信用等级公告

联合〔2019〕957号

联合资信评估有限公司通过对辽宁成大股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持辽宁成大股份有限公司主体长期信用等级为AA^+，维持“18辽成大CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

辽宁成大股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+		评级展望：稳定	
上次评级结果：AA^+		评级展望：稳定	

债项信用

债券简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 辽成大 CP001	10 亿元	2019/9/6	A-1	A-1

评级时间：2019 年 5 月 10 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	28.64	17.72	23.45	15.14
资产总额(亿元)	266.13	332.52	355.16	364.94
所有者权益(亿元)	186.87	200.04	213.69	217.80
短期债务(亿元)	50.03	97.92	94.34	78.68
长期债务(亿元)	10.00	10.00	25.48	44.90
全部债务(亿元)	60.03	107.92	119.82	123.58
营业收入(亿元)	91.40	87.50	139.99	141.70
利润总额(亿元)	5.93	12.20	16.21	9.12
EBITDA(亿元)	12.31	20.88	24.74	--
经营性净现金流(亿元)	2.51	5.90	0.97	1.30
营业利润率(%)	18.48	20.42	14.69	12.15
净资产收益率(%)	2.54	5.35	6.97	--
资产负债率(%)	29.78	39.84	39.83	40.32
全部债务资本化比率(%)	24.32	35.04	35.93	36.20
流动比率(%)	122.08	48.53	57.93	78.17
经营现金流动负债比(%)	3.99	5.06	0.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.88	5.17	4.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.76	3.92	4.65	--

注：2018 年前三季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标中；公司现金类资产已剔除受限部分。

分析师

刘 哲 刘 然

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

辽宁成大股份有限公司（以下简称“公司”）是一家集生物制药、商贸流通、金融服务、能源开发等多业并举的上市公司。跟踪期内，随着公司钢贸业务规模大幅增长，公司营业收入同比大幅增长；生物制药业务中，人用狂犬病疫苗仍保持 50%左右的市场占有率，盈利能力强；医药连锁产业稳步发展，目前拥有 1409 家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势；公司持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股权，变现能力强，2017 年，广发证券贡献投资收益及现金分红分别为 14.12 亿元和 4.38 亿元。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司贸易业务盈利能力弱、能源开发业务持续亏损以及公司债务规模增长快、债务结构有待优化等因素对公司信用水平可能带来一定的影响。

公司未来发展规划重点集中在生物制药、医药连锁、股权投资等领域，公司在生物疫苗和医药连锁领域拥有较高的品牌知名度和竞争实力。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，维持“18 辽成大 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是一家集生物制药、商贸流通、金融服务、能源开发等多业并举、协调发展的综合型上市公司，在行业前景、产业布局、股权投资、品牌知名度等方面优势显著。
2. 公司狂犬病疫苗知名度高、市场占有率高，盈利能力强；医药连锁产业发展良好。截至 2018 年 9 月底，公司拥有 1409 家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势。
3. 截至 2018 年 9 月底，公司持有广发证券 12.50 亿股股权，2017 年现金分红 4.38 亿元，是公司利润重要来源。

4. 2016 年初公司收购中华联合保险控股股份有限公司 19.595%股权，随着保险业的健康发展，2017 年贡献投资收益 2.13 亿元，对公司利润形成一定补充。
5. 截至 2018 年 9 月底，公司长期股权投资合计 230.24 亿元，持有的广发证券、中华控股股权均未质押，变现能力强。

关注

1. 近年来，国际原油价格波动剧烈，公司能源业务持续亏损。目前，吉林成大弘晟能源有限公司股权已转让，新疆宝明页岩油项目经营预期仍存不确定性。
2. 公司股权较分散，控股股东辽宁国有资产经营有限公司持股比例低（2018 年 9 月底为 11.11%），第二大股东特华投资控股有限公司持股 8.06%。
3. 公司债务规模持续增长，以短期债务为主，债务结构仍待优化，存在短期偿付压力；盈利水平对投资收益依赖程度高。

声 明

一、本报告引用的资料主要由辽宁成大股份有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

辽宁成大股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于辽宁成大股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”或“公司”）是在改组具有40多年经营历史的国有外贸专业公司辽宁省针棉毛织品进出口公司的基础上成立的股份有限公司。公司于1993年6月经辽宁省经济体制改革委员会辽体改发[1993]147号文批准以定向募集方式设立。在辽宁省工商行政管理局注册登记，取得210000004919553号企业法人营业执照。1996年8月6日，公司经中国证监会批准首次向社会公众发行人民币普通股1200万股，并于同年8月19日在上海证券交易所挂牌上市交易（股票代码：600739）。经公开发行、送转配股、股票期权行权、股权激励及非公开发行等措施实施后，截至2018年9月底，公司注册资本为15.30亿元。截至2018年底，辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“辽宁国资”）持有公司11.11%的股权，为公司控股股东，辽宁省国资委持有辽宁省国有资产经营有限公司100%的股权，公司实际控制人为辽宁省国资委。

公司经营范围：自营和代理货物及技术进出口（国家禁止的不得经营，限制的品种办理许可证后方可经营），经营进料加工和“三来一补”业务，开展对销贸易和转口贸易，承包本行业境外工程和境内国际招标工程，上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣本行业工程、生产及服务行业的劳务人员，农副产品收购（粮食除外），化肥连锁经营，中草药种植，房屋租赁，仓储服务，煤炭批发经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2018年9月底，公司拥有直接控股和间接控股子公司11家，总部设有总裁办公室、规划发展部、投资与资产管理部、人力资源管理部、财务会计部、风险管理部、证券部、成大大学、能源事业部等12个职能部门（见附件1-2）。

截至2017年底，公司资产（合并）总计355.16亿元，所有者权益合计213.69亿元（其中包含少数股东权益13.24亿元）。2017年公司实现营业收入139.99亿元，利润总额16.21亿元。

截至2018年9月底，公司资产（合并）总计364.94亿元，所有者权益合计217.80亿元（其中包含少数股东权益13.64亿元）；2018年1～9月，公司实现营业收入141.70亿元，利润总额9.12亿元。

公司注册地址：辽宁省大连市人民路71号；法定代表人：尚书志。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2018年9月4日发行“18辽成大CP001”，发行金额为10亿元，截至本报告出具日，募集资金已全部按其用途使用完毕。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18辽成大CP001	10	10	2018-09-04	2019-09-06

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减

弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百

分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 生物制药行业

公司生物制药板块主要经营产品为成大速达人用狂犬病疫苗与成大利宝乙脑疫苗。

据IMS信息研究公司数据显示，2017年全球七大药品市场的疫苗销售规模超过了 282 亿美元，同比上一年增长了 2.64%。默沙东、葛兰素史克、辉瑞和赛诺菲四家公司占据了近90%的市场份额，形成了四足鼎立之势。据Evaluate Pharma 估计，2020 年全球疫苗销售额将达到 380 亿美元市场规模。

由于禽流感、SARS 及最近乙肝疫苗新生儿致死等的影响，中国政府对疾病预防机构的建设、监管、完善疾病预防控制体系建设更加重视，政府扶持力度不断增强，对企业不仅给予宽松的政策空间，还将给予税收、融资、贷款等优惠措施来扶持疫苗的生产和科研。受到国家扩大计划免疫范围和婴儿出生率的提升的影响，中国疫苗市场已成为全球增长最快的市

场之一，一类（甲肝疫苗、乙肝疫苗、乙型脑膜炎疫苗、脊髓灰质炎疫苗和流感疫苗）与二类疫苗（流感疫苗、狂犬疫苗、水痘疫苗、肺炎疫苗及 B 型流感嗜血杆菌（Hib）结合疫苗）市场分别保持 15%与 20%左右的增速。一类疫苗最重要的市场是每年新出生人口。从 20 世纪 50 年代开始，中国在全国范围内免费给儿童接种一类疫苗。全面放开二胎政策后，每年新生儿数量将增加 300 万至 600 万。按照国家免疫计划，所有新生儿必须接种一类苗，同时自费接种的二类苗数量也会同比例增长，疫苗需求端扩大，一类疫苗市场尚有扩张潜力。II 类疫苗市场规模上，随着中国人均经济消费能力的提高，具有高技术含量、高价格特点的二类疫苗越来越被大众所接受，国内二类苗的比例在 2010～2015 年期间得到提高，从 2010 年的 14.43%上升到了 2015 年的 20.74%，近几年来该比例一直稳定在 20%左右。

中国疫苗企业主要由内资疫苗企业和外资疫苗企业组成。内资疫苗企业包括中国生物技术集团下的六大生物制品研究所、中国医学科学院医学生物学研究所等，以及上市企业华兰生物、成大生物，重庆智飞等；外资企业以葛兰素史克和赛诺菲-巴斯德为主。

尽管国产疫苗在价格上具有竞争优势，但国产疫苗在生产工艺等关键技术及研发能力上与国际先进水平相比仍有一定的差距。流通环节上，国外对疫苗的运输和保持都有一套严格到苛刻的标准，而国内疫苗在流通环节中设备基本具备，但冷链运输保存环节存在一定隐患。

《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（以下简称“新版 GMP”）已于 2010 年 10 月 19 日经卫生部部务会议审议通过，自 2011 年 3 月 1 日起施行，特别是对无菌制剂和原料药的生产方面提出了很高的要求。新版 GMP 认证有两个时间节点：药品生产企业血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产，应在 2013 年 12 月 31 日前达到新版药品 GMP 要求；其他类别药品的生产均应在 2015 年 12 月 31 日前达到新版药品 GMP 要求。未达到新版药品 GMP 要求的企业（车间），在上述规定期限后不得继续生产药品。新版 GMP 认证将进一步提高疫苗行业生产规范及质量标准。

2016 年 3 月，中国部分地区非法经营疫苗事件曝光后，引起行业巨震，二类疫苗销售一度停滞。中国政府通过了《国务院关于修改〈疫苗流通和预防接种管理条例〉的决定》（以下简称“决定”）。《决定》主要针对山东济南非法经营疫苗系列案件暴露出来的问题，坚持问题导向，坚持突出重点，着力完善第二类疫苗的销售渠道、冷链储运等流通环节法律制度，建立疫苗全程追溯法律制度，加大处罚及问责力度。

2017 年 2 月，国务院办公厅发布《关于进一步加强疫苗流通和预防接种管理工作的意见》（以下简称“《意见》”），提出疫苗生产企业可采取“干线运输+区域仓储+区域配送”的分段接力方式配送疫苗；在省级公共资源交易平台通过直接挂网、招标或谈判议价等方式形成合理采购价格，由县级疾病预防控制机构向疫苗生产企业采购后供应给本地区的接种单位等。上述《意见》是对 2016 年 4 月新版《疫苗流通和预防接种管理条例》的完善。《意见》的颁布将净化疫苗行业流通体系，为行业长期发展奠定基础，未来冷链物流管理有望逐步规范化。

（1）狂犬病疫苗

狂犬病是由狂犬病毒引起的一种急性传染病，传播途径主要是带毒咬伤、抓伤。目前，全球每年因患狂犬病死亡人数在 3～5 万人，中国每年犬伤患者大约 4000 万人次，仅次于印度，位居全球第二。狂犬病疫苗属于二类疫苗，目前中国狂犬疫苗市场规模为 1300～1400 万人份，其中，城市 560 万人份，主要重视产品的质量、品牌、价格等；农村容量 800 万人份，价格是最关键因素。

供给方面，中国生产狂犬疫苗的企业主要有诺华和赛诺菲-巴斯德 2 家外资企业，以及成

大生物、长春长生生物科技股份有限公司、大连汉信生物制药有限公司、福尔生物制药有限公司以及河南普新生物工程有限公司等 14 家国内企业。目前，国内狂犬病疫苗生产技术主要是手工操作的转瓶工艺，产量低，成本高，质量差，因此，除成大生物外其他国内产品都在低端市场进行激烈的价格战，只有进口产品长期垄断中国一线城市市场和二线城市的高端市场。随着 2010 年版《中国药典》中对狂犬疫苗规定的质量指标与国际完全接轨，导致落后的技术工艺因无法达到国家要求而逐步被迫退出市场。竞争对手的减少，竞争产品数量的降低，都给成大速达人用狂犬病疫苗带来了良好的市场发展机会。另外，成大速达在国内率先推出新的免疫程序，与传统的 5 针（就诊 5 次，每次 1 针）法相比，减少 2 次就诊时间（就诊 3 次，第一次 2 针，后两次 1 针），减少 1 针接种，从而减低患者接种痛苦，节约患者时间，由此产生的竞争优势会持续给成大带来市场份额。2017 年，成大生物狂犬病疫苗销量 602 万人份，继续保持了市场的龙头地位。

（2）乙脑疫苗

乙脑主要是蚊虫传播的病毒性脑炎，病死率、致残率都比较高，在蚊虫比较活跃的东南亚、非洲等发展中国家，乙脑的发病率居高不下，严重威胁儿童的成长和智力发育。

乙脑疫苗是中国首个获得外国政府注册许可的自主知识产权疫苗产品，各项安全性指标位于世界领先水平。目前，中国乙脑疫苗市场总需求 4000 万人次，其中一类乙脑疫苗（减毒活疫苗[1]）总市场容量大约 3000 万人次，二类乙脑疫苗（灭活疫苗[2]）总市场容量约 1000 万人次。

供给方面，目前，国际上乙脑疫苗生产企业仅有奥地利的 Intercell 公司，生产乙脑灭活疫苗，提供给发达国家使用。中国乙脑疫苗生产企业主要有 7 家，其中 3 家生产减毒活疫苗，年产能近亿支；4 家生产灭活疫苗，年产能共计 5000 万支。根据《国家扩大免疫规划》规定，减毒活疫苗为政府采购的一类疫苗产品，灭活疫苗只能作为二类疫苗销售。二类疫苗的总市场容量小，市场规模小，因此短期内乙脑灭活疫苗销售受到制约。长期来看，灭活疫苗凭借其更高的安全性，特别是不含抗生素防腐剂（2010 年版《中国药典》规定了非常严格的安全性指标如抗生素残留、防腐剂含量等），符合国际领先疫苗的发展趋势，未来销售前景良好。

2. 医药流通行业

（1）行业现状

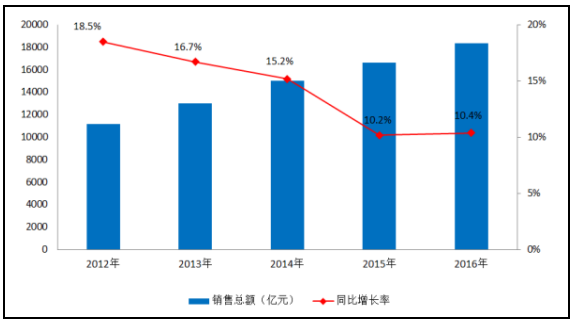
中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业增速放缓。根据商务部发布的《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，2016 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。商务部药品流通统计系统数据显示，全国七大类医药商品销售总额 18393 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.4%，增速较上年上升 0.2 个百分点。其中，药品零售市场 3679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。行业经过近 20 年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度得到一定提升，逐渐形成全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

以药品流通直报企业经营数据来分析药品流通行业经营效益，2016 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 13994 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.6%，增速同比上升 0.7 个百分点；利润总额 322 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速同比上升 0.3 个百分点；平均毛利率 7.0%，同比上升 0.1 个百分点；平均费用率 5.2%，同比下降 0.2 个百分点；平均利润率 1.8%，同比上升 0.1 个百分点；净利润率

[1] 减毒活疫苗是指病原体经过甲醛处理后，A 亚单位（毒性亚单位）的结构改变，毒性减弱，但 B 亚单位（结合亚单位）的活性保持不变，及保持了抗原性的一类疫苗。
[2] 灭活疫苗是指先对病毒或细菌培养，然后用加热或化学剂（通常是福尔马林）将其灭活的一类疫苗。

1.5%，同比上升 0.1 个百分点。

图1　中国药品流通行业销售总额情况



资料来源：商务部《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》

从经营模式看，目前医药流通企业可以分为批发（调拨）和纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）两种，纯销业务因为配送费率较高，毛利率一般可以达到 6～8%，下游客户主要以医院客户为主，回款周期相对较长，一般在 3～6 个月以上；调拨业务毛利率相对纯销业务较低，一般在 4%以下，回款周期相对较短。2016 年对生产企业销售额 60 亿元，占销售总额的 0.3%；对批发企业销售额 7520 亿元，占销售总额的 40.9%，同比下降 0.9 个百分点；对终端销售额 10813 亿元，占销售总额的 58.8%，同比上升 0.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 7673 亿元，占终端销售额的 71.0%；对零售终端和居民零售销售额 3141 亿元，占终端销售额的 29.0%。

从集中度看，2016 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.9%，同比上升 2.0 个百分点。随着各项医改政策的逐步落实，药品批发行业整合进一步加快。数据显示，在市场上占有一定规模的药品批发企业都在积极布局，努力提高其经营能力、运营能力和管理能力，向网络化、集约化和信息化目标不断迈进，有利于推进现代药品流通体系建设。

从销售终端看，据米内网数据统计，中国药品终端分为三大终端六大市场。第一终端为公立医院终端，包括城市公立医院和县级公立医院两个市场。第二终端为零售药店终端，包括实体药店和网上药店两个市场。第三终端为公立基层医疗终端，包括城市社区卫生服务中心和乡镇卫生院两个市场。三大终端六大市场中不含民营医院、村卫生室以及私人诊所。2016 年，中国药品终端市场销售额为 14975 亿元，同比增长为 8.3%，2017 年上半年为 8037 亿元，同比增长 7.8%。从药品销售的三大终端占比来看，第一终端 2016 年占比 68.4%，2017 年上半年占比 68.1%；第二终端 2016 年和 2017 年上半年占比均为 22.5%；第三终端 2016 年占比为 9.1%，2017 年上半年占比上升到 9.4%。公立基层医疗终端药品尽管销售额比较小，但却是三大终端中增速最快的，其市场份额已由 2011 年的 6.6%上升至 2016 年的 9.1%。随着公立医院改革的深化和分级诊疗制度的推进，公立基层医疗终端市场份额有望持续走高。

从各主要区域市场来看，华东、华北和中南（包含华南和华中）是最大的三个区域市场，销售额占到全国销售总额的 77.3%，与经济发达程度相适应，三个区域市场消费能力较强，高端医药消费集中，医药流通市场相对规范，医药终端回款天数相对较短。

（2）行业关注

物流管理

从医药零售业的经营流程看，物流包括需求预测、定单服务、客户服务、分销配送、物料采购、存货控制、仓库管理以及退货处理等。物流管理的最终目标是保证客户所需产品的可得性，其管理的核心是对存货资产的管理。一般而言，企业存货的价值占企业总资产的 25%左右，占流动资产的 50%，因此控制存货的数量和份额，提高存货的流动性，就成为医药连锁企业物流管理的首要工作，它会给企业带来“第三类利润”（主要是能大幅降低营销费用、坏帐等）。从美国医药零售连锁业的发展看，除货架上摆设的药品，各连锁分店已达到零库存，而中国连锁分店基本每家都有自己的小仓库。未来，在物流管理方面具有竞争力的医药连锁企业有望进一步巩固其与供应商和制造商的联盟关系，逐步实现“最少的库存，最快的

速度，最低的营运成本”，从而提高整体竞争能力。

药店的选址以及地理分布

零售药店的经营成功在很大程度上取决于选址，布点首先一定要针对目标人群，其次要着眼于城市的发展。从全国的角度而言，开发农村以及城镇等新兴市场潜力不可忽视，目前农村人口与城市人口的比例是 8：1，而药品的消费是 1：8，农村的用药潜力有待进一步开发。从城市的角度而言，选择合适的区域尤为重要，要注重社区和商业区的布点，采用灵活方式如社区店、独立店、店中店等形式经营。由于医院作为销售的主渠道，医院附近往往是最有利的地点。

医药互联网电商业务不断普及

互联网商业模式正在给传统商业环境带来根本的变化。在过去的几年内已经取得了长足的发展，未来 5 年里，互联网电商将发展出更多的新思路和新模式，通过大数据的应用及线上线下相结合的销售模式等各种创新手段来为顾客提供其所想要的商品，创造更多的商业机会。随着用户网上消费习惯的养成和老龄化社会的形成，网上医药消费的需求将极大增长。随着国家医改的进一步推进，未来用户或可以在网上进行医保卡结算，电子处方的流转，医药电商将迎来巨大发展。

（3）行业政策

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

总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表 2　近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2015 年 4 月	食品药品监督管理局	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容。
2015 年 5 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深。
2015 年 5 月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015 年6 月1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。
2015 年 10 月	国务院办公厅	《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。
2016 年 2 月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。

2017 年 2 月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。

资料来源：联合资信整理

（4）行业发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

3. 贸易行业

（1）国际贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。海关统计数据显示，2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.79 万亿元人民币，比 2016 年增长 14.2%。2017 年，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续了 2016 年下半年以来回稳向好走势。其中，出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。总体看，2017 年进出口呈现回稳向好态势，但外贸发展仍然存在一些困难。

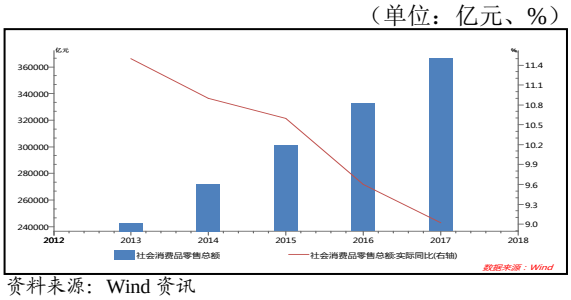
中国近年来采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2017 全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%。

图 2　社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年底，辽宁国资持有公司 11.11%的股权，为公司控股股东，辽宁省国资委持有辽宁国资 100%的股权，公司实际控制人为辽宁省国资委。

2. 规模及竞争力

经过近二十年发展，公司由小型国有外贸

专业公司发展成为集商贸流通、生物制药、能源开发、金融服务等多业并举、协调发展的综合型上市公司。公司系广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）的大股东之一（2018年9月底持股比例16.40%），持有其12.50亿股。

公司下属6家主要子公司，包括专门从事生物制药的辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）；专门从事医药连锁的成大方圆医药连锁投资有限公司（以下简称“成大方圆”）；专门从事国内外贸易的辽宁成大国际贸易有限公司（以下简称“成大国际”）、辽宁成大贸易发展有限公司（以下简称“成大发展”）、辽宁成大钢铁贸易有限公司（以下简称“成大钢铁”）；专门从事能源开发的新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）。

成大生物

成大生物成立于2002年6月，现有注册资本37480.00万元，公司出资额1.06亿元，占股本比例为60.54%。

成大生物主要生产与销售的品种是成大速达人用狂犬病疫苗与成大利宝人用乙脑疫苗。目前这两种产品均已经获得国家GMP证书，并准许生产销售，产品的生产技术水平和质量均达到国际先进水平。成大生物狂犬病疫苗产能已超过1200万人份（5支为1人份），乙脑疫苗2000万支，并以自主品牌打开国际市场，远销印度、马拉维等12个国家和地区，另外埃及、孟加拉等国的市场准入工作也正在进行。全球流行性乙型脑炎主要在东南亚地区和西太平洋地区的24个国家区域流行。目前，公司乙型脑炎灭活疫苗是美国唯一批准上市和正在使用的乙脑疫苗，日本、美国等发达国家都在接种使用。

目前成大生物已成为世界最大的狂犬病疫苗供应商之一。成大生物已经开展和即将论证的研发项目及品种有流感疫苗、二倍体甲肝、出血热疫苗、三菌疫苗、二倍体狂苗、肺炎疫苗、水痘疫苗、猪瘟疫苗、猪乙脑疫苗和动物狂犬病疫苗，以及禽流感疫苗等等。

截至2017年底，成大生物总资产27.85亿元，所有者权益25.21亿元；2017年实现营业收入12.76亿元，净利润5.56亿元。

成大方圆

成大方圆注册资金23000万元，为公司全资子公司，总部设在沈阳。

成大方圆是国家药品监督管理局首批批准的41家药品零售跨省连锁试点单位之一，按GSP标准设计与使用的物流配送中心面积近2.4万平方米，存储8000余个品种与规格的医药商品并配备20多台专业配送车辆，保证药品及时、准确地配送至各连锁门店。自2000年11月首家药店锦州中心店开业以来，成大方圆连锁药店遍及辽宁省、吉林省、内蒙古自治区、河北省秦皇岛市等。“成大方圆”被认定为“中国驰名商标”，是全国医药行业第一个服务类“中国驰名商标”。

截至2017年底，成大方圆总资产15.19亿元，所有者权益6.81亿元；2017年实现营业收入31.14亿元，净利润0.53亿元。

新疆宝明

新疆宝明成立于2005年6月，注册资本1.55亿元，公司于2010年直接投资1.50亿元购买其60%的股权，于2010年将其纳入合并范围。除公司外，陕西古海能源投资有限公司持有新疆宝明22.86%的股权，陕西宝明矿业有限责任公司持有新疆宝明17.14%的股权。新疆宝明主要对新疆吉木萨尔县的油页岩矿产资源进行综合开发与深加工利用，目前拥有吉木萨尔县石长沟油页岩矿采矿权和木塔寺、吴家湾、白杨河等3个油页岩矿探矿权。

截至2017年底，新疆宝明总资产48.63亿元，所有者权益6.99亿元；2017年实现营业收入0.90亿元，净利润-4.72亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 特华投资增持公司股份至 8.06%

公司于 2017 年 7 月 14 日对外公告称：特华投资控股有限公司（以下简称“特华投资”）于 2017 年 7 月 11 日通过大宗交易方式增持公司 5000 万股股票，并于 7 月 13 日通过集中竞价方式增持公司 1630564 股股票，合计增持股份占公司已发行股份的 3.376%。权益变动后，特华投资合计共持有公司 76416993 股股份，占公司已发行股份的 4.996%。

公司 2017 年 6 月 20 日《辽宁成大股份有限公司简式权益变动报告书》公告称，根据《股份转让协议》，特华投资拟以 20 元/股的价格受让前海开源管理的资产管理计划及公募基金持有的辽宁成大合计 9279.01 万股股份，权益变动后，特华投资合计持有辽宁成大 1175.77 万股股份，占辽宁成大已发行股份的 7.68%，但后该转让事项终止。截至 2018 年底，特华投资从公开市场增持股票，目前持股比例 8.06%。

2. 控股股东拟变更为辽宁国资

公司于 2018 年 5 月 15 日对外公告称，为推动省属企业改革发展，推进辽宁成大集团有限公司（以下简称“成大集团”）重组事项，经辽宁省国资委批准，辽宁国资将吸收合并成大集团。辽宁国资存续，成大集团注销，成大集团的权利和义务由辽宁国资承继。双方采取吸收合并的方式进行合并，合并日为 2018 年 6 月 15 日。成大集团是辽宁国资全资子公司，吸收合并完成后将导致公司控股股东发生变更，但实际控制人不变。

2018 年 11 月 22 日，公司收到控股股东提供的中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，国资公司持有 169889039 股并成为公司控股股东。权益变动之前，成大集团持有公司 169889039 股股份，占公司总股本的 11.11%；辽宁国资不持有公司股份。权益变动后，成大集团不持有公司股份；辽宁国资持有公司股份 169889039 股，占公司股份总数的 11.11%。公司控股股东由成大集团变更为辽宁国资，公司实际控制人未发生变更，仍为辽宁省国资委。

3. 子公司成大生物获准发行 H 股

2018 年 11 月 24 日，成大生物正在进行发行境外上市外资股（H 股）并申请在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）主板挂牌上市的相关工作。公司于 2018 年 11 月 23 日收到成大生物的通知，成大生物于 2018 年 11 月 23 日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准辽宁成大生物股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可[2018]1915 号）。

根据该批复，中国证监会核准成大生物新发行不超过 143673333 股境外上市外资股，每股面值人民币 1 元，全部为普通股。完成发行后，成大生物可到香港联交所主板上市。

九、经营分析

公司主营业务涉及生物制药、商品流通、进出口贸易、能源开发等领域，其中，商品流通板块包含医药连锁和大宗商品国内贸易业务。此外，公司还通过参股方式重点投资广发证券和中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华控股”）。

2015～2017年，公司营业收入波动增长，三年分别实现营业收入91.40亿元、87.50亿元和139.99亿元。商品流通业务是公司收入贡献的核心板块，近三年占营业收入的比重一直维持在60%以上，2017年该板块收入同比增加49.06亿元至105.22亿元，主要由于受供给侧改革影响，钢价回升，钢贸环境改善，公司主动扩大钢贸业务所致；进出口贸易板块近三年收入不断增长，2017年为20.70亿元；生物制药板块发展规模与市场需求及每年各地区防控中心按照国家批复指标进行采购的数量直接相关，近三年生物制药板块实现收入逐年增加，分别实现

收入9.43亿元、10.30亿元和12.76亿元。能源开发收入全部来自新疆宝明，成大弘晟已于2016年2月起长期停产。

毛利率方面，公司综合毛利率波动下降，2017年为15.02%。其中生物医药板块盈利能力很强，毛利率始终维持在85%左右；进出口贸易板块毛利率有所下降，2017年为8.63%，同比减少0.68个百分点，主要系新增大宗商品转口贸易毛利率低于原有纺织品业务所致；受2017年贸易规模占比大幅提升影响，公司商品流通业务毛利率下降至7.44%；2017年公司页岩油生产成本仍高于同期国际油价水平，页岩油仍处于试产阶段，导致能源开发业务毛利率为-0.83%。

2018年1～9月，公司实现营业收入141.70亿元，同比增长44.12%，主要系大宗商品贸易规模继续扩大所致。毛利率方面，公司毛利率为12.43%，较2017年减少2.59个百分点，主要系大宗商品贸易毛利率较低且规模扩大所致。

表 3　公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
进出口贸易	12.36	13.53	13.36	20.03	22.90	9.31	20.70	14.79	8.63	6.54	4.62	18.47
商品流通	68.13	74.55	10.80	56.16	64.19	12.93	105.22	75.16	7.44	122.18	86.22	5.13
生物制药	9.43	10.32	85.03	10.30	11.77	85.63	12.76	9.11	87.43	11.40	8.04	85.24
能源开发	1.16	1.27	-7.02	0.52	0.60	3.74	0.89	0.64	-0.83	1.22	0.86	7.82
其他	0.31	0.34	63.83	0.48	0.55	65.65	0.42	0.30	64.15	0.36	0.25	87.81
合计	**91.40**	**100.00**	**18.76**	**87.50**	**100.00**	**20.89**	**139.99**	**100.00**	**15.02**	**141.70**	**100.00**	**12.43**

资料来源：公司提供

1、生物制药

公司生物制药板块运营主体为成大生物，经营产品为成大速达人用狂犬病疫苗与成大利宝乙脑疫苗。跟踪期内，生物制药板块收入持续增长，但毛利率始终保持很高水平，是公司利润主要来源之一。2017年，公司生物制药板块业务实现收入12.76亿元，同比增长23.88%。

受国家进一步加强对疫苗市场的监管力度及新版GMP标准提高的影响，2010年以来其他厂家获得批签发证书的合格产品大幅度减少，国内狂犬病疫苗市场呈现出供求紧张局面。成大生物狂犬病疫苗的市场占有率一直稳定在50%左右，销售收入、市场占有率和利润指标在国内狂犬病疫苗行业排名中名列榜首。2017年，成大生物人用狂犬病疫苗共销售602.34万人份，同比下降6.06%。

成大人用乙脑灭活疫苗2017年共销售154.62万支，同比增长56.10%，主要系市场回暖所致。

产品研发

成大生物研发中心与各大高校、科研院所保持着长期的合作关系，并下设 70 人的研发团队，目前，研发部门共分三个开发方向：包括人用病毒性疫苗、人用细菌性疫苗及动物疫苗项目。

成大生物已经开展和即将论证的研发项目及品种如下：人用病毒性疫苗，包括流感疫苗、出血热疫苗等；人用细菌性疫苗，包括三菌疫苗等；动物疫苗，包括猪瘟疫苗、猪乙脑疫苗、动物狂犬病疫苗，以及禽流感疫苗等。

2015～2017年，公司生物制药板块研发投入分别为5076万元、5864万元和5167万元，占生物制药板块营业收入比重分别为5%、6%和4%。

产品生产

成大生物引进国际领先的大规模工业化疫苗生产技术平台—生物反应器高密度微载

体悬浮细胞培养技术，该技术是由世界卫生组织（WHO）和洛克菲勒基金会（RF）资助开发，历时 15 年完成的高技术成果。生产流程为：配液-灭菌除菌-建立毒种库-建立 Vero 细胞库-细胞罐工序-超滤浓缩灭活液-纯化-合苗-洗瓶-灌封-轧盖-灯检-包装-最终完成成品。随着工艺规程、机器部件等技术的改进，成大生物全年投料损失率不断降低，产品污染率降低，投料损失减少，产成品成品率提高。

每批产品入库后，首先成大生物质检部进行抽样检测，检测时间为 2 个月左右，产品检测合格后，对此批产品再进行抽样报送国家食品药监督管理局进行检测，检测时间为 2 个月左右，产品检测合格后，下发批签检测合格证，产品准许上市销售。

因为疫苗产品生产周期较长，一般在五个月左右，成大生物一般提前半年时间组织生产。狂犬病疫苗以及乙脑疫苗分为水针剂型和冻干剂型，水针剂型产成品的库存期限为 18 个月，冻干剂型产成品的库存期限为 36 个月。

产量方面，2017 年成大生物狂犬疫苗产量 841 万人份，同比增长 154.28%，主要系年初狂犬疫苗库存较少，为满足市场销售需求扩大生产所致。截至 2017 年底，公司狂犬疫苗库存为 390 万人份。人用乙脑灭活疫苗 2016 年受疫苗事件影响销量大幅下滑，库存较大，故 2017 年减少其产量。

表 4　公司主要疫苗产销情况

产品		2015 年	2016 年	2017 年
狂犬疫苗	产量（万人份）	763	330	841
	销量（万人份）	581	641	602
乙脑疫苗	产量（万支）	408	267	160
	销量（万支）	221	99	155
兽用疫苗	产量（万头份）	131	--	--
	销量（万头份）	137	2	--

资料来源：公司提供

注：兽用疫苗因销量长期低于预期，于 2017 年 2 月起停产。

质量安全方面，公司生产规程一直遵守药品管理法规和 GMP 的相关规定，生产车间全部通过国家 GMP 认证，经营几年来未发现一例全程免疫后失败的疫苗安全性事件。

公司生产用原材料主要包括人血白蛋白、牛血清、管制瓶等，公司与供应商结算采取信用及支票电汇等结算方式，2017 年前五大供应商合计采购 6134.63 万元，合计占总采购比重的 52.25%。

产品销售

2016 年 4 月，国务院新修订了《疫苗流通和预防接种管理条例》，取消了商业公司参与疫苗经营的资格，规定疫苗生产企业只能将产品销售给区县级疾病预防控制中心，同时要求生产企业做到疫苗产品的全程冷链配送和全程可追溯。成大生物立即研究并迅速进行营销模式调整，积极调研了 100 多家医药冷链运输企业，形成了新的“干线运输+区域仓储+区域配送”的渠道模式，内销人用疫苗的销售方式主要通过直接销售给区县级疾病预防控制中心，并由其转发给各接种终端，重新构建遍布全国的疫苗配送体系。

成大生物外销产品通过国外经销商进行业务拓展与销售服务。成大生物根据不同的国家特点制定适合其国家的销售策略，以在各国寻找本地总代理的模式为主，对于市场需求大的国家，对其市场进行细化，进行区域划分和层级划分，并在重点市场进行临床支持，在其相应国家进行有针对性的临床试验和上市后观察。2015～2017 年，公司生物制药国外收入分别为 3977 万元、4287 万元和 7690 万元。

结算方面，公司采用赊销方式，还款周期

一般 6 个月。公司采用控制客户信用的方法进行应收账款管理，即根据客户区域内每个产品的市场容量、市场占有率、客户级别、客户信用及行业内客户的回款习惯等因素，为每个客户制定信用期限并核定信用额度，要求客户的应收账款在信用期限之内，不符合要求的特别发货需要得到销售经理的逐级审批。截至目前，成大生物拥有客户 1099 余家，区域覆盖程度较高。

表 5　公司生物制药收入情况（单位：亿元）

产品	2015 年	2016 年	2017 年
狂犬疫苗	8.24	9.80	11.74
乙脑疫苗	1.12	0.50	1.02
合计	**9.36**	**10.30**	**12.76**

资料来源：公司提供

注：2015 年数据未包含兽用疫苗收入，该部分收入 695.23 万元。

2017 年，公司生物医药前五名客户是三家地方省（市）级疾病预防控制中心、泰国和孟加拉，占总销售额的 11.44%，集中度较低。

2、商品流通

（1）医药连锁

公司医药连锁业务的经营主体为子公司成大方圆。“成大方圆”被认定为“中国驰名商标”，是全国医药行业第一个服务类“中国驰名商标”。截至 2018 年 9 月底，成大方圆共有门店 1409 家，其中辽宁省内 1110 家。

表 6　截至 2018 年 9 月底成大方圆门店连锁情况

省份	门店数量（个）	比重（%）
辽宁	1110	78.78
内蒙古	195	13.84
吉林	57	4.05
山东	26	1.85
河北	21	1.49
合计	**1409**	**100.00**

资料来源：公司提供

药品采购及配送管理

采购与配送管理方面，成大方圆实行“采、订、付”分离，集中核算统一付款；在相同的供货条件下，延长对供货商的付款期，加快库存周转，提高资金使用效率，将沉淀剩余资金实施集团资金统一管理。

成大方圆实行统一采购，将供货商控制在 800 家左右，并根据市场需求完成商品结构调整，形成药品 60%、非药品 35%、中药饮片 5%的格局。成大方圆约 50%药品采购采取赊购方式，账期一般为 30～60 天，20%为售后付款。

2017 年公司医药连锁前五名供应商合计采购 8.85 亿元，占总采购额的 36.88%，集中度一般。

表 7　2017 年公司医药连锁前五名供应商

（单位：万元）

供应商名称	采购金额
辽宁省医药对外贸易有限公司	41830.16
国药控股沈阳有限公司	21784.45
深圳华润三九医药贸易有限公司	10040.25
沈阳洪博医康科技有限公司	8358.81
沈阳瑞天鸿医药科技有限公司	6447.85
合计	**88461.52**

资料来源：公司提供

成大方圆实施品类管理，确定必备、主推、辅助销售目录，提高连锁化率，加强器械、保健、药妆和中药饮片的采购和销售，使顾客群向中青年扩展。

成大方圆配送中心实行仓储货位的定位管理，一货一位，并对药品实行全方位商品批号管理，实现门店要货、总部调拨配送管理。目前成大方圆已在辽宁、内蒙、吉林、秦皇岛和青岛建立了 5 个配送中心，为各家门店提供门对门配送服务，其中外埠 5 天配送一次，市内 3 天配送一次。

未来，成大方圆将应用先进的物流技术和物流系统，提升物流配送效率和配送能力，如电子标签拣选系统、RF 系统、传输带系统、自动分拣系统、立体仓储系统等，并开发或引进先进的仓库管理软件（WMS）；在地区设

立分配送中心，缩短配送周期，降低门店的库存量和断货率，满足顾客需求。

药品销售策略

成大方圆采用区域延展与密集渗透的拓展策略，通过收购兼并与自建相结合，建立中心城市集束型的网络拓展模式，按功能设置旗舰店、加强店、打压店、补点店。同时，通过强化投资发展和网络评估职能，改进选址测评工具，实施严格的网络质量评估体系，保证网络拓展的实施。在销售环节上，成大方圆采取了多项有效的营销方式，如把药品划分为一线强势品牌、一线品牌、知名品牌、品牌和非品牌，并据此进行价格管理，要求各门店按照公司要求配备比例，同时进行大量的市场调研，保证药品销售价格不高于竞争对手价格；把药品品种分为必备、主推、辅助三大类，最终形成 50%：30%：20%的销售占比，这样既可以扩大销售，又可以保证毛利率提升。此外，成大方圆通过 1.5～2 次 / 月的促销、6～9 天/月的会员优惠日及积极参与社区健康公益活动等方式扩大公司的社会影响力。

截至目前，成大方圆在集团数据中心已建立了新 IT 系统的硬件平台，并将现有数据及软件系统向新数据中心移植，现已实现总部和门店间建立 VPN 网络；零售网络内数据的实时传递；数据的集中存储和管理；整合供应商和客户资源；对数据进行分析等多项功能。

（2）国内贸易

公司国内贸易业务主要包括钢铁、化工、煤炭、粮油等品种。

钢铁产品：公司业务围绕钢铁产业链，充分利用资金、品牌和专业优势，业务领域向上下游不断延伸，目前已初步形成以大宗钢铁原料贸易业务为主，钢材销售和钢材进出口业务为辅的具有一定规模和影响力的钢铁贸易企业。公司产品涉及焦炭、铁矿砂、钢坯、型材、建材以及钢材深加工产品等主营品种。已与国内多家钢铁企业和原料供应企业建立了长期的战略合作关系，并逐渐形成了以河北地区、东北地区和华东地区为核心业务区域的业务格局。公司经营上完全采取自营模式。公司一方面与钢厂洽谈所需原材料，签订销售合同，然后利用自身资金优势，与原材料供应商签订原材料采购合同；另一方面与钢材、建材深加工产品需求企业签订销售合同，公司负责与国内各钢厂签订采购合同。采购结算主要以约 60%现金、40%承兑汇票为主。公司钢贸行业是控货业务为主，对下游客户收取 15％的保证金，款到发货，且上下游锁单，没有敞口库存。2016 年受宏观经济环境影响，公司主动降低钢铁贸易规模，钢铁贸易收入快速下降；2017 年钢铁产品贸易规模大幅增长，实现收入 58.53 亿元，主要系受供给侧改革影响，钢价回升，钢贸环境改善，公司主动扩大钢贸业务所致。

化工产品：以燃料油业务为主，采取了以销定采的方式，上下游客户主要集中在山东、天津地区，通过内贸、进口的采购方式，向下游客户供货，主要结算方式为现款。

煤炭：公司煤炭业务是以华能、华电等电力企业为依托，介入其采购及销售渠道，集中资金优势，降低煤炭采购成本，衔接其销售网络，为整个价值链提供增值服务。公司自 2012 年开始煤炭贸易以来，贸易额提升显著，2017 年达到 10.23 亿元。

表 8　公司内贸业务情况（单位：万元）

分品种	销售收入		
	2015 年	2016 年	2017 年
钢铁产品	145602.19	52445.00	585253.73
化工产品	159131.31	89367.48	30157.53

煤炭	70895.30	89528.52	102307.87
粮油	4021.33	285.48	--
木材产品	4129.28	3920.69	1699.48
纺织品	18293.00	18788.00	22338.59
其他	332.24	3283.16	4999.10
合计	**402404.66**	**257618.33**	**746756.30**

资料来源：公司提供

3、进出口贸易

进出口贸易业务是公司的传统主营业务，主要由下属子公司成大发展、成大钢铁和成大国际负责经营。公司经营品种涉及纺织品大类、杂粮豆类产品、水产品大类、化工大类、木材类产品等产品。

纺织品大类商品：公司主要经营毛织、棉织、梭织、针织服装等纺织品的出口业务，出口国家以日本、美国和欧洲为主，国内原料的采购与成品加工主要选择与东北、山东等地区的工厂合作。目前，公司的目标客户主要是一些中小经销商，订单金额小而分散，产品低端且附加值较小。公司在纺织品大类贸易业务领域，全部为自营的业务方，公司与国外客户（其中 50%为老客户）洽谈订单细节，并签订合同。公司按照洽谈的订单合同委托国内客户进行贴牌生产，同时自行采购订单所需的原材料。与国外客户结算采取约 50%国外信用证，约 50%现金结算。

表 9　公司近年来进出口贸易经营品种经营情况（单位：万元）

品种	营业收入		
	2015 年	2016 年	2017 年
纺织品大类	73373.86	82252.00	95574.19
化工产品	6810.21	72168.06	84750.71
杂粮豆产品	1569.80	332.22	--
木材产品	5113.54	5813.90	7184.70
水产品	2902.56	1731.87	5342.70
医药	3763.49	3244.30	3511.22
钢铁	30093.81	34799.00	10603.94
合计	**123627.27**	**200341.35**	**206967.46**

资料来源：公司提供

4、能源开发

油页岩资源的综合利用和开发是公司投资计划重点项目。

成大弘晟

吉林成大弘晟能源有限公司（以下简称“成大弘晟”）成立于 2007 年 12 月，是公司的全资子公司，投资开发桦甸油页岩综合项目。成大弘晟第一期（两组炉）于 2010 年点火试运行成功，并于 2012 年 6 月正式投产，公司已累计投资成大弘晟 31.18 亿元。截至 2017 年底，成大弘晟净资产 1.72 亿元。目前，成大弘晟股权仍在处置过程中。

2016 年 1 月 29 日，公司发布《辽宁成大股份有限公司关于桦甸油页岩项目长期停产的公告》，公告称：自成大弘晟停产以来，公司密切跟踪页岩油市场的供需变化和价格波动。自 2015 年 5 月至今，页岩油市场价格继续下跌，根据目前形势判断，成大弘晟难以摆脱经营困

境。公司经过统筹考虑，决定长期停止成大弘晟的生产运营活动。

2017 年 9 月 14 日，公司发布《辽宁成大股份有限公司出售资产公告》，公告称：自成大弘晟投产以来，受到多种内外部因素影响难以达到设计能力。同时由于当地资源赋存条件限制导致成大弘晟开采能力不足和成本过高，以及国际原油市场油价大幅度下跌影响，公司决定转让成大弘晟全部股权。成大弘晟净资产评估价值为 3.05 亿元，公司决定按照此评估结果报请国有资产管理部门进行核准审批后，按照国有资产交易的相关规定，通过产权交易中心进行公开正式挂牌转让上述股权。该事项已通过公司董事会审议。截至报告出具日，成大弘晟正在大连产权交易所走招拍挂流程。

公司于 2017 年 9 月 13 日召开第八届董事会第三十二次（临时）会议，审议通过了《关于吉林成大弘晟能源有限公司全部股权评估结果的核准及股权转让的议案》，公司决定转让成大弘晟全部股权。根据北京中企华资产评估有限责任公司对上述全部股权的评估，公司持有的成大弘晟全部股权价值为 3.05 亿元。2018 年 8 月 29 日，大连产权交易所确认公司与丰泰热电签订的《产权交易合同》（编号：182066），交易价款为 1.77 亿元，公司对成大弘晟企业的债权为 8097.47 万元，公司转让收回资金合计 2.58 亿元。2018 年 9 月 12 日，公司与丰泰热电完成产权交割并办理产权交易标的的权证变更登记手续。

新疆宝明

①资源储量

新疆宝明的油页岩矿区位于新疆昌吉州吉木萨尔县境内，地处天山北麓东端，准噶尔盆地东南缘，是中国油页岩矿资源主要分布地区之一。公司目前拥有吉木萨尔县石长沟、木塔寺、吴家湾、白杨河等 4 个油页岩露天矿区，其中石长沟矿区已探明储量达 2.13 亿吨，平均含油率在 7%以上，按年开采 1100 万吨计算，可供开采近 20 年。

②生产工艺

结合露天矿区特点和采场排土场条件，新疆宝明油页岩露天矿剥离采用单斗-卡车间断开采工艺，采矿采用单斗+卡车+半移动式破碎机+带式输送机半连续开采工艺。

油页岩干馏采用辽宁成大自主研发的全循环干馏工艺，同时配备煤气发生炉外补热源，将油页岩低温干馏产生油气，经旋分、水洗、电捕得到页岩油，所产页岩油只经初分，暂不进行深加工。整个干馏过程都在无氧条件下进行，有机烃类可以得到最大效率的回收；油气回收系统在密封条件下进行，没有泄露和排放的问题，没有环境污染。油收率可达 80%，同时副产高热值干馏气。

总工艺流程为：油页岩露天矿→油页岩原料净化系统→油页岩干馏单元→油回收单元→页岩油储运系统，还包括煤气站、脱硫单元及出渣系统。总工艺组成包括露天矿的采、运、排工程及配套工程和油页岩干馏厂的原料净化及出渣单元、干馏单元、油回收单元、脱硫单元、煤气站以及相应的辅助设施。

③项目进展情况

新疆宝明石长沟项目一二期完成工程建设和生产调试，顺利实现联合运行。但是，页岩油价格大幅下跌，为新疆宝明油页岩项目带来了经营压力。面对困难局面，新疆宝明以降低成本、增加产出为目标，优化生产工艺，提高运营效率。矿山进一步优化采矿方案和破碎筛分系统，提高供矿品质。干馏厂积极试验入炉矿石的不同配比方案，努力探索生产流程控制的最优工艺，单炉处理能力大幅超过设计标准，为降低运营成本提供了解决方案。同时积极研发和论证页岩油深加工工艺，为推动页岩油在新疆的销售提供了技术基础。

通过主动减产和使用矿建工程矿，最大化降低费用支出，减少项目现金流支出；积极优化工艺和生产管理，降耗增效提升运营效率。但是另一方面，项目较低的开工率导致矿山开采不能按原定方案推进，矿建工程矿品位较低，

干馏厂产量下降，成本单耗上升。2017年，新疆宝明共生产页岩油320吨，项目产能利用率较低，项目年度收益受到较大影响。

截至2017年底，新疆宝明已投资37.45亿元，主体工程投资已完成。截至2017年底，新疆宝明资产总额48.63亿元，所有者权益6.99亿元。2017年，新疆宝明实现营业收入0.90亿元，利润总额-4.72亿元，亏损同比增加2.93亿元。其中财务费用1.43亿元，主要为费用化利息支出；固定资产折旧1.76亿元；销售及管理费用2.45亿元；存货减值损失0.72亿元。

5、股权投资

公司于 1999 年 4 月参股广发证券，广发证券于 2010 年 2 月 12 日在 A 股市场借壳上市，公司持股禁售期至 2013 年 2 月 12 日。2011 年 8 月，广发证券以非公开发行股票的方式向 10 名特定投资者发行了 45260 万股人民币普通股（A 股），公司未参与此次非公开发行，持股比例由 24.93%变更为 21.12%。2015 年 4 月，广发证券 H 股上市后，公司持股比例降至 16.40%。截至 2018 年 9 月底，公司对广发证券持股比例为 16.40%，为广发证券第二大股东，持有 12.50 亿股。

2015～2017 年，广发证券对公司贡献的投资收益分别达到 21.66 亿元、13.19 亿元和 14.12 亿元，分别占当期营业利润比例的 137.61%、94.35%和 74.99%。2015～2017 年，公司收到广发证券现金分红分别为 2.50 亿元、10.01 亿元和 4.38 亿元。根据广发证券《广发证券 2017 年度利润分配预案》，以公司分红派息股权登记日股份数为基数，拟向全体股东每 10 股分配现金红利 4 元（含税），公司 2018 年预计收到现金分红 5 亿元。

广发证券是国内首批综合类券商之一，2004 年 12 月获得创新试点资格，2010 年 2 月 12 日在深圳证券交易所正式挂牌上市。截至 2017 年 9 月 30 日，广发证券股本为 76.21 亿股，旗下控股广发基金管理有限公司、广发期货有限公司、广发控股（香港）有限公司、广发信德投资管理有限公司等主要子公司，并参股易方达基金管理有限公司，初步形成了跨越证券、基金、期货、股权投资领域的金融控股集团架构，自 1994 年开始，其主要经营指标已连续 15 年稳居国内十大券商行列。

截至 2017 年底，广发证券资产（合并）总额 3569.05 亿元，所有者权益合计 886.26 亿元（其中包含少数股东权益 37.71 亿元）；2017 年广发证券实现营业收入 215.76 亿元，利润总额 116.44 亿元。截至 2018 年 9 月底，广发证券资产（合并）总额 3925.32 亿元，所有者权益合计 893.76 亿元（其中包含少数股东权益 34.85 亿元）；2018 年 1～9 月，广发证券实现营业收入 113.60 亿元，利润总额 54.19 亿元。

2015 年 12 月 30 日，公司以现金 82.66 亿元人民币成功竞得中华控股 19.595%股权。本次交易资金全部为自有资金，相关议案已经公司第八届董事会第十次（临时）会议、2015 年第二次临时股东大会审议通过。中国保险监督管理委员会于 2016 年 2 月 5 日下发《关于中华联合保险控股股份有限公司变更股东和修改章程的批复》，同意本次交易。至此，公司完成对中华控股股权收购，相关权益已计入长期股权投资科目中。截至 2017 年底，中华控股总资产 731.44 亿元，净资产 166.45 亿元；2017 年，中华控股实现营业收入 401.80 亿元，净利润 12.45 亿元。2017 年，中华控股贡献投资收益 2.13 亿元。

公司于 2016 年 12 月 2 日召开 2016 年第三次临时股东大会，审议通过了《关于转让公司持有的家乐福股权的议案》，公司决定转让所持有的家乐福全部股权。根据北京中企华资产评估有限责任公司对上述全部权益价值的评估，公司持有的家乐福全部股权价值为 41964.00 万元。公司于 2016 年 11 月 17 日公告以 4.20 亿元出售持有的家乐福全部股权，2017 年 1 月 16 日荷兰家乐福（中国）控股有限公司（以下简称“荷兰家乐福”）已完成摘牌，截

至 2017 年 3 月 29 日工商变更工作已完成，相关股权转让款已于 2017 年 4 月到账。公司自 2002 年与荷兰家乐福合作以来，累计投资 2.26 亿元，累计获得分红 2.38 亿元。

表 10　公司主要金融机构股权投资情况

项目	2017 年	
	广发证券	中华控股
初始投资额(亿元)	4.60	82.66
期末账面值(亿元)	139.41	88.66
持有/处置获得投资收益(亿元)	14.12	2.13
现金分红(亿元)	4.38	--

资料来源：公司提供

注：表中现金分红金额为公司当年实际收到的现金金额（含税）。

6. 经营效率

2015～2017年，公司销售债权周转次数和存货周转次数波动增长、总资产周转次数有所波动，三年均值为6.89次、6.85次和0.37次，2017年分别为9.37次、7.52次和0.41次。总体看，公司整体经营效率较高。

7、未来发展

公司将努力优化现有经营领域，创新商业模式。促进生物制药、商贸流通、能源开发、金融服务四个经营领域的协调发展，努力探索并实现在医疗健康领域的突破；进一步调整经营结构，优化资源配置，逐步形成产融协同，资产、资本经营并举的新格局。在各个经营领域内，实行专业化发展，打造行业地位突出，影响力显著，竞争力强劲的一流专业化企业，不断提升公司价值和影响力。

成大生物坚持生物制药发展方向，以成为国际知名、国内领先的生物制药企业为愿景，做实做强疫苗主业，努力拓展生物制药新领域。以产融结合的发展思路，构建生物制药发展平台。充分利用资本优势，运用兼并收购手段，积极探索开拓生物制药其他领域，逐渐形成生物制药产业群。

成大方圆以成为全国性有影响力的大型医药流通企业为愿景，以医药流通领域为战略方向。在推动医药零售的基础上，大力发展医药批发，不断提高行业地位，进而提升企业价值。医药零售坚持跨省连锁的发展方向，积极扎实推进网络建设，构建全渠道医药零售平台。

纺织品出口：以做供应链的组织者和管理者为方向，发挥公司经营平台的整体优势，充分利用公司资源优势，积极探索做大公司经营平台的新路径，为实现跨越式发展奠定基础。不断培育核心竞争能力，努力向“传统经销商与产品研发设计整体解决方案提供者相结合”的经营模式转换。

大宗商品贸易：坚持专业化经营的发展方向，重点培育和发展核心业务，不断优化业务结构。充分发挥成大的品牌和资源优势，实现规模和效益有质量的增长。

基于对油页岩行业的长期发展趋势的展望，公司将继续推动油页岩项目的开发。随着矿石洗选工艺的应用和全循环工艺的进一步优化，项目的产出效率将得到大幅度提升；在此基础上公司将加强同油品深加工企业合作，推动项目的产业升级，提升项目的效益和竞争力。

表 11　公司未来投资计划（单位：亿元）

项目	新疆宝明油页岩综合开发利用一期项目	新疆宝明油页岩综合开发利用一期项目技改投资	资金来源
2017 年投资额	1.00	5.50	自有资金
2018 年投资额	1.00	2.50	自有资金
2019 年投资额	--	0.70	自有资金
合计	**2.00**	**8.70**	--

资料来源：公司提供

为提升投资价值，实现价值共享，公司将一如既往全力支持广发证券实现“中国领先、亚太一流的证券金融集团”的战略目标，提升行业地位和影响力；要深入研究保险行业特点及发展趋势，共同促进中华控股业务领域不断向纵深拓展，努力实现跨越式发展。同时，积极推进与广发证券和中华控股的战略合作，促进公司产融协同，为公司发展增加动力。

总体看，公司发展规划重点集中在生物制药、医药连锁、股权投资等领域，其中，公司在生物疫苗和医药连锁领域拥有较高的品牌知名度和竞争实力，发展前景良好；公司积极调整大宗商品贸易结构，有助于在一定程度上保持业务盈利能力；广发证券和中华控股对公司利润形成有力补充；公司油页岩项目受页岩油市场波动影响，成大弘晟长期停产，联合资信将继续关注公司油页岩项目进展情况。

十、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年前三季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2017 年，公司新设子公司 3 家，注销子公司 1 家，合并范围变化对财务数据的可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产（合并）总计 355.16 亿元，所有者权益合计 213.69 亿元（其中包含少数股东权益 13.24 亿元）。2017 年公司实现营业收入 139.99 亿元，利润总额 16.21 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产（合并）总计 364.94 亿元，所有者权益合计 217.80 亿元（其中包含少数股东权益 13.64 亿元）；2018 年 1～9 月，公司实现营业收入 141.70 亿元，利润总额 9.12 亿元。

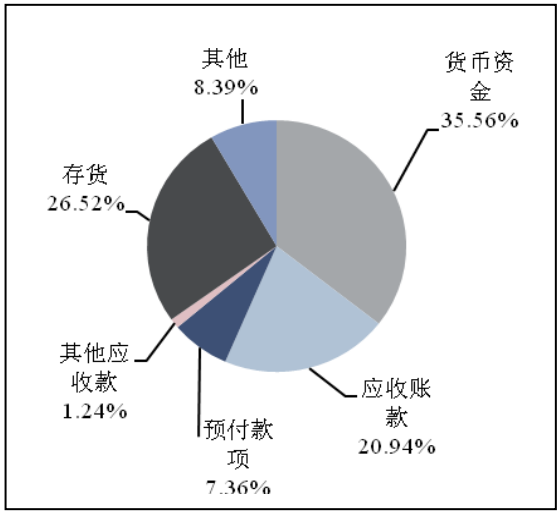
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 355.16 亿元，同比增长 6.81%，其中流动资产占 17.76%，非流动资产占 82.24%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 63.09 亿元，同比增长 11.39%，流动资产中占比较大的主要为货币资金、应收账款和存货。

图 3　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司货币资金 22.43 亿元，同比增长 33.46%，主要系债务增加所致，从构成看，主要为银行存款（占 79.71%）。

截至 2017 年底，公司应收账款 13.21 亿元，同比下降 11.41%。从账龄看，列入账龄组合的应收账款中 1 年以内占 76.37%，3 年以上占 4.68%。2017 年底公司对应收账款计提坏账准备 4.85 亿元，计提比例 26.85%，计提充分性较好。从集中度来看，公司前五名欠款单位应收账款合计占公司应收账款总额的 37.07%。其中，应收账款期末前两位分别为东北特殊钢集团有限责任公司和河北鑫达钢铁有限公司，应收金额分别为 3.12 亿元和 1.77 亿元，计提比例分别为 65.00%和 70.04%，部分应收账款存在坏账风险。

截至 2017 年底，公司存货账面账面价值 16.73 亿元，同比增长 12.42%，主要系钢贸规

模增长所致。从构成看，库存商品占66.17%、半成品占8.49%、发出商品占17.75%。2017年，公司库存商品主要是药品及钢材。2017年，对存货计提跌价准备0.61亿元，计提比例为3.52%。

截至2017年底，公司其他流动资产4.27亿元，同比变化不大，主要是理财产品2.30亿元及待抵扣进项税1.91亿元。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产292.06亿元，同比增长5.87%，主要由长期股权投资（占78.19%）构成。

截至2017年底，公司长期股权投资228.35亿元，同比增长5.67%，主要系广发证券及中华联合保险权益法下确认的投资收益；2017年底账面余额分别为139.41亿元和88.66亿元，分别占61.05%和38.83%。公司持有的广发证券、中华控股的股权均未质押。

截至2017年底，公司固定资产31.84亿元，同比变化不大。从构成看，房屋及建筑物占63.00%，机器设备占37.07%。公司累计折旧合10.18亿元，计提固定资产减值准备47.27万元。

截至2017年底，公司在建工程6.01亿元，同比增加4.81亿元，主要系当年新增的新疆宝明油页岩综合开发利用技术改造项目投入4.78亿元。

截至2017年底，公司无形资产9.10亿元，同比变化不大，主要由土地使用权（占19.67%）、采矿权（占69.23%）等构成，累计摊销合计2.31亿元。

截至2017年底，公司其他非流动资产10.20亿元，主要是成大弘晟全部资产，同比变化不大。

截至2018年9月底，公司资产总额364.94元，较2017年底增长2.75%，其中流动资产占21.14%，非流动资产占78.86%；流动资产中，存货账面价值21.54亿元，较2017年底增长28.73%，主要系库存商品增加所致；公司应收账款16.68亿元，较2017年底增长26.24%，主要系贸易规模扩大所致；预付账款8.35亿元，较2017年底增长79.79%，主要系贸易规模扩大，公司预付采购款增加所致。

跟踪期内，公司流动资产中货币资金、应收账款及存货占比较高，部分应收账款存在坏账风险；非流动资产中广发证券和中华控股的长期股权投资金额大，股权均未质押，变现能力强；固定资产中油页岩项目占比较高。整体看，公司资产质量较好，长期股权投资变现能力强。

2．所有者权益和负债

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益213.69亿元，同比增长6.82%，主要系未分配利润的增长；其中归属于母公司所有者权益200.44亿元。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占7.63%，资本公积占31.97%，盈余公积占4.11%，未分配利润占54.54%，权益结构变化不大。

截至2018年9月底，公司所有者权益217.80亿元，较2017年底变化不大；其中，其他综合收益2.18亿元，较2017年下降37.03%，主要系会计政策调整所致。权益结构较2017年底变动不大。

总体看，公司所有者权益不断提升，但公司未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

负债

截至2017年底，公司负债141.47亿元，同比变动不大。负债构成方面，流动负债占76.98%，非流动负债占23.02%，非流动负债占比有所增长。

截至2017年底，公司流动负债合计108.90亿元，同比下降6.69%。流动负债主要以短期借款（占56.48%）、应付账款（占8.50%）和其他流动负债（占26.63%）为主。

截至2017年底，公司短期借款61.51亿元，同比增长29.14%，主要系股权收购及贸

易规模扩大所致。其中，信用借款占82.59%，保证借款占17.41%。

截至2017年底，公司应付账款9.26亿元，同比下降35.33%，主要为应付贸易货款。

公司其他流动负债为公司发行的超短期融资券和短期融资券，截至2017年底为29.00亿元。

截至2017年底，公司非流动负债32.57亿元，同比大幅增长106.38%，主要是应付债券24.50亿元（“16辽成大MTN001”、“17辽成大MTN001”）及其他非流动负债4.06亿元（主要是成大弘晟的所有负债）所致。

有息债务方面，截至2017年底，公司全部债务119.82亿元，同比增长11.03%，其中长期债务25.48亿元，同比增长154.80%，短期债务94.34亿元，同比下降3.65%。

债务指标方面，2017年，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较2016年底均有所增长，2017年底分别为39.83%、35.93%和10.65%。

截至2018年9月底，公司负债合计147.14亿元，较2017年底增长4.01%，增长主要来自非流动负债，其中长期借款增加5.92亿元至6.90亿元，应付债券增加13.50亿元至38.00亿元，均系公司调整债务结构所致；非流动负债占比继续上升至32.92%。截至2018年9月底，公司全部债务123.58亿元，较上年底变化不大。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40.32%、36.20%及17.09%。

总体来看，收购中华控股股权及贸易规模扩大增加了公司的融资需求，公司短期债务占比高，债务结构仍待优化。

3．盈利能力

2017年，公司实现营业收入139.99亿元。同期，受贸易板块毛利较低影响，公司营业利润率有所下降，2017年为14.69%。

2017年，公司期间费用21.11亿元，主要系销售费用增长所致。公司费用控制能力有所增长，对主业利润侵蚀影响很大。

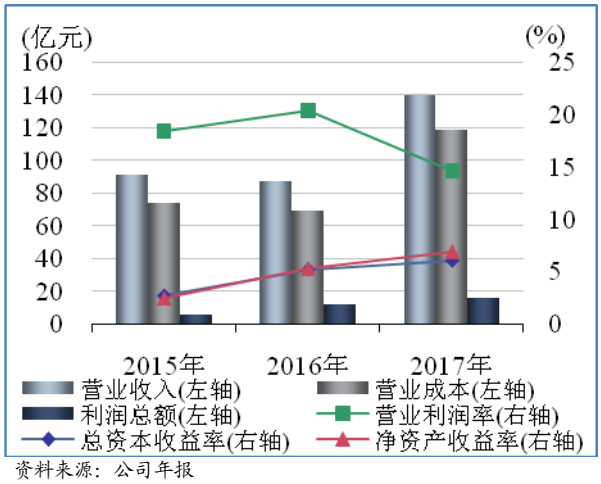
2015～2017年，公司分别实现投资收益20.88亿元、16.09亿元和20.50亿元，分别占当年利润总额的352.11%、131.89%和126.47%，其中权益法核算的长期股权投资16.27亿元，主要为对广发证券及中华保险长期股权投资所取得的收益14.15亿元和2.13亿元，其中广发证券现金分红三年分别为2.50亿元、10.01亿元和4.38亿元；处置长期股权投资产生的投资收益3.98亿元，系处置家乐福股权收益。公司盈利对投资收益依赖程度高。

2015～2017年，公司资产减值损失波动较大，当年分别为6.17亿元、0.38亿元和1.42亿元，2015年主要是能源子公司计提存货跌价损失4.81亿元以及贸易子公司计提的坏账准备1.36亿元所致。

2017年，公司营业外支出2.63亿元，同比增长29.04%，主要因为成大弘晟继续长期停产改变财务报表编制基础而形成的损失2.39亿元和成大动物药业长期停产改变财务报表编制基础而形成的损失0.21亿元。

2017年，公司利润总额16.21亿元，同比大幅增长32.86%，主要系投资收益增长所致。

图4　2015～2017年公司盈利能力情况



资料来源：公司年报

从盈利指标来看，2015～2017年，公司总

资本收益率和净资产收益率不断增长，2017 年分别为 6.06%和 6.97%。

2018 年 1～9 月，公司实现营业收入 141.70 亿元，较去年同期大幅增长 44.63%，主要系钢贸环境改善，公司继续扩大钢贸业务所致；实现利润总额 9.12 亿元，同比大幅下降 33.52%，其中投资收益 7.58 亿元，同比减少 8.63 亿元，主要系上年同期收回家乐福股权投资 3.98 亿元及广发证券业绩下降所致。同期，公司营业利润率为 12.15%，较 2017 年有所下降，主要系低毛利率的贸易业务占比提升影响所致。

跟踪期内，公司整体经营规模不断增长，主要利润来源为广发证券及中华控股的投资收益，对公司盈利水平影响较大。整体看，公司主营业务盈利能力偏弱，投资收益规模较大，但易受广发证券业绩影响。

4．现金流分析

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入量 130.80 亿元，同比增长 51.35%，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的财政补贴收入。同期，公司经营活动现金流出亦大幅增长，为 129.83 亿元；经营活动现金流量净额有所下降，2017 年为 0.97 亿元。从收入实现质量来看，2017 年，公司现金收入比为 92.02%，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入 35.82 亿元，其中收回投资收到的现金 31.15 亿元，主要是收回理财产品及家乐福全部转让款 4.20 亿元；取得投资收益收到的现金 4.64 亿元，主要是广发证券现金分红。同期，公司投资活动现金流出 35.24 亿元，主要由投资支付的现金构成。2017 年，公司投资活动现金流量净额 0.57 亿元。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流入量和现金流出量主要是取得借款获取的现金和偿还债务支付的现金，2017 年公司筹资活动现金净流量为 4.50 亿元。

2018 年 1～9 月，公司经营活动现金流量净额表现为净流入 1.30 亿元；公司投资活动现金净流出为 4.59 亿元，主要是银行理财的现金支出；筹资活动现金流净额为-3.30 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，公司收入实现质量一般。受近年来公司对外投资影响，投资活动现金净流出及融资活动现金流波动较大，考虑到公司在建项目规模较小，未来资本支出压力较小。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015～2017 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2017 年底分别为 57.93%和 42.57%。2015～2017 年，公司经营现金流动负债比分别为 3.99%、5.06%和 0.89%。截至 2018 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 78.17%和 56.34%。公司短期债务较重，面临较大短期偿债压力。考虑到公司持有的 12.50 亿股广发证券股权已解禁且无任何质押行为，变现能力强，对公司流动性形成有力补充，短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2015～2017 年，受利润总额波动影响，公司 EBITDA 不断增长，分别为 12.31 亿元、20.88 亿元和 24.74 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 2.76 倍、3.92 倍和 4.65 倍；全部债务/EBITDA 分别为 4.88 倍、5.17 倍和 4.84 倍。整体看，公司长期偿债能力适宜。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 9 月底，公司共获得银行授信 139.95 亿元，尚未使用额度为 87.97 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时公司为上市公司，直接融资渠道畅通。

6．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告显示，截至 2019 年 3 月 7 日，公司无未结清不良信贷信息；3 笔已结清关注信贷信息，其中 2 笔贷款，1 笔贸易融资，主要系银行系统错误所致，公司已出具相关说明；公司无欠息信息。

7．抗风险能力

公司作为一家集生物制药、商贸流通、金融服务、能源开发等多业并举、协调发展的综合型上市公司，在行业前景、产业布局、股权投资、品牌知名度等方面优势显著，公司整体抗风险能力强。

十一、存续期间债券偿债能力分析

截至2018年底，公司未来1年内到期的债券包括“18辽成大CP001”、“18辽成大SCP004”和“16辽成大MTN001”，发行额度共计30亿元 。2017年，公司现金类资产对1年内到期的债务保障倍数为0.78倍。

公司中长期存续债券包括三期中期票据“16辽成大MTN001”、“17辽成大MTN001”、“18辽成大MTN001”；六期私募债“17辽成大PPN001”和“18辽成大PPN001”、“18辽成大PPN002”、“18辽成大PPN003”、“18辽成大PPN004”、“18辽成大PPN005”；一期公司债“18成大01”，发行额度共计40亿元。2017年，公司EBITDA对中长期债券保障倍数为0.62倍。

表12 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

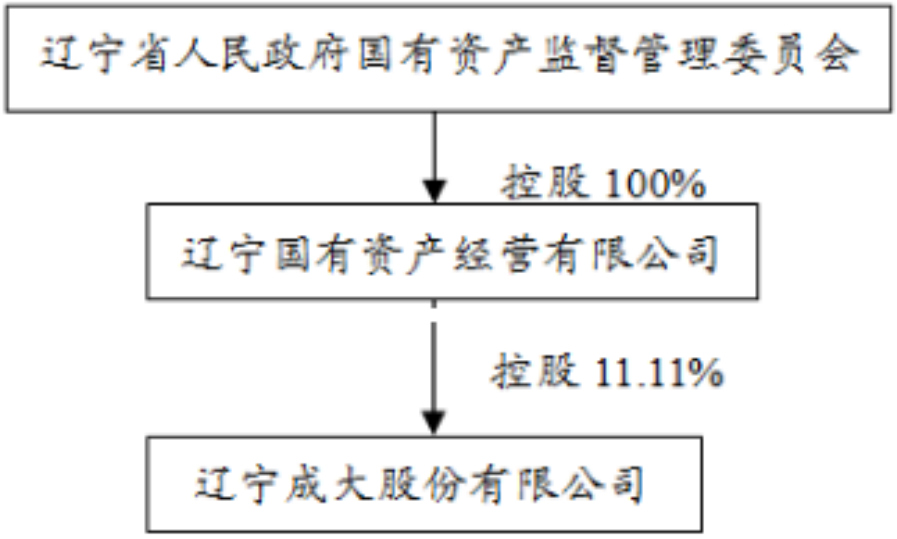
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	30.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.78
经营活动现金流入量/应付债券余额	1.92
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.01
EBITDA/应付债券余额	0.36

资料来源：联合资信整理

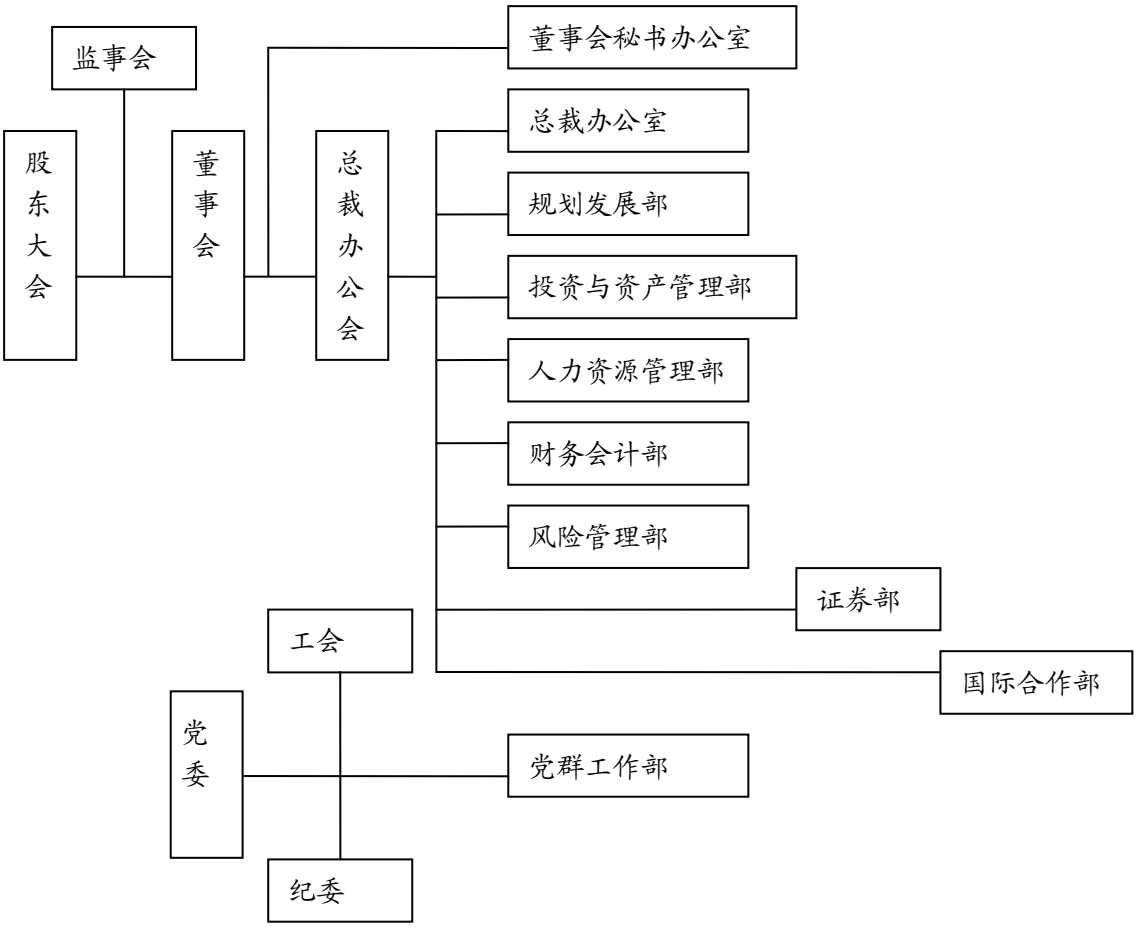
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，并维持“18 辽成大 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司产权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.64	17.72	23.45	15.14
资产总额(亿元)	266.13	332.52	355.16	364.94
所有者权益(亿元)	186.87	200.04	213.69	217.80
短期债务(亿元)	50.03	97.92	94.34	78.68
长期债务(亿元)	10.00	10.00	25.48	44.90
全部债务(亿元)	60.03	107.92	119.82	123.58
营业收入(亿元)	91.40	87.50	139.99	141.70
利润总额(亿元)	5.93	12.20	16.21	9.12
EBITDA(亿元)	12.31	20.88	24.74	--
经营性净现金流(亿元)	2.51	5.90	0.97	1.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.05	5.59	9.37	--
存货周转次数(次)	7.63	5.70	7.52	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.29	0.41	--
现金收入比(%)	98.80	96.78	92.02	85.65
营业利润率(%)	18.48	20.42	14.69	12.15
总资本收益率(%)	2.72	5.20	6.06	
净资产收益率(%)	2.54	5.35	6.97	
长期债务资本化比率(%)	5.08	4.76	10.65	17.09
全部债务资本化比率(%)	24.32	35.04	35.93	36.20
资产负债率(%)	29.78	39.84	39.83	40.32
流动比率(%)	122.08	48.53	57.93	78.17
速动比率(%)	107.15	35.78	42.57	56.34
经营现金流动负债比(%)	3.99	5.06	0.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.76	3.92	4.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.88	5.17	4.84	--

注：2018 前三季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标中；公司现金类资产已剔除受限部分。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，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	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息