和监管能力现代化；保护和促进公众健康
2022.4	国家医保局	《关于做好支付方式管理子系统DRG/DIP功能模块使用衔接工作的通知》	明确国家医保局依托全国统一的医保信息平台开发DRG/DIP功能模块基础版，将推进DRG/DIP支付方式改革向纵深发展	为DRG/DIP支付改革做准备，同时将进一步倒逼医院精细化管理，合理使用医保资金
2022.5	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	从加快构建有序的就医和诊疗新格局、深入推广三明医改经验、推进医药卫生高质量发展提出4个方面21项重点任务	促进优质医疗资源扩容和均衡布局，深化医疗、医保、医药联动改革，持续推动从以治病为中心转变为以人民健康为中心，持续推进解决看病难、看病贵的问题
2022.6	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件（GYVD2022-1）》	本次采购纳入61种药品，涉及包括高血压、糖尿病、抗感染、消化道疾病等常见病、慢性病用药，以及肺癌、肝癌、肾癌、肠癌等重大疾病用药	拟中选产品平均降价48%，涉及包括常见病、慢性病用药，以及重大疾病用药，将进一步降低群众用药负担
2022.8	全国中成药联合采购办公室	《全国中成药联盟采购公告》	主要涉及心脑血管疾病用药复方斑蝥、复方血栓通、冠心病、华蟾素、接骨七厘、乐脉、脉管复康、脑安、藤黄健骨、香丹、心可舒、醒脑静、鸦胆子油、银杏达莫、银杏叶提取物、振源等16种中成药	累计157家企业的182个产品参与报价，采购规模近100亿元，中选率62%，中选价格平均降幅42.27%，根据19省份联盟年度需求量测算，预计每年可节约药品费用超过26亿元
2023.4	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件（GY-YD2023-1）》	本次集采共纳入39种药品，涵盖抗感染、心脑血管疾病、抗过敏、精神疾病等常见病、慢性病用药。	本次拟中选药品平均降价56%，按约定采购量测算，预计每年可节省167亿元。

资料来源：新世纪评级整理

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度将进一步提升。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段之一。具备资金和技术优势的行业龙头企业通过兼并收购提高其市场占有率是趋势所向。

医药制造业务发展面临的风险主要表现在：（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等药政政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大；（4）药品质量管控压力；（5）药品研发投入回报的不确定性较大。

## 2. 业务运营

该公司主业较为突出，其中高新技术业务和生物医药业务主要运营主体贝特瑞和马应龙的产品在细分市场均有较强的竞争优势和较突出的市场地位。现阶段，贝特瑞的产能扩建项目投资规模较大，

需关注投产后的产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对其运营情况的影响。公司房地产业务目前处于去化阶段，另外城市更新项目资金占用量大、开发周期长，关注相关风险。跟踪期内，受益于高新技术业务经营业绩提升，公司主业经营收益有所增长，同时交易性金融资产公允价值变动、投资收益和政府补助对公司利润影响较大，其盈利稳定性需持续关注。

该公司是一家多产业复合型集团企业，目前主业涉及高新技术、生物医药和房地产三大板块。高新技术业务方面，贝特瑞目前为公司高新技术板块的核心企业，为国内乃至国际领先的锂电池正负极材料供应商；生物医药业务方面，公司控股的上市公司马应龙生产的“马应龙”品牌治痔药品在国内市场具有较高知名度，行业地位突出；房地产业务方面，随着深圳新彩苑项目等销售进入尾声，近年来该业务收入整体呈下降态势。2022年及2023年第一季度，公司分别实现营业总收入320.33亿元和82.32亿元，其中营业收入分别为319.99亿元和82.28亿元，同比分别增长82.29%和44.78%主要是贝特瑞收入增加所致；同期毛利率分别为19.94%和18.53%，同比分别下降8.80个百分点和6.16个百分点，其中2022年主要系由于高新技术业务原材料价格上涨，2023年第一季度主要系由于当期负极产品消耗前期成本较高的库存，以及毛利率相对较低的正极产品收入比重提高所致。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司业务收入构成及变化情况

主导产品或服务	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度	2022年 第一季度
营业收入合计（亿元）	105.94	175.53	319.99	82.28	56.83
其中：（1）高新技术业务（亿元）	58.09	120.84	275.23	71.29	45.00
在营业收入中所占比重（%）	54.84	68.84	86.01	86.64	79.18
（2）生物医药业务（亿元）	32.59	37.91	39.33	9.33	10.54
在营业收入中所占比重（%）	30.77	21.60	12.29	11.34	18.55
（3）房地产业务（亿元）	11.51	13.01	2.53	0.83	0.46
在营业收入中所占比重（%）	10.86	7.41	0.79	1.01	0.82
毛利率（%）	34.11	28.74	19.94	18.53	24.69
其中：高新技术业务（%）	28.44	25.09	16.55	15.03	21.90
生物医药业务（%）	45.76	43.71	44.25	45.87	38.41
房地产业务（%）	38.50	24.19	18.49	16.48	18.83

资料来源：中国宝安

#### A. 高新技术业务

该公司高新技术业务的核心运营子公司为贝特瑞，主要产品为锂电池正负极材料，是该板块最主要的收入来源；同时，公司还控股深圳市大地和电气股份有限公司（简称“大地和”）、张家港友诚新能源科技股份有限公司（简称“友诚科技”）、国际精密集团有限公司（简称“国际精密”）<sup>2</sup>等高新技术企业，这些公司产品主要包括新能源汽车电机控制系统、电源类产品、充电桩相关产品和精密结构件等，但目前这些产品占公司高新技术业务收入的比重仍较小。

2022年及2023年第一季度，该公司高新技术业务分别实现营业收入275.23亿元和71.29亿元，同比分别增长127.76%和58.42%，主要因全球动力及储能电池市场保持快速增长，电池材料市场需求进一步提升，贝特瑞正负极材料销量快速增长，使得收入同比实现大幅增长。同期毛利率分别为16.55%和15.03%，同比分别下降8.54个百分点和6.87个百分点，主要系2022年以来公司正负极材料业务原材料价格上升导致产品成本增加所致。

<sup>2</sup> 国际精密集团有限公司系香港主板上市公司，主要业务为制造及销售应用于硬盘驱动器、液压设备及汽车零件之精密金属零件以及其他用途之零件。

图表 5. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

公司名称	产品名称	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
		主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本
贝特瑞新材料集团股份有限公司	锂电池负极材料	31.51	19.91	64.59	44.34	146.31	116.31	32.10	25.64
	锂电池正极材料	10.42	9.84	36.51	31.41	103.01	95.08	34.97	31.95
	其他 <sup>3</sup>	2.04	1.55	2.45	2.20	4.22	3.76	0.26	0.26
深圳市大地和电气股份有限公司	电机控制器系统	1.01	0.94	0.75	0.78	1.51	1.43	0.27	0.30
张家港友诚新能源科技股份有限公司	充电桩连接线及通用插座插头	2.15	1.32	4.08	2.86	6.26	4.39	1.32	0.93
国际精密集团有限公司	精密结构件	6.90	5.20	8.55	6.45	8.23	6.12	1.70	1.15
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>54.03</b>	<b>38.76</b>	<b>116.93</b>	<b>88.04</b>	<b>269.54</b>	<b>227.09</b>	<b>70.62</b>	<b>60.23</b>

资料来源：中国宝安

该公司通过股权收购取得贝特瑞的实际控制权，收购之后，贝特瑞得到公司在资金、研发、供销渠道等多方面的支持，做大做强了石墨类负极材料主业，并从2012年起超越主要竞争对手日本日立化成，成为全球最大的锂电池负极材料供应商，全球市场占有率不断提升，营业收入稳步增长。2022年及2023年第一季度，贝特瑞分别实现营业收入256.79亿元和67.65亿元，同比分别增加151.87亿元和26.86亿元；实现净利润分别为22.90亿元和3.31亿元，同比分别增长59.00%和下降26.28%，2022年因全球动力及储能电池市场保持快速增长，电池材料市场需求进一步提升，贝特瑞正负极材料销量快速增长使得业绩同比实现大幅增长；2023年第一季度利润下滑，系由于当期投资收益减少、芳源股份股价变动导致公允价值损失增加以及当期对存货计提跌价损失增加所致。截至2023年3月末，公司及全资子公司中国宝安集团控股有限公司（简称“宝安控股”）合计持有贝特瑞67.58%的股权，无股权质押。

贝特瑞生产负极材料所需原料主要为石墨原料和焦类原料，生产正极材料所需原料主要是锂盐、三元前驱体。目前贝特瑞已形成负极材料、正极材料、石墨烯三大业务体系，拥有较为完整的产业链，拥有广东、华北、东北、江苏及四川五大产业基地，具备从石墨矿到石墨产品的完整产业链，技术储备领先，市场竞争力较强。其中东北产业基地主要负责前端石墨原材料的开采、生产及销售；其余产业基地负责锂离子负极材料与NCA/NCM三元正极材料的研发、生产及销售。生产设备方面，贝特瑞的部分生产设备从国外进口，生产技术和自动化程度较高，节省生产人力成本，保证了高效的产出。

图表 6. 贝特瑞产销情况（单位：吨、%）<sup>4</sup>

项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度	2022 年第一季度
负极材料	产量	79,952	170,130.95	340,480.16	90,314.68	66,631.74
	产能	103,833	144,666.67	328,000.00	106,250.00	55,750.00
	产能利用率	77.00	117.60	103.80	85.00	119.52
	产销率	94.15	97.70	97.05	92.69	92.91
正极材料	产量	20,803	31,732.46	33,150.48	9,281.70	6,276.17
	产能	42,000	33,750	41,333.33	15,750.00	8,250
	产能利用率	49.53	94.02	80.20	58.93	76.07
	产销率	102.81	99.45	98.20	99.95	91.82

资料来源：中国宝安

<sup>3</sup> 其他业务主要是指对外销售天然鳞片石墨、销售生产过程产生的副产品、承接石墨加工服务，本次评级对该业务收入进行重新分类。

<sup>4</sup> 该表格中贝特瑞设计产能与实际产量之间有较大差距，主要原因是公司预计相关产品市场潜力较大，尤其是在动力电池领域，因此提前布置了大量产能。

产能利用率方面，近年来通过对生产线的新建和改扩建，贝特瑞的负极和正极材料产线总产能大幅提升，2022年分别达到32.80万吨和4.13万吨，同时因下游市场需求大幅提升，带动产量上升，负极材料产能利用率整体维持在较高水平，但正极材料由于新投产线部分产能处于爬坡阶段导致产能利用率有所下滑。2023年第一季度锂盐价格走低，下游锂电池企业大多实施去库存策略，需求有所下降，导致当期正、负极材料产能利用率较同期均有所下降。

贝特瑞产品销售分为外销和内销，销售方式为直销。贝特瑞设立营销总部，统一管理、分配各个公司的销售业务。目前销售体系主要由贝特瑞母公司、天津贝特瑞科技、惠州贝特瑞等组成，各个公司在营销总部的统一管理下分别与客户签订合同，并开展业务活动。目前贝特瑞主要下游客户为锂电池生产商，其中国内主要客户包括比亚迪、宁德时代和亿纬锂能等；国外主要客户包括松下、LG、SK、三星等。2022年贝特瑞国内、外销售额占比分别为80.56%和19.44%，其中国内销售额占比同比增加5.98个百分点。结算方面，国内客户一般采取月结60天，国外客户一般采取月结30天的结算方式。

研发方面，贝特瑞先后被认定为国家高新技术企业、国家火炬计划项目实施企业、高效能量转换与储能材料产学研战略联盟、广东省产学研示范基地、广东省绿色动力电池负极材料工程技术研究中心、深港创新圈能源材料龙头企业、深圳市自主创新行业龙头企业，并承担多项国家863计划项目，起草编制了“锂离子二次电池石墨类负极材料”国家标准，填补了国内行业空白。截至2022年末，贝特瑞已获授权专利权437项（国内专利373项，国外专利64项），其中发明专利263项。

整体看，贝特瑞作为该公司高新技术业务收入的重要来源，目前市场地位较为突出，营业收入保持增长，经营效益也较好。但目前贝特瑞扩产力度较大，资金来源主要是自有资金或自筹，后续将面临较大的投融资压力，需关注贝特瑞资金平衡情况及项目未来产能释放情况。

除贝特瑞外，该公司目前高新技术板块收入占比较大的还有国际精密。国际精密主要从事精密金属结构件的生产和销售业务，主要客户以国外知名汽车厂商为主。2022年，国际精密实现营业收入为8.30亿元、实现净利润0.19亿元，分别同比下滑3.35%和71.82%，主要是由于汽车芯片持续短缺、电子消费品市场需求不振以及受外部因素影响，汽车零件业务、电子设备零件等收入均较上年同期下降，需关注国际精密后续业绩恢复情况。总体上看，短期内公司高新技术板块仍将以贝特瑞为龙头，但也需关注其产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对公司高新技术板块运营情况的影响。

## B. 生物医药业务

该公司生物医药运营子公司包括马应龙和成都绿金高新技术股份有限公司（简称“绿金高新”）<sup>5</sup>，截至2023年3月末，公司直接及间接合计分别持有上述2家子公司股权比例为30.14%和61.63%，马应龙为公司医药生物板块核心子公司，2022年其营业收入占该业务的比重为89.82%。

马应龙品牌始创于1582年，是一家“中华老字号”医药企业，其生产的“马应龙”系列治疗药品在国内乃至国际市场均具有较高的知名度，市场竞争力较强。2022年及2023年第一季度，马应龙分别实现营业收入35.32亿元和8.33亿元，同期净利润分别为4.80亿元和1.89亿元，总体经营效益良好。

马应龙以肛肠及下消化道领域为核心定位，形成了医药工业、医疗服务和医药商业的全产业链。其中医药工业以药品制造为主，拥有马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、马应龙八宝眼膏、龙珠软膏等多个独家品种；医疗服务依托马应龙在肛肠治疗领域的独特优势，构建肛肠医疗服务终端网络，截至2022年末，共拥有肛肠直营医院和肛肠诊疗中心65余家；医药商业涵盖线下实体药店、网上药店、医药物流等。

图表7. 马应龙主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2020年		2021年		2022年		2023年第一季度		2022年第一季度	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
痔疮类产品	11.65	41.03	13.84	39.43	14.88	42.55	3.60	43.67	3.86	39.79

<sup>5</sup> 截至2022年末，成都绿金高新技术股份有限公司资产总额1.26亿元，净资产0.26亿元；2022年实现营业收入1.49亿元，净利润-0.04亿元。

产品名称	2020年		2021年		2022年		2023年第一季度		2022年第一季度	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
其他产品	3.65	12.86	4.74	13.50	5.85	16.73	1.06	12.83	0.62	6.39
零售、批发	11.71	41.25	14.67	41.79	13.54	38.72	3.10	37.63	4.72	48.67
医院诊疗	1.38	4.86	1.85	5.28	2.59	7.40	0.95	11.50	0.50	5.15
内部抵消	-0.64	—	-1.47	—	-1.89	-5.40	-0.46	-5.63	-0.30	—
<b>合计</b>	<b>27.75</b>	<b>100.00</b>	<b>33.63</b>	<b>100.00</b>	<b>34.97</b>	<b>100.00</b>	<b>8.25</b>	<b>100.00</b>	<b>9.40</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中国宝安

马应龙生产过程采用标准化工艺流程，产品工艺处于国内领先水平，产品的灌装包装设备采用德国或意大利的先进全自动生产流水线，具备物料自动监测、差错识别、自动报警等智能化控制，设备技术处于国际先进水平。治痔类产品主要原材料包括人工麝香、人工牛黄等，占生产成本的比重约 70%。近年来，马应龙与主要供应商保持良好的合作关系，保证原材料的稳定供应。产销方面，近年来马应龙痔疮类和皮肤类产品的产销率均较高。总体来看，该公司生物医药板块现阶段经营稳定，市场地位可以维持，未来仍具有一定的发展空间。

此外，马应龙、宝安控股、华一发展有限公司和国发建富实业有限公司已于 2022 年 12 月 13 日共同与云柏医药科技有限公司（简称“云柏医药”）签署《股权转让协议》，将合计持有的该板块原运营子公司大佛药业股份有限公司（简称“大佛药业”）95,946.90 万股股份转让至云柏医药，交易总价款合计为 2.60 亿元，该事项已于 2023 年 3 月末完成过户登记手续，大佛药业不再纳入该公司合并报表范围。

图表 8. 马应龙产销状况（单位：万支、万盒）

项目		2020年	2021年	2022年	2023年第一季度	2022年第一季度
痔疮类	产量	15,280.14	16,766.87	18,405.37	5,149.73	3,873.68
	产能	12,870.49	12,870.49	17,770.00	4,440.32	3,217.62
	产能利用率	118.72%	130.27%	103.58%	115.98%	120.39%
	产销率	99.64%	101.58%	102.15%	82.98%	106.70%
皮肤类	产量	717.05	975.35	724.96	108.05	241.08
	产能	831.04	831.04	831.04	207.76	207.76
	产能利用率	86.28%	117.36%	87.24%	52.01%	116.04%
	产销率	105.54%	103.18%	90.00%	98.57%	72.68%

资料来源：中国宝安

### C. 房地产业务

房地产业务是该公司的传统业务，由下属的各家房地产子公司负责运营。公司从事房地产开发已有 30 多年的历史，具备丰富的开发及项目管理经验，在部分区域市场有较高知名度。

该公司在售房地产项目目前主要集中在深圳、天津及海南等省市，主要以库存住宅项目为主，项目开发时间较早，成本较低，虽然销售进度慢，但项目收益较有保障。截至 2023 年 3 月末，公司主要房地产项目规划可售面积 13.77 万平方米，2022 年及 2023 年第一季度，销售面积分别为 2.23 万平方米和 0.28 万平方米，销售金额分别为 2.14 亿元和 0.11 亿元，其中公司多个在售项目基本接近尾声，新开工项目尚未达到预售条件影响，导致 2022 年销售金额较上年下降 81.39%。公司全部在售项目均已经取得预售许可证。

<sup>6</sup> 截至 2022 年末，大佛药业资产总额 2.78 亿元，净资产 1.14 亿元；2022 年实现营业收入 2.53 亿元，净利润 0.38 亿元。



图表 9. 公司房地产业务概况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度	2022 年第一季度
销售金额（亿元）	11.51	11.50	2.14	0.11	0.44
销售面积(m <sup>2</sup> )	60,270.62	35,369.18	22,299.55	2,822.55	4,514.60
在售面积(m <sup>2</sup> )	169,887.30	134,435.89	140,606.24	137,682.65	123,077.43
已售未结转金额（亿元）	10.45	1.97	1.96	1.93	1.84
完工面积(m <sup>2</sup> )	21,569.00	125,161.33	0	0	10,649.29

资料来源：中国宝安

2022 年及 2023 年第一季度，该公司房地产业务分别结转营业收入 2.53 亿元和 0.83 亿元，2022 年房地产业务收入主要来源于天津宝安江南城项目、山东宝安江南城项目和深圳新彩苑项目，但由于多个在售项目基本接近尾声，导致结转收入与 2021 年相比明显下降。近几年，公司着重进行存量房源去库存，多个在售项目基本接近尾声，其余在售房地产项目销售进度亦有不同程度增长，但考虑到国内房地产调控政策等的实施，公司房地产业务持续存在周期性波动风险。截至 2023 年 3 月末，公司在售房地产项目情况如下表所示：

图表 10. 截至 2023 年 3 月末公司主要在售房产项目情况（单位：平方米、亿元）

开发子公司名称	项目名称	所在地	建筑面积	项目类型	计划投资	截至 2023 年 3 月末已投资	是否开始销售	销售进度	已回笼资金
中国宝安集团海南实业有限公司	宝安公园家	海南省定安县	73,189.47	住宅、商业	4.00	4.71	是	96.15%	4.82
	万宁兴隆椰林湾	海南省万宁市	76,597.76	住宅、商业	5.77	5.73	是	97.13%	10.78
	江东豪庭	海南省海口市	14,189.76	住宅、商业	2.97	2.39	是	-	0.00
山东宝安房地产有限公司	江南城三期	山东文登南海	205,820.44	住宅、商业	9.69	8.93	是	92.20%	14.11
天津宝安房地产有限公司	江南城一期别墅	天津西青区	18,968.34	别墅	4.00	3.64	是	83.00%	3.52
	江南城二期别墅	天津西青区	18,109.87	别墅	5.70	5.20	是	64.00%	4.48
	江南城二期高层	天津西青区	85,783.97	高层	11.00	10.63	是	100.00%	18.52
武汉宝安房地产有限公司	山水琴台	武汉汉阳区	142,650.61	住宅/商业	7.80	7.69	是	90.61%	11.02
新疆宝安房地产有限公司	库尔勒宝安江南城区	库尔勒市	184,430.41	住宅、商业	9.80	8.95	是	66.32%	5.76
深圳市丹晟恒丰投资有限公司	深圳市白石龙工业区城市更新项目	深圳市龙华区	95,889.00	住宅、商业、办公	16.26	14.16	是	85.40%	30.09
惠州市华富投资有限公司	宝翠公馆	惠州市惠阳区	14,396.00	住宅、商业	1.02	0.88	是	85.10%	0.85
<b>合计</b>	—	—	<b>930,025.63</b>	—	<b>78.01</b>	<b>72.91</b>	—	—	<b>103.95</b>

资料来源：中国宝安

在建项目方面，目前该公司在建房地产项目为江东豪庭，位于海南省海口市，建筑面积 1.42 万平方米，项目类型为住宅和商业，项目计划总投资 3.06 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 2.39 亿元。

总体上看，该公司在售、在建项目土地取得时间较早，成本较低，如能顺利实现销售，有望给公司带来较大收益。但公司目前天津及新疆在售项目仍有一定规模的体量，存在去化压力。后续随着在建项目推进，仍有一定的投资压力，后续销售情况可能会受到当地房地产政策影响，最终收益情况尚待时间检验。

旧改项目方面，该公司旧改项目主要包括深圳龙岗区横岗街道茂盛片区城市更新项目（简称“深圳横岗街道城市更新项目”）和深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目（简称“深圳布吉街道城

市更新项目”）。

2016年9月2日，该公司与广东天行健投资集团有限公司天行健投资（简称“天行健投资”）签署《股权转让协议》，以人民币13.2亿元收购深圳市华信达房地产开发有限公司55%的股权，与其合作进行深圳横岗街道城市更新项目开发，开发模式为城市更新项目，盈利模式为拆迁建成后返回原业主后，剩余楼盘销售获利。该项目尚在拆迁谈判阶段，计划分四期开发，目前处于一期拆迁谈判阶段。截至2023年3月末，该项目因收购土地及建筑物以及公司投资形成的开发成本为38.04亿元。

由于深圳地区普遍存在历史遗留问题、城市规划问题、旧改项目特殊政策等，深圳地区拆除重建类城市更新项目不同于国内其他地区，流程具体如下：

图表 11. 深圳市拆除重建类城市更新流程图



资料来源：中国宝安

2023年2月，深圳横岗街道城市更新项目已取得“更新单元规划批复”，即取得专项规划。项目后期还将面临实施主体确认、拆迁补偿谈判、拆迁补偿协议签订、拆迁实施、土地规划许可证办理等一系列工作准备和行政审批，办理手续较为复杂且耗时较长，进入到实质开发的阶段时间不可预测。

深圳布吉街道城市更新项目系该公司子公司宝安控股、深圳市运通物流实业有限公司（简称“运通公司”）、深圳恒安房地产开发有限公司（简称“恒安公司”）与中信置业（深圳）有限公司、深圳市桦盈实业有限公司（简称“桦盈实业”）共同合作推进深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目。截至2023年3月末，该公司已收到合作方桦盈实业支付的两笔合同保证金，共计6.10亿元，过渡安置费0.35亿元，违约金0.10亿元<sup>7</sup>，未来项目的拆迁补偿工作、申报城市更新等政府审批手续、投资、建设施工及销售等工作全部由桦盈实业负责。目前该项目仍处于规划研究等前期工作阶段。2022年2月26日，公司公告称下属子公司收到民事裁定书：2022年1月25日桦盈实业向深圳中级法院申请对运通公司、恒安公司和宝安控股名下价值6.71亿元的财产采取保全措施申请，深圳中级法院查封、冻结运通公司、恒安公司和宝安控股名下的土地使用权、银行存款、股权以及其他可供执行的财产，保全金额以6.71亿元为限。2023年5月13日，公司公告称中宝控股、运通公司及恒安公司拟与桦盈实业、深圳市万科发展有限公司（简称“万科发展”）和深圳市晨盈投资咨询有限公司签署《<龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目合作协议>补充协议》（简称“补充协议”）以化解诉讼纠纷和推进项目立项。新世纪评级将持续关注后续进展及对公司可能产生的影响。

<sup>7</sup> 桦盈公司需按约定向运通公司和恒安公司按月支付安置过渡补偿费，标准为每月人民币100万元整。桦盈公司已支付了自2018年4月至2021年3月的过渡安置费，在补充协议签订后，桦盈公司支付自2021年4月起的过渡安置费（按每月向运通公司支付60万元、向恒安公司支付40万元的标准），并自2021年4月起，按应付未付过渡安置费的金额为基数，自应付未付之日起，按日万分之五的标准计算违约金，计算至实际支付之日止。

未来该公司房地产业务将聚焦在深圳区域，其他区域项目将以去化为主；同时，针对尚未开发的国内其他地区土地储备，公司将视情况逐步转让，以盘活资产。

#### D. 投资业务

除三大业务板块外，该公司还涉及对外投资业务，主要包括股权投资和股票投资，其中股权投资业务主要由母公司及下属企业中国宝安集团资产管理有限公司负责管理运营，主要工作是对下属子公司股权进行管理，并购符合公司发展战略的新企业并进行孵化，处置不符合公司发展战略的子公司股权等。近年来公司通过股权转让、新三板减持等方式实现了较好的投资收益。2022年公司处置长期股权投资产生的投资收益为5.15亿元。

该公司股票投资业务由本部及下属企业设立相关部门负责运营。2022年末及2023年3月末，公司交易性金融资产分别为16.87亿元和15.73亿元，当期取得的公允价值变动净收益分别为-0.17亿元和-1.52亿元。其中受到国内证券市场走势低迷的影响，公司证券市场投资出现亏损，2023年第一季度公允价值变动亏损较多主要系由于当期处置了持有的广州鹿山新材料股份有限公司（简称“鹿山新材”）股权结转了前期确认的公允价值变动收益所致。2022年末除证券投资外主要为银行理财6.56亿元。证券投资风险较大，需关注公司金融资产投资对其损益的影响。

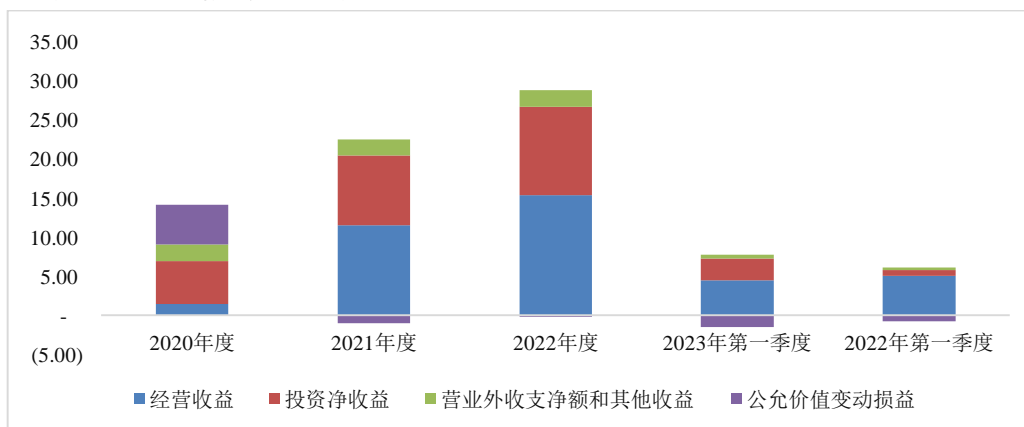
图表 12. 截至 2023 年 3 月末公司证券投资情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	最初投资成本	本期公允价值变动损益	期末账面价值	核算科目
300427	红相股份	0.94	-0.30	0.61	交易性金融资产
01810	小米集团-W	0.97	0.06	0.58	
03690	美团-W	0.53	0.01	0.55	
00700	腾讯控股	0.27	0.06	0.28	
01024	快手-W	0.33	-0.03	0.22	
002352	顺丰控股	0.17	-0.01	0.18	
002624	完美世界	0.15	0.04	0.17	
09988	阿里巴巴-SW	0.15	0.02	0.13	
002241	歌尔股份	0.15	-0.00	0.13	
00027	银河娱乐	0.10	-0.00	0.12	
期末持有的其他证券投资		1.33	0.20	0.76	
合计		5.09	0.05	3.73	

资料来源：中国宝安

#### (2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

该公司利润来源于主业经营和投资净收益。2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现经营收益 15.42 亿元和 4.53 亿元，同比分别增长 33.28%和下降 10.59%，其中 2023 年第一季度经营收益同比下降主要系毛利率下降所致。同期公司投资净收益分别为 11.31 亿元和 2.77 亿元，主要为处置子公司或参股公司的投资收益；营业外收支净额和其他收益合计分别为 2.10 亿元和 0.49 亿元，主要为政府补助；公允价值变动损益分别为-0.17 和-1.52 亿元，主要是股票投资损益。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	105.94	175.53	319.99	82.28	56.83
营业毛利（亿元）	36.13	50.45	63.81	15.25	14.03
期间费用率（%）	27.69	19.84	13.82	12.08	14.77
其中：财务费用率（%）	4.81	2.40	1.42	1.61	1.58
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>6.63</b>	<b>6.03</b>	<b>5.59</b>	—	—
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>1.10</b>	<b>1.03</b>	<b>1.08</b>	—	—

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

2022 年及 2023 年第一季度，该公司分别实现营业收入 319.99 亿元和 82.28 亿元，同比分别增长 82.29%和 44.78%，实现营业毛利分别为 63.81 亿元和 15.25 亿元，同比分别增长 26.48%和 8.64%。期间费用方面，公司近年来期间费用规模持续增长，2022 年及 2023 年第一季度分别为 44.21 亿元和 9.94 亿元，但期间费用率有所下滑，同期分别为 13.82%和 12.08%，同比分别减少 6.02 个百分点和 2.69 个百分点。从期间费用构成看，2022 年及 2023 年第一季度公司研发费用同比分别增长 86.90%和 22.93%至 15.08 亿元和 3.13 亿元，主要是物料消耗和职工薪酬增加所致；管理费用同比分别增长 22.02%和 22.89%至 13.43 亿元 3.15 亿元，主要是职工薪酬增加所致；销售费用同比分别下降 3.18%和 1.87%至 11.17 亿元和 2.35 亿元，主要是业务拓展及宣传费减少所致；公司财务费用分别为 4.53 亿元和 1.32 亿元，同比分别增长 7.45%和 47.14%主要是债务规模扩大使得利息支出增加所致。2022 年，公司产生资产减值损失和信用减值损失分别为-1.61 亿元和-1.28 亿元，其中主要为计提的存货跌价准备-1.16 亿元、应收账款减值损失-0.63 亿元、发放贷款及垫款减值损失-0.37 亿元和其他应收款坏账损失-0.28 亿元。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益	5.48	8.89	11.31	2.77	0.72
其中：处置长期股权投资产生的投资收益	4.92	6.23	5.15	1.58	0.10
其它收益	1.92	1.97	2.15	0.48	0.35
营业外收入	0.42	0.32	0.20	0.02	0.00
公允价值变动损益	5.10	-0.98	-0.17	-1.52	-0.78
信用减值损失	-1.44	-0.93	-1.28	0.02	-0.37
资产减值损失	-2.56	-1.91	-1.61	-0.43	0.04

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

非经常性损益一直是该公司利润的重要组成部分，对公司最终净利润的影响较大，主要为投资收益和其他收益等。2022 年及 2023 年第一季度，公司投资收益分别为 11.31 亿元和 2.77 亿元，其中 2022 年主要是子公司出售广东芳源新材料集团股份有限公司（简称“芳源股份”）股权取得投资收益 6.13 亿元，以及，以及对其丧失重大影响后，剩余股权按公允价值重新计量产生投资收益利得 3.42 亿元；2023 年第一季度因出售大佛药业和广州鹿山新材料股份有限公司股权分别获得投资收益 1.58 亿元和 1.16 亿元。公司其他收益主要是高新技术业务的政府补助，2022 年及 2023 年第一季度分别为 2.15 亿元和 0.48

亿元，同比有所增长，且随着公司高新技术业务的持续发展，短期内其他收益规模仍可维持。公司公允价值变动损益主要是股票投资损益，同期分别为-0.17亿元和-1.52亿元，其中2023年第一季度公允价值变动亏损较多，主要系由于当期处置了持有的鹿山新材股权结转了前期确认的公允价值变动收益所致。总体上看，公司非经常性损益对利润的影响大。

综合上述因素影响，2022年及2023年第一季度该公司分别实现净利润24.68亿元和4.66亿元，同比分别增长40.30%和3.39%。其中2022年，主业经营收益和非经常性损益均有增长，使得公司净利润显著增加；2023年第一季度虽然主业经营收益略有下滑，但非经常性损益有所增加，公司净利润同比仍实现增长。

### (3) 运营规划/经营战略

根据该公司规划，未来公司仍将着重发展高新技术板块，主要是继续拓展新材料、新能源汽车等战略新兴产业，通过收购、整合等手段实现相关产业链的延伸，强化子公司经营的同时寻找产业投资机会；医药生物方面，公司将继续强化马应龙品牌优势，打造肛肠健康方案提供商，大力发展大健康产业；房地产方面，公司将继续进行非深圳项目的去库存和资产清理、处置，减少库存积压，加快资金回收。

该公司目前在建工程主要是贝特瑞产能扩张项目，整体投资规模较大，需关注投产后的产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对其运营情况的影响。贝特瑞产能建设项目具体如下：

图表 16. 截至 2023 年 3 月末贝特瑞在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	设计年产能	资金来源		截至 2023 年 3 月末已投资金额	未来三年投资计划			预计完工时间
			自筹	贷款		2023 年 4-12 月	2024 年	2025 年	
天津贝特瑞 6 万吨/年锂电负极材料项目	9.05	负极材料 6 万吨	3.65	5.40	6.20	1.00	1.00	0.85	2023 年
常州贝特瑞年产 5 万吨锂电池高镍三元正极材料项目	26.52	正极材料 5 万吨	19.54	6.98	20.94	5.09	0.25	0.25	2023 年
四川新材料年产 5 万吨锂离子电池负极材料及综合配套项目（一期）	17.50	负极材料 5 万吨	6.50	11.00	10.29	3.64	2.40	1.17	2023 年
山东瑞阳年产 4 万吨人造石墨负极一体化产线（一期）	9.89	人造负极材料：4 万吨/年	2.80	7.09	5.21	3.35	0.65	0.68	2023 年
山东瑞阳年产 6 万吨负极针状焦生产线（一期）	5.31	针状焦：6 万吨/年	2.21	3.10	2.57	1.65	0.56	0.53	2023 年
四川瑞鞍年产 5 万吨锂电池负极材料前驱体和成品线项目	7.00	负极材料 5 万吨	1.41	5.59	4.33	0.96	0.43	0.15	2023 年
光明年产 4 万吨硅基负极材料项目	21.37	一期硅基负极 1.5 万吨	6.41	14.96	1.51	9.25	6.56	1.42	一期 2023 年完工
云南贝特瑞年产 20 万吨锂电池负极材料一体化项目（一期）	27.50	一期负极材料 5 万吨	8.25	19.25	1.41	19.22	6.87	—	2024 年
山西瑞君年产 10 万吨人造石墨负极材料一体化生产线项目（一期）	18.40	一期负极材料 4 万吨	5.52	12.88	2.83	6.80	1.03	2.00	2024 年
<b>合计</b>	<b>142.54</b>	<b>—</b>	<b>56.29</b>	<b>86.25</b>	<b>55.29</b>	<b>50.96</b>	<b>19.75</b>	<b>7.05</b>	<b>-</b>

资料来源：中国宝安

此外，资金方面，贝特瑞具备资本市场融资能力。其开展向全国中小企业股份转让系统有限责任

公司提交申请股票公开发行并在精选层挂牌事项于 2020 年 6 月 16 日通过全国股转公司挂牌委员会审核，并于 6 月 18 日取得中国证监会的核准批文，于 2020 年 7 月完成发行。此次贝特瑞公开发行股票共募集资金 16 亿元，用于主营业务投资及补充流动资金，在一定程度上缓解了贝特瑞及该公司的投融资压力。

图表 17. 募集资金运用情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	项目备案情况	项目环评批复情况
惠州市贝特瑞年产 4 万吨锂电负极材料项目	6.44	6.44	惠州市惠阳区发展和改革局，项目代码：2018-441303-38-03-825030	(1) 惠州市生态环境局：惠市环（惠阳）建（2019）212 号； (2) 惠州市生态环境局：惠市环（惠阳）建（2020）203 号
年产 3 万吨锂离子动力电池正极材料项目（二期）	8.00	4.05	(1) 江苏省金坛经济开发区科技经贸局：坛开科经备字（2020）8 号 (2) 常州市金坛区发展和改革局：坛发改备字（2020）2 号	常州市生态环境局：常金环审（2019）188 号
补充流动资金	5.56	5.56	-	-
<b>合计</b>	<b>20.00</b>	<b>16.05</b>	-	-

资料来源：中国宝安

2022 年 6 月，贝特瑞发布《2022 年度向特定对象发行股票募集说明书（草案）》，拟向特定对象发行股票不超过 21,842.38 万股，募集资金总额不超过 50.00 亿元（含 50.00 亿元），目前发行对象尚未确定。非公开发行募集资金扣除发行费用后，拟用于 4 万吨硅基负极材料扩建项目（第一期）、年产 5 万吨高端石墨负极材料综合配套项目、年产 20 万吨锂电池负极材料一体化基地项目（第一期）和深圳市贝特瑞新能源技术研究院有限公司新能源技术研究院建设项目的投资以及补充流动资金。

图表 18. 贝特瑞 2022 年度拟非公开发行募集资金用途（单位：亿元）

序号	项目	项目投资总额	拟使用募集资金投入
1	贝特瑞新材料集团股份有限公司 4 万吨硅基负极材料扩建项目（第一期）	20.00	15.00
2	贝特瑞（四川）新材料科技有限公司年产 5 万吨高端石墨负极材料综合配套项目	21.00	10.00
3	云南贝特瑞新能源材料有限公司年产 20 万吨锂电池负极一体化基地项目（第一期）	27.50	12.00
4	深圳市贝特瑞新能源技术研究院有限公司新能源技术研究院建设项目	5.03	3.00
5	补充流动资金项目	10.00	10.00
<b>合计</b>		<b>83.53</b>	<b>50.00</b>

资料来源：贝特瑞

总体上看，为实现战略规划目标，未来该公司仍将保持较大的投融资规模，需持续关注公司融资渠道的畅通情况和资金平衡情况。

## 管理

2022 年 12 月，该公司第一大股东发生变更，目前暂未对公司日常管理和经营造成影响。公司法人治理结构完善，管理团队的经验较丰富，组织架构建设合理，主要管理人员和内控方面无重大变化。

2022 年 6 月，该公司发布《关于股东权益变动的提示性公告》和《中国宝安集团股份有限公司关于国有股份无偿划转的进展公告》，公司于 2022 年 6 月 5 日收到深圳市宝安区投资管理集团有限公司（简称“宝投集团”）、深圳市承兴投资有限公司（简称“承兴投资”）和深圳市鲲鹏新产业投资有限公司（简称“鲲鹏新产业”）关于权益变动的通知，承兴投资与鲲鹏新产业（两者为一致行动人）已通过二级市场合计增持公司 12,895.09 万股人民币普通股股份（占总股本的 4.9996%），此后宝投集团与承兴投资签署了《关于中国宝安集团股份有限公司之股份无偿划转协议》，拟将宝投集团所持公司的

12,356.45 万股（占公司总股本的 4.7908%）无偿划转至承兴投资，上述国有股份无偿划转事项已于 2022 年 6 月 2 日经宝安区国资局及深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“深圳市国资委”）批复同意，并于 2022 年 6 月 9 日完成股份过户登记。本次划转完成后，承兴投资直接持有公司 8.94% 的股份，鲲鹏新产业持有公司 0.85% 的股份，承兴投资与鲲鹏新产业合计持有公司 9.79% 的股份。之后承兴投资多次通过集中竞价的方式买入公司股份，截至 2023 年 3 月末，公司第一大股东承兴投资及其一致行动人鲲鹏新产业合计持有公司 17.40% 的股份，第二大股东韶关市高创企业管理有限公司（简称“韶关高创”）持有公司 15.04% 的股份，第三大股东深圳市富安控股有限公司持有公司 5.55% 的股份，剩余股份主要是二级股票市场的机构投资者和个人投资者持有。公司仍无实际控制人。自然人陈政立自公司成立以来一直担任公司主要领导职务，负责公司主要经营策略的制定，对公司实际影响力较强。

承兴投资与鲲鹏新产业均为深圳市鲲鹏股权投资管理有限公司（简称“鲲鹏资本”）的全资子公司。鲲鹏资本是深圳市委、市政府为助力全市产业转型升级而设立的国有资本运作平台，以基金投资与管理、战略并购、股权投资、资本市场投资为主要业务，截至 2022 年末深圳市国资委持有其 99.54% 股权，为控股股东和实际控制人。据公司于 2022 年 12 月 22 日发布的《中国宝安集团股份有限公司详式权益变动报告书》，承兴投资暂无未来 12 个月内对公司主营业务作出改变或调整的计划；暂无未来 12 个月内对公司或子公司的资产和业务进行出售、合并、与他人合资或合作的计划，或公司拟购买或置换资产的重组计划；不排除对公司董事、监事和高级管理人员进行调整的可能；不排除对《公司章程》的条款进行修改的可能；暂无对公司现有员工聘用计划作重大变动的计划；暂无对公司现有分红政策进行重大调整的计划；暂无其他对公司业务和组织结构有重大影响的计划。同时，承兴投资已签署《关于保持上市公司独立性的承诺函》，承诺本次权益变动对公司独立性不产生影响。本次权益变动完成后，公司将仍然具备独立经营能力，拥有独立法人地位，继续保持机构、资产、人员、业务经营、财务等的独立或完整。承兴投资将严格遵守相关法律法规、中国证监会、深圳证券交易所的规定与要求、及公司章程的相关规定，与其他股东一样平等行使股东权利、履行股东义务，不利用第一大股东地位谋求不当利益，尊重公司在人员、资产、业务、财务和机构方面的独立性。目前，公司第一大股东变更暂未对其日常管理和经营造成影响。

跟踪期内，该公司董事局、监事会尚未进行换届选举，董事局换届有关各方正在商议之中。在公司董事局换届工作完成之前，公司第十四届董事局将依照法律、行政法规和《公司章程》的相关规定继续履行董事的义务和职责。公司高管人员未发生变动，子公司贝特瑞 2022 年 7 月 20 日公告，贝特瑞董事长（同时也为公司副总裁）贺雪琴先生因涉嫌证券市场内幕交易，被中国证券监督管理委员会立案调查。新世纪评级将持续关注上述事项的后续进展。

2022 年末，该公司关联担保余额合计为 87.33 亿元<sup>8</sup>，其中公司为子公司担保余额合计 5.92 亿元、子公司为公司担保余额合计 34.67 亿元以及子公司之间互保余额合计 46.73 亿元。

根据该公司提供的 2023 年 5 月 6 日和 2023 年 5 月 9 日《企业信用报告》及相关资料，跟踪期内公司及主要子公司不存在违约记录。

## 财务

跟踪期内，随着业务规模扩大和在建项目持续推进，该公司资金需求有所增加，资产负债率有所上升，公司刚性债务增长较快，债务仍偏于短期，有较大的即期偿债压力。目前公司资产大量沉淀于房地产业务，短期变现能力偏弱，但货币资金存量仍较为充裕，融资渠道较畅通，可为其即期债务的偿付提供一定缓冲。

<sup>8</sup> 其中涉及港元和美元关联担保分别采用 2022 年 12 月 31 日汇率 1 港元兑 0.89 人民币，1 美元兑 6.84 元人民币。

## 1. 数据与调整

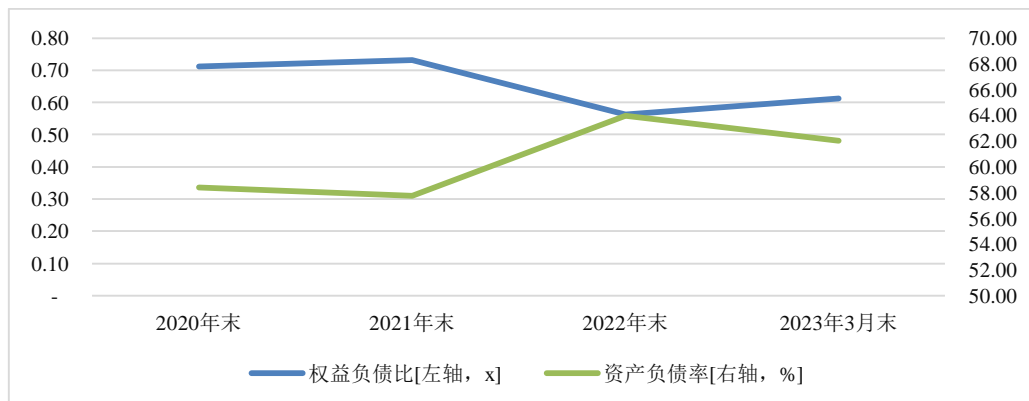
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）（简称“中审众环”）对该公司 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2023 年第一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年以来发布的多项具体会计准则和报告格式修订通知。

截至 2022 年末，该公司合并范围共 206 家子公司，其中 2022 年公司新设深圳市鼎元新材料科技有限公司、云南贝特瑞新能源材料有限公司和武汉广为兴科技有限公司等子公司 10 家；收购 BTR New Material Europe GmbH 公司 100% 股权；清算湖北康途维大药房连锁有限公司等 4 家子公司。2023 年第一季度，公司新设立印尼贝特瑞新能源材料有限公司和武汉广为晟科技有限公司等 4 家企业；出售深圳大佛药业股份有限公司和深圳市大佛医贸有限公司股权；注销湖北红莲湖恒安大酒店有限公司和深圳市泰格尔航天航空科技有限公司股权，截至 2023 年 3 月末，公司合并范围内仍为 206 家子公司。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

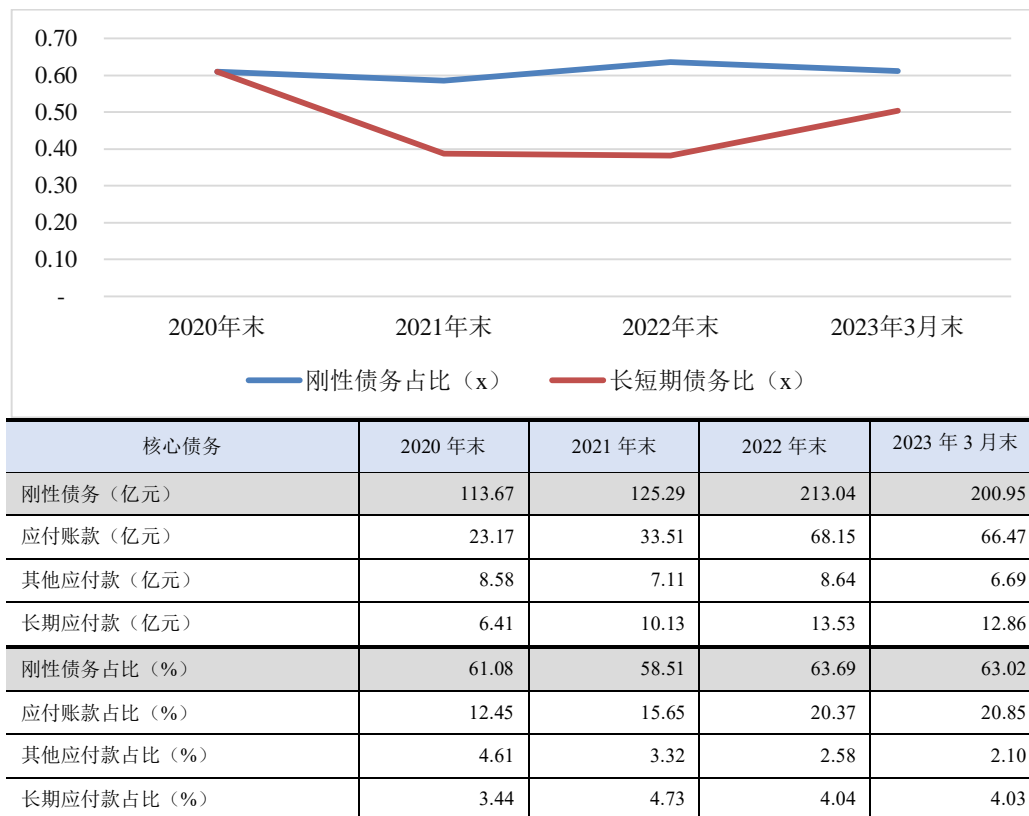
从权益资本看，随着经营积累的增加，该公司所有者权益持续增强，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 188.43 亿元和 195.03 亿元。其中，实收资本保持稳定，均为 25.79 亿元；资本公积分别较上年末增长 3.67% 和 5.26% 至 14.19 亿元和 14.93 亿元；未分配利润分别较上年末增长 28.46% 和 5.01% 至 48.14 亿元和 50.55 亿元，2021 年度公司现金分红总额为 0.90 亿元，2022 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.35 元（含税），公司未分配利润占比整体较大，需持续关注利润分配情况。

跟踪期内，随着公司业务规模的扩大，负债规模整体呈波动上升态势，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 334.51 亿元和 318.87 亿元，较上年末分别增长 56.21% 和下降 4.68%；资产负债率分别为 63.97% 和 62.05%，较上年末分别增加 6.21 个百分点和下降 1.92 个百分点。同期末，公司权益负债比分别为 0.56 倍和 0.61 倍。



## (2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据中国宝安所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司债务仍集中于短期，2022 年末及 2023 年 3 月末长短期债务比分别为 38.27%和 50.41%。

从债务结构来看，该公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和长期应付款构成，其中 2022 年末及 2023 年 3 月末刚性债务占负债总额比重分别为 63.69%和 63.02%，占比较 2021 年末整体有所上升。公司应付账款近年来总体保持在较大规模，表明公司较好利用了自身的商业信用，2022 年末及 2023 年 3 月末应付账款分别为 68.15 亿元和 66.47 亿元，2022 年末较上年末增加 34.64 亿元主要系贝特瑞产量增长，对原材料及委外加工需求相应增加，应付采购款相应增加所致；同期末其他应付款分别为 8.64 亿元和 6.69 亿元，主要是尚未支付的押金、保证金、暂扣款、开发项目工程质保金、往来款和预收股权转让款等，2022 年末较上年末增加 21.63%，主要系待付款项和预收股权转让款增加所致，2022 年末押金、保证金为 1.43 亿元、待付款项 2.39 亿元、往来款 1.22 亿元和预收股权转让款 1.71 亿元；长期应付款主要为应付股权收购款，同期末分别为 13.53 亿元和 12.86 亿元，2022 年末较上年末增加 33.50%，主要系当期增加应付售后回租融资款 5.34 亿元所致。此外，2022 年末公司合同负债较上年末减少 67.18%，主要系由于预收客户货款逐步结算所致；2022 年末公司新增持有待售的负债 1.42 亿元，主要系公司子公司出售大佛药业股份，但 2022 年末该交易尚未完成，故将大佛药业相关负债转入持有待售负债列报所致，随着交易完成，2023 年 3 月末已降至 0.04 万元；2022 年末及 2023 年 3 月末，公司其他非流动负债分别为 6.98 亿元和 6.97 亿元，其中仍主要为布吉街道城市更新项目合作方保证金 6.10 亿元。

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>62.78</b>	<b>93.00</b>	<b>149.89</b>	<b>125.67</b>
其中：短期借款	37.69	56.13	83.15	66.58

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
一年内到期的长期借款	8.03	11.01	14.19	17.50
应付票据	5.87	9.63	40.05	28.53
其他短期刚性债务	11.17	16.20	12.47	13.04
交易性金融负债	0.02	0.02	0.02	0.02
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>50.89</b>	<b>32.29</b>	<b>63.15</b>	<b>75.28</b>
其中：长期借款	15.44	19.34	49.30	62.15
应付债券	35.26	12.95	10.46	10.46
其他中长期刚性债务	0.20	—	3.39	2.68
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>5.55</b>	<b>4.88</b>	<b>4.17</b>	<b>4.12</b>

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理

2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 213.04 亿元和 200.95 亿元，较上年末分别增加 87.75 亿元和减少 12.09 亿元，总体保持在较大规模。目前公司刚性债务仍集中于短期，2022 年末公司短期刚性债务占比为 70.36%，即期偿债压力较大。

2022 年及 2023 年 3 月末，该公司短期刚性债务分别为 149.89 亿元和 125.67 亿元，分别较上年末增加 56.89 亿元和减少 24.22 亿元，主要是短期借款和应付票据变动所致。公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的长期借款和其他短期刚性债务构成，其中，同期末短期借款分别为 83.15 亿元和 66.58 亿元，较上年末分别增长 48.14%和下降 19.93%，主要是贝特瑞业务规模扩大所需流动资金需求上升所致；一年内到期的长期借款分别为 14.19 亿元和 17.50 亿元；公司应付票据均为银行承兑汇票，同期末分别为 40.05 亿元和 28.53 亿元，其中 2022 年末较上年末大幅增长主要是贝特瑞业务规模扩大对原材料及委外加工采购增加，利用票据工具支付的贷款增加所致；公司其他短期刚性债务主要是一年内到期的债券 20 宝安集 MTN001（包含应付债券利息）以及贝特瑞的售后回租融资款，分别为 10.53 亿元和 1.95 亿元。公司中长期刚性债务主要由长期借款和应付债券构成，2022 年末及 2023 年 3 月末，公司长期借款分别为 49.30 亿元和 62.15 亿元，持续增长主要是贝特瑞项目贷款增加所致；应付债券均为 10.46 亿元，包括 21 宝安 01 和 22 宝安 01；其他中长期刚性债务为应付售后回租融资款，同期末分别为 3.39 亿元和 2.68 亿元。

从借款方式看，2022 年末该公司银行借款主要包括信用借款 45.09 亿元、担保借款 56.65 亿元、抵押借款合计 44.91 亿元等。公司银行借款利率区间为 1.21%~8.00%。此外公司及子公司还通过发行各类债券进行融资，截至本评级报告出具日，公司合并口径待偿还债券余额为 20.50 亿元，目前各类债券付息正常。2022 年及 2023 年 3 月末综合融资成本为 4.17%和 4.12%，近年来持续呈下降趋势。

图表 22. 公司 2022 年末刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	1 年以（含 1 年）	1~2 年（含 2 年）	2~3 年（含 3 年）	3~5 年（含 5 年）	5 年及以上	合计
合并口径	149.89	24.27	20.16	10.65	8.07	213.04
母公司口径	62.48	10.80	7.47	-	-	80.75

资料来源：中国宝安。

### 3. 现金流量

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
营业周期（天）	529.62	328.02	214.66	—	—
营业收入现金率（%）	89.39	74.07	71.99	97.16	73.42
业务现金收支净额（亿元）	17.29	0.97	6.73	18.45	-3.23

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度	2022年第一季度
其他因素现金收支净额（亿元）	-10.73	-3.76	-3.82	-1.18	-1.51
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.55	-2.79	2.90	17.28	-4.74
EBITDA（亿元）	25.38	33.83	43.14	—	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.22	0.28	0.25	—	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.83	5.61	6.47	—	—

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2022年该公司营业周期为214.66天，较之前有所缩短。公司经营收现能力较一般，2022年及2023年第一季度营业收入现金率分别为71.99%和97.16%。同期经营性现金流量净额分别为2.90亿元和17.28亿元，其中2022年经营性现金净流入主要系当期销售收入增长，对外贷款回收增加以及出口退税增加所致，2023年第一季度，由于销售收入增加以及当期回款情况较好，当期经营性现金净流入较上年同期大幅增长。

2022年，该公司EBITDA为43.14亿元，主要来源于同期利润总额，近年来主要随业绩增长而增加。公司刚性债务规模增加，使得公司EBITDA对刚性债务的覆盖倍数下滑至0.25倍，但仍处于较好水平；同期EBITDA对利息支出的覆盖倍数有所增加，为6.47倍。

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度	2022年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	11.28	19.25	-3.78	1.41	-7.32
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-10.09	-19.67	-36.79	-8.68	-8.97
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.06	-0.30	-	0.004	0.09
投资环节产生的现金流量净额	2.25	-0.72	-40.57	-7.27	-16.20

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

投资活动方面，由于该公司参股控股企业较多，每年均会对不符合发展战略的子公司股权进行处置，同时公司也会利用闲置资金购买理财产品，加上高新技术仍有一定的产能扩张投资支出，综合作用下，导致公司近年来投资活动现金流呈现一定波动。2022年及2023年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-40.57亿元和-7.27亿元，其中随着贝特瑞项目投资持续推进，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金持续处于较高水平，同期分别为36.89亿元和8.71亿元。2023年第一季度公司收回投资收到的现金较多使得投资活动现金流净流出金额收窄至-7.27亿元。考虑到公司后续仍有一定规模的投资需求且仍可能继续处置子公司股权，预计未来公司投资性现金流仍将呈现波动。

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度	2022年第一季度
权益类净融资额	16.92	2.58	11.63	2.62	0.76
债务类净融资额	-4.24	9.10	51.54	-0.02	15.46
其中：现金利息支出	6.61	5.97	6.77	1.99	1.17
筹资环节产生的现金流量净额	3.30	0.95	54.15	0.28	14.80

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

该公司外部融资规模一直较大，公司主要以银行借款和发行债券方式获取资金。2022年及2023年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为54.15亿元和0.28亿元，同比分别增加53.20亿元

和减少 14.52 亿元，其中 2022 年吸收投资收到的现金同比增加 9.05 亿元至 11.63 亿元，主要是贝特瑞下属子公司少数股东增资款，当期公司债务类净融资额同比增加 42.44 亿元至 51.54 亿元；2023 年第一季度，公司吸收投资收到的现金 2.62 亿元，主要是贝特瑞行使股权激励所收增资款，同比增加 1.86 亿元，当期债务类融资净额同比减少 15.48 亿元，呈净流出状态。短期内，公司融资渠道的畅通性对其资金周转有较大影响，外部融资仍将是公司补充资金的主要渠道，预计其筹资性现金流量净额仍将呈现一定波动。

#### 4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	211.68	238.79	349.86	335.10
	66.45	64.41	66.90	65.21
其中：货币资金（亿元）	67.39	65.82	105.32	100.71
交易性金融资产（亿元）	10.59	3.75	16.87	15.73
应收账款（亿元）	19.76	33.67	63.73	60.68
应收款项融资（亿元）	3.95	11.37	12.99	10.97
存货（亿元）	85.34	101.41	121.94	115.74
其他应收款（亿元）	9.41	7.68	8.27	7.99
其他流动资产（亿元）	6.74	7.36	10.23	11.96
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	106.89	131.94	173.07	178.80
	33.55	35.59	33.10	34.79
其中：固定资产（亿元）	46.00	49.28	78.73	80.51
在建工程（亿元）	7.76	21.34	26.91	28.31
无形资产（亿元）	10.81	11.52	14.11	14.69
长期股权投资（亿元）	12.11	12.67	12.50	12.59
投资性房地产（亿元）	7.37	8.39	11.74	11.63
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>11.02</b>	<b>15.25</b>	<b>63.41</b>	<b>47.87</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>3.46</b>	<b>4.11</b>	<b>12.13</b>	<b>9.31</b>

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司资产总额分别为 522.93 亿元和 513.90 亿元，随业务规模扩大，2022 年末资产总额较上年末增加 152.20 亿元。从资产构成来看，公司资产仍以流动资产为主，同期末占比分别为 66.90%和 65.21%。

从资产结构来看，2022 年末该公司流动资产为 349.86 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款和存货构成。2022 年末，公司货币资金 105.32 亿元，其中受限货币资金为 26.92 亿元，主要是银行承兑汇票、信用证、保函等的保证金，公司非受限货币资金存量较为充裕；同期末，公司交易性金融资产较上年末增加 13.13 亿元至 16.87 亿元，主要是公司持有的股票及理财产品等，其中增量主要包括 1) 理财产品投资 6.25 亿元；2) 公司相关子公司因减持股票等原因对芳源股份不再实施重大影响，将其由长期股权投资转为交易性金融资产核算，导致交易性金融资产增加 3.72 亿元；3) 子公司广州日信宝安新材料产业投资中心（有限合伙）投资的鹿山新材于 2022 年 3 月在 A 股主板上市，公司根据流动性划分将其由非流动金融资产重分类至交易性金融资产核算 2.09 亿元；同期末，公司应收账款为 63.73 亿元，较上年末增长 89.26%，主要是贝特瑞业务规模扩大使得应收货款增加，年末高新技术板块应收账款占比为 95.02%，从账龄来看，一年内的应收账款占比为 96.35%，截至年末已计提的坏账准备余额为 4.35 亿元；公司其他应收款主要是往来款和保证金，2022 年末账面余额分别为 7.07 亿元和 2.18 亿元，其中往来款主要是公司与房地产业务合作开发方的往来款；2022 年末，公司存

货较上年末增长 20.25%至 121.94 亿元，主要由房地产开发成本和开发产品构成，年末账面价值分别为 55.38 亿元和 13.33 亿元，合计占存货总额比重的 56.35%，其余主要为高新技术业务和生物医药业务产生的原材料、库存商品和在产品等，年末公司已计提存货跌价准备余额为 3.24 亿元。年末公司开发成本主要包括横岗茂盛城市更新项目(37.86 亿元)和龙岗区坂田街道河背南老围片区城市更新项目(10.04 亿元)，2022 年末较上年末增加 2.80 亿元，主要增量是横岗茂盛城市更新项目新增 1.82 亿元和宝安江东豪庭新增 0.67 亿元所致。此外，年末其他流动资产为 10.23 亿元，较上年末增加 38.89%，主要是增值税留抵税额较上年末大幅增加 4.50 亿元至 7.58 亿元所致。整体看，存货的变现能力直接决定了公司的资产质量与偿债能力，但公司房地产项目占用了大量资金，影响了公司的资产质量和资金使用效率。

2022 年末该公司非流动资产为 173.07 亿元，较上年末增长 31.18%，主要仍由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和在建工程构成。账面价值分别为 12.50 亿元、78.73 亿元、14.11 亿元和 26.91 亿元。其中，期末公司长期股权投资为 12.50 亿元，仍为公司持有的参股公司股权，较上年末略有下降，主要是对常州走泉建龙创业投资合伙企业（有限合伙）等新增投资合计 0.47 亿元以及对芳源股份等合计减少投资 1.50 亿元所致；投资性房地产较上年末增长 39.99%至 11.74 亿元，主要是项目完工由在建工程转入 3.69 亿元所致，公司投资性房地产均为成本计量；期末固定资产为 78.73 亿元，较上年末增长 59.75%，主要是常州贝特瑞生产厂区建设工程、贝特瑞四川生产厂区建设工程、坪山贝特瑞新材料科技园建设工程等多个贝特瑞在建工程完工转固 32.30 亿元所致；同期末，公司在建工程 26.91 亿元，较上年末增长 26.14%，主要是贝特瑞在建项目持续推进以及新增扩产项目所致，期末主要包括贝特瑞山东瑞阳生产厂区建设工程（6.69 亿元）、贝特瑞四川瑞鞍生产厂区建设工程一期（4.09 亿元）、贝特瑞四川生产厂区建设工程（3.76 亿元）和贝特瑞系统、设备安装工程（2.59 亿元）等；2022 年末，公司无形资产较上年末增加 22.40%至 14.11 亿元，主要系土地使用权增加所致。此外，期末公司其他非流动资产为 6.30 亿元，较上年末增加 25.24%，主要系银行理财产品增加 1.73 亿元和融资业务保证金增加 0.21 亿元所致；持有待售资产较上年末增加 2.27 亿元，主要系下属子公司签订股权转让合同拟出售大佛药业股份，截至 2022 年末该交易尚未完成，将大佛药业相关资产转入持有待售资产列报所致。

2023 年 3 月末，该公司资产总额 513.90 亿元，较上年末减少 1.73%。其中，货币资金较上年末减少 4.37%；应收票据较上年末增加 78.11%，主要系子公司管理银行承兑汇票的模式以收取现金流为目标的方式增加，故划分至应收票据项目核算的金额增加；持有待售资产较上年末减少 92.07%，主要系公司已将持有的大佛药业股权处置完毕所致。其余科目虽有变化但影响较小。

该公司存在一定规模的受限资产，包括货币资金、交易性金融资产、存货和固定资产等，截至 2023 年 3 月末公司合并口径受限资产为 47.87 亿元，占资产总额的比重为 9.31%，主要用于开具银行承兑汇票及借款抵押等。2022 年以来，公司受限资产规模整体有所增加，需关注其对资产质量的影响。

图表 27. 2023 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	13.82	银行承兑汇票、信用证、保函、房地产业客户按揭贷款、拆迁安置补偿保证金、司法冻结款等
交易性金融资产	0.70	转融通证券出借
应收票据	5.30	银行承兑汇票质押
应收账款	8.32	售后租回融资
存货	1.48	借款抵押
投资性房地产	1.79	借款抵押
在建工程	1.35	借款抵押、售后租回融资
固定资产	10.60	借款抵押、开具票据抵押、售后租回融资
无形资产	4.51	借款抵押、开具银行承兑汇票抵押
<b>合计</b>	<b>47.87</b>	-

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

## 5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率	183.20	154.79	144.62	158.07
速动比率	107.85	85.32	92.62	101.35
现金比率	71.61	52.51	55.72	62.31

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

跟踪期内，该公司整体资产流动性保持较好水平，但考虑到公司存在一定规模的受限资产，且大量资金沉淀于房地产项目中，实际资产流动性弱于指标所示。

## 6. 表外事项

截至 2023 年 3 月末，该公司无对外担保。

截至 2023 年 3 月末，该公司及其子公司作为被告主要涉及的未决诉讼主要为深圳布吉街道城市更新项目，内容详见房地产业务部分阐述。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要从事投资及管理事务，无经营性业务。2022 年末母公司资产总额为 128.41 亿元，其中货币资金 3.09 亿元；其他应收款 85.43 亿元，主要是对子公司的往来款 87.75 亿元；长期股权投资 37.53 亿元，主要是对子公司的投资。同期末，公司负债总额 94.02 亿元，资产负债率为 73.22%，处于高水平；2022 年母公司实现营业收入 55.36 万元，净利润-0.76 亿元，主要系当期所持有的深圳市科思科技股份有限公司市值下跌所致；同期公司经营性现金流量净额-3.22 亿元。整体看，母公司无经营性业务，但集中了集团较多债务，且货币资金存量少，流动性压力大。另外，公司主要经营资源集中在下属子公司，存在一定程度的“子强母弱”现象。但公司对下属子公司具有较强的控制力度，根据公司章程可通过董事会实施控制或指派关键管理人员管控，在必要时可以调动非上市子公司资源满足偿债需求。

该公司本部直接及间接持有贝特瑞、马应龙和国际精密等多家上市公司股票，截至 2023 年 3 月末，除了质押了持有的马应龙 1.00 亿股股票（占其所持股票数量的 79.26%）以外，其余均未质押。2023 年 3 月末，公司未质押所持有的马应龙、友诚科技、大地和和贝特瑞股票，对应市值分别为 7.07 亿元、8.11 亿元、0.32 亿元和 215.64 亿元。

图表 29. 截至 2023 年 3 月末公司本部直接及间接持股情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	上市情况	持股比例	2023 年 3 月 31 日收盘价对应未质押股权市值
600993.SH	马应龙	上交所 A 股	30.14%	7.12
0929.HK	国际精密	港股	53.78%	2.83
835185	贝特瑞	北交所	68.36%	215.64
831385	大地和	新三板	52.12%	0.32
870415	绿金高新	新三板	61.63%	0.18
873087	友诚科技	新三板	71.88%	8.25

资料来源：中国宝安

## 外部支持

该公司与多家银行建立了长期合作关系，并获得较多银行授信额度。截至 2023 年 3 月末，公司合

并口径取得的银行贷款授信总额为 332.15 亿元，尚未使用的授信额度为 181.11 亿元，其中属于大型国有金融机构授信额度为 104.33 亿元，尚未使用的授信额度为 49.66 亿元。公司仍有较大的后续融资空间。

## 跟踪评级结论

2022 年 12 月，该公司第一大股东发生变更，目前暂未对公司日常管理和经营造成影响。公司法人治理结构完善，管理团队的经验较丰富，组织架构建设合理，主要管理人员和内控方面无重大变化。

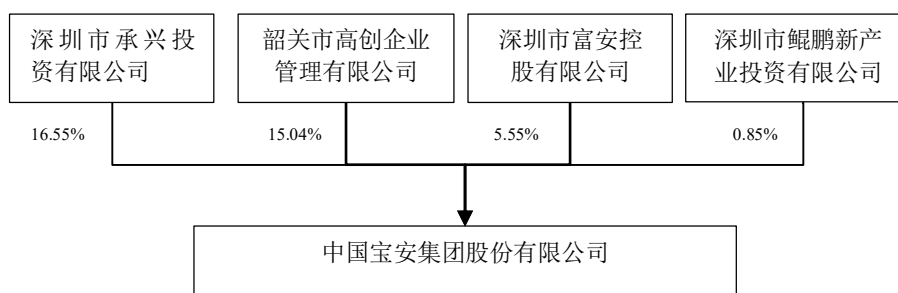
该公司主业较为突出，其中高新技术业务和生物医药业务主要运营主体贝特瑞和马应龙的产品在细分市场均有较强的竞争优势和较突出的市场地位。现阶段，贝特瑞的产能扩建项目投资规模较大，需关注投产后的产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对其运营情况的影响。公司房地产业务目前处于去化阶段，另外城市更新项目资金占用量大、开发周期长，关注相关风险。跟踪期内，受益于高新技术业务经营业绩提升，公司主业经营收益有所增长，同时交易性金融资产公允价值变动、投资收益和政府补助对公司利润影响较大，其盈利稳定性需持续关注。

跟踪期内，随着业务规模扩大和在建项目持续推进，该公司资金需求有所增加，资产负债率有所上升，公司刚性债务增长较快，债务仍偏于短期，有较大的即期偿债压力。目前公司资产大量沉淀于房地产业务，短期变现能力偏弱，但货币资金存量仍较为充裕，融资渠道较畅通，可为其即期债务的偿付提供一定缓冲。

同时，本评级机构仍将持续关注（1）原材料价格和产品价格波动对该公司主业盈利产生的影响；（2）关注交易性金融资产公允价值变动、投资收益和政府补助对公司盈利稳定性的影响；（3）公司在建项目后续建设进展和投产后经营效益。

附录一：

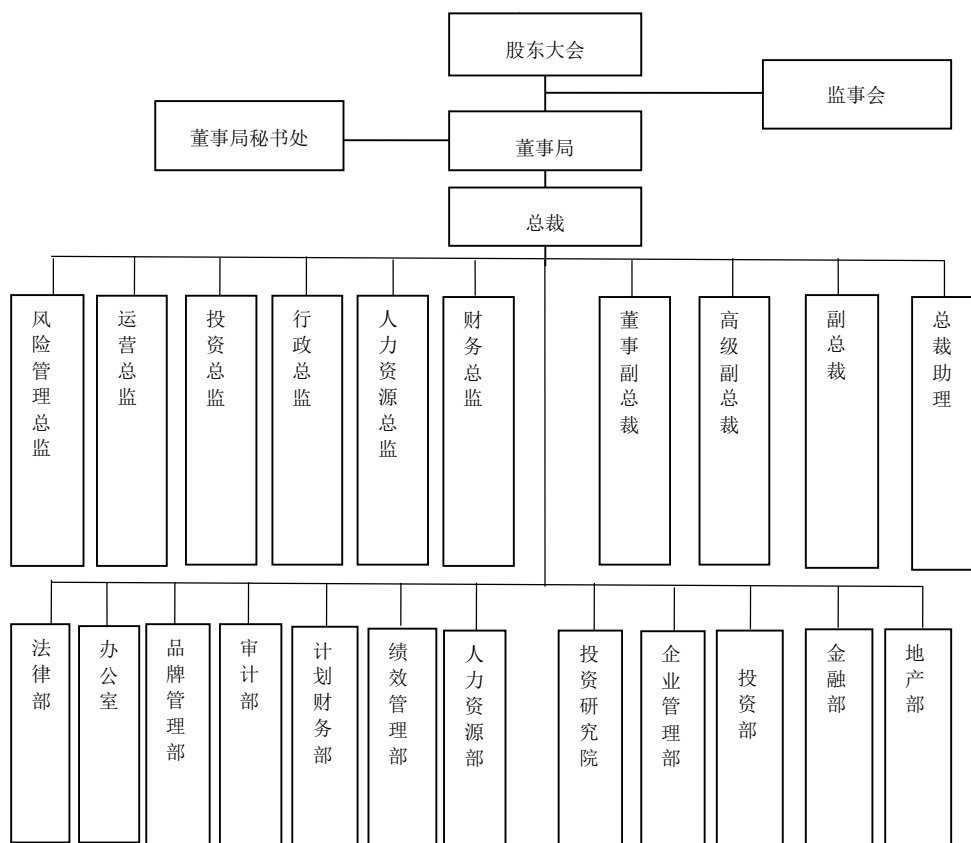
### 公司与实际控制人关系图



注：根据中国宝安提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据中国宝安提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。



附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022年（末）主要财务数据（亿元）					
全称	简称	与公司关系	持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	备注
中国宝安集团股份有限公司	中国宝安	母公司	--	高新科技、生物医药、房地产	80.75	34.39	0.006	-0.76	-3.22	母公司口径
贝特瑞新材料集团股份有限公司	贝特瑞	子公司	68.36	新能源、新材料	121.31	112.62	256.79	22.90	-2.89	-
马应龙药业集团股份有限公司	马应龙	子公司	30.14	医药	6.21	36.19	35.32	4.80	3.41	-
国际精密集团有限公司	国际精密	子公司	53.78	精密制造	1.69	16.66	8.30	0.19	0.09	-

注：根据中国宝安 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额 [亿元]	318.57	370.73	522.93	513.90
货币资金 [亿元]	67.39	65.82	105.32	100.71
刚性债务[亿元]	113.67	125.29	213.04	200.95
所有者权益 [亿元]	132.45	156.59	188.43	195.03
营业收入[亿元]	105.94	175.53	319.99	82.28
净利润 [亿元]	10.68	17.59	24.68	4.66
EBITDA[亿元]	25.38	33.83	43.14	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.55	-2.79	2.90	17.28
投资性现金净流入量[亿元]	2.25	-0.72	-40.57	-7.27
资产负债率[%]	58.42	57.76	63.97	62.05
权益资本与刚性债务比率[%]	116.52	124.98	88.44	97.06
流动比率[%]	183.20	154.79	144.62	158.07
现金比率[%]	71.61	52.51	55.72	62.31
利息保障倍数[倍]	2.98	4.41	5.14	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	529.62	328.02	214.66	—
毛利率[%]	34.11	28.74	19.94	18.53
营业利润率[%]	13.28	12.25	8.98	7.57
总资产报酬率[%]	6.36	7.71	7.67	—
净资产收益率[%]	8.92	12.17	14.31	—
净资产收益率*[%]	10.62	13.88	13.50	—
营业收入现金率[%]	89.39	74.07	71.99	97.16
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.49	-2.07	1.47	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.62	-1.75	-13.73	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.83	5.61	6.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.28	0.25	—

注：表中数据依据中国宝安经审计的2020-2022年度及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2013年9月12日	AA/稳定	唐俊、陈思阳	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2016年12月27日	AA+/稳定	-	-	<a href="#">公告链接</a>
	前次评级	2022年5月31日	AA+/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月14日	AA+/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级模型(通用)FM-GS001(2022.12)	-
20 宝安集 MTN001	历史首次评级	2020年7月8日	AA+	翁斯喆、李海瑞	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年5月26日	AA+	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月14日	AA+	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级模型(通用)FM-GS001(2022.12)	-
	历史首次评级	2021年7月12日	AA+	陈思阳、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
21 宝安 01	前次评级	2022年5月26日	AA+	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月14日	AA+	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级模型(通用)FM-GS001(2022.12)	-
	历史首次评级	2022年5月31日	AA+	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
22 宝安 01	本次评级	2023年6月14日	AA+	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级模型(通用)FM-GS001(2022.12)	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。