

信用等级公告

联合[2018] 025 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拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

辽宁成大股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

辽宁成大股份有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年一月四日



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

网址：www.lhratings.com

辽宁成大股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：偿还银行贷款

评级时间：2018 年 1 月 4 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	11.04	28.64	17.72	14.99
资产总额(亿元)	202.81	266.13	332.52	350.63
所有者权益(亿元)	148.90	186.87	200.04	213.72
短期债务(亿元)	9.96	50.03	97.92	88.27
长期债务(亿元)	23.66	10.00	10.00	24.00
全部债务(亿元)	33.61	60.03	107.92	112.27
营业收入(亿元)	92.39	91.40	87.50	97.98
利润总额(亿元)	10.53	5.93	12.20	13.72
EBITDA(亿元)	13.74	12.31	20.88	--
经营性净现金流(亿元)	4.26	2.51	5.90	-0.86
营业利润率(%)	16.79	18.48	20.42	15.53
净资产收益率(%)	6.48	2.54	5.35	--
资产负债率(%)	26.58	29.78	39.84	39.05
全部债务资本化比率(%)	18.42	24.32	35.04	34.44
流动比率(%)	178.48	122.08	48.53	57.64
经营现金流负债比(%)	16.81	3.99	5.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.45	4.88	5.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.89	2.76	3.92	--

注：2017 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。

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。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在生物制药领域品牌知名度及市场占有率、股权投资质量等方面具备的综合优势。同时，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的不利影响。

2015 年，广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”，公司持有 12.50 亿股）H 股上市，该股权投资资产优质，增值明显，变现能力强。2016 年 2 月，公司完成收购中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华控股”）19.595%股权。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，随着医药连锁跨省区域扩展及股权投资效益持续呈现，联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据无担保，基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 公司生物疫苗产品品牌知名度高、市场占有率高，盈利能力强；医药连锁产业发展良好，目前拥有 1000 多家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势。
2. 2015 年广发证券 H 股上市，公司投资收益稳定，且每年现金分红情况良好。
3. 2016 年初公司收购中华控股 19.595%股权，保险行业未来发展前景较好，将对公

司利润形成有力补充。

- 截至 2017 年 9 月底，公司长期股权投资合计 226.39 亿元，截至 2017 年底，广发证券、中华控股股权均未质押，变现能力强，对本期中票保障能力强。

关注

- 国际原油价格大幅下降并保持低位运行，吉林成大弘晟能源有限公司股权计划转让，新疆宝明页岩油项目经营预期仍不明朗。
- 公司股权较分散，控股股东辽宁成大集团有限公司持股比例低（11.11%），第二大股东特华投资控股有限公司持股 8.06%。
- 公司债务规模快速增长，以短期债务为主债务结构有待优化；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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

辽宁成大股份有限公司（以下简称“成大股份”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 2017 年 9 月底，公司注册资本为 15.30 亿元。根据辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“辽宁省国资委”）下发的辽国资产权〔2015〕100 号文件，辽宁省国资委持有的辽宁成大集团有限公司 100% 国有股权已经无偿划转至辽宁省国有资产经营有限公司持有。截至 2017 年 9 月底，辽宁成大集团有限公司持有公司 11.11% 的股权，为公司控股股东，辽宁省国有资产经营有限公司持有辽宁成大集团有限公司 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 2017 年 9 月底，公司拥有直接控股和间接控股子公司 11 家、参股公司 4 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 1-3）。

截至 2016 年底，公司资产（合并）总计 332.52 亿元，所有者权益合计 200.04 亿元（其中包含少数股东权益 14.41 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 87.50 亿元，利润总额 12.20 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司资产（合并）总计 350.63 亿元，所有者权益合计 213.72 亿元（其中包含少数股东权益 13.23 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 97.98 亿元，利润总额 13.72 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2016 年注册 39 亿元的中期票据，并已于 2016 年 11 月发行 10 亿元中期票据“16 辽成大 MTN001”，2017 年 8 月发行 14 亿元中期票据“17 辽成大 MTN001”。公司计划发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期发行 10 亿元，存续期限 3 年。偿还方式为按年付息，到期一次还本，募集资金将用于偿还银行贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速

增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，

共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、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，2015 年全

球七大药品市场的疫苗销售额达到了 248.69 亿美元，占抗感类药物市场的近 30%。最受瞩目的是 Prevnar/Preven AR-13，销售收入达到了 62.45 亿美元，同比上一年增长了 39.89%，占据了全球疫苗市场的 25%；而默沙东的 Gardasil 也比上一年增长了 9.83%，达到了 19.09 亿美元；可见疫苗对人类健康的重要性逐年提高。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。据中国医药工业信息中心发布《中国健康产业蓝皮书（2016 版）》指出，2015 年中国市场上生物药物的销售额为 1095 亿元，占国内医药市场总量的 8.2%左右，疫苗产品约占近五分之一。

由于禽流感、SARS 及最近乙肝疫苗新生儿致死等的影响，中国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。I 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。2016 年，成大生物狂犬病疫苗销量 641 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

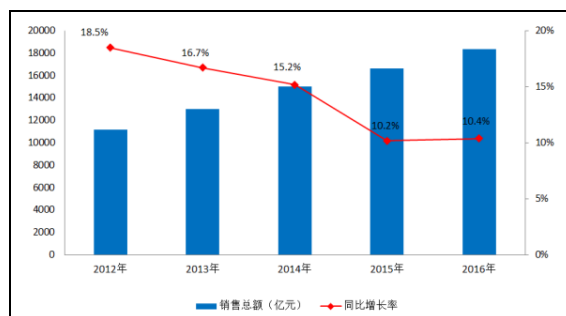
（1）行业现状

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 1.5%，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

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。

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%，与经济发展程度相适应，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 1 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。
2016 年 3 月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。

2016 年 4 月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。
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。
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

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

2016 年，世界经济仍未摆脱低迷增长，全球复苏步伐缓慢，外部不确定性增多；国内方面，传统外贸优势逐步削弱，新兴竞争优势有待形成，中国对外贸易维持弱势运行。在供给侧结构性改革提速、“一带一路”战略实施等重大政策推进下，2016 年中国对外贸易发展在进出口贸易方式结构、主要产品结构、市场多元化结构、贸易主体结构等方面继续优化和改善。

2016 年，世界经济艰难复苏，国内经济稳中向好，国内进出口逐季回稳，第四季度进、出口均实现正增长。2016 年国内进出口总值 3.68 万亿美元，同比下降 6.8%。其中，出口

2.10 万亿美元，同比下降 7.7%；进口 1.59 万亿美元，同比下降 5.5%；贸易顺差 5099.6 亿美元，下降 14.1%。

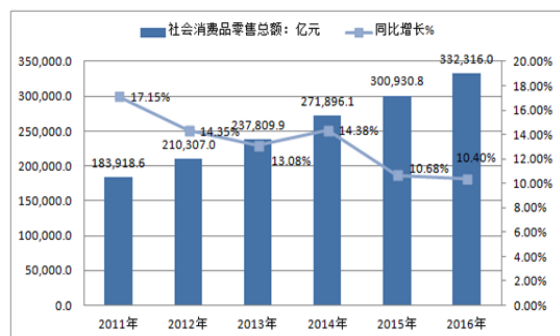
由于今年以来中国出台了一系列支持外贸稳定增长以及促进外贸转型升级的政策措施，各项主要指标降幅较上年有所收窄。若按美元计价，由于受国际大宗商品价格回升、能源产品进口加速、进口价格指数提高等因素影响，进出口下降 6.9%，降幅较上年同期收窄 0.6 个百分点；出口下降 7.5%，降幅扩大 4.4 个百分点；进口下降 6.2%，降幅收窄 8.7 个百分点。而从贸易量角度衡量，根据 WTO 统计数据，中国进出口贸易量增长与世界平均增速持平并略有领先，表明中国外贸总体好于全球平均水平。

(2) 国内贸易

2011 年以来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局数据，2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年中国社会消费品零售总额 300931 亿元，同比名义增长 10.7%（扣除价格因素实际增长 10.6%）。其中，限额以上单位消费品零售额 142558 亿元，增长

7.8%。2016 年国内生产总值达到 744127 亿元，同比增长 6.7%；同期，2016 年全年社会消费品零售总额 332316 亿元，同比增长 10.4%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 2 2011-2016 年中国社会消费品零售总额及增速走势
(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国消费市场较低的起点，经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 9 月底，辽宁成大集团有限公司持有公司 11.11% 的股权³，为公司控股股东，持股比例较低，辽宁省国有资产经营有限公司持有辽宁成大集团有限公司 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(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，股权情况如下：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，产品的生产技术和质量均达到国际先进水平。成大生物现年产能狂犬病疫苗已超过 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。到目前为止，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。

目前成大生物的狂犬病疫苗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、二倍体狂犬疫苗、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 2016 年底，成大生物总资产 25.36 亿元，所有者权益 23.40 亿元；2016 年实现销售

³ 截至 2017 年底，第二大股东特华投资控股有限公司持股比例 8.06%。

收入 10.30 亿元，净利润 4.57 亿元。

截至 2017 年 9 月底，成大生物总资产 26.58 亿元，所有者权益 24.32 亿元；2017 年 1~9 月实现销售收入 9.97 亿元，净利润 4.67 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。辽宁成大方圆医药连锁有限公司成立于 2000 年 7 月 4 日，注册资本 14500 万元人民币，其中公司出资 10950 万元，占注册资本的 75.52%。2009 年 12 月 31 日，辽宁成大医药投资管理有限公司更名为成大方圆医药连锁投资有限公司并增资，公司将其所持辽宁成大方圆医药连锁有限公司股权全部转让给成大方圆医药连锁投资有限公司。山东成大方圆医药连锁有限公司于 2010 年 1 月 19 日，由成大方圆医药连锁有限公司独资设立，注册资本 5000 万元人民币。

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。截至 2017 年 9 月底，成大方圆共有门店 1203 家，其中辽宁省内 953 家，占比达 79.22%。“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 2016 年底，成大方圆总资产 13.41 亿元，所有者权益 6.30 亿元；2016 年实现销售收入 30.74 亿元，净利润 5649.62 万元。

截至 2017 年 9 月底，成大方圆总资产 15.48 亿元，所有者权益 6.76 亿元；2017 年 1~9 月实现销售收入 23.01 亿元，净利润 0.48 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、木塔寺、吴家湾、白杨河等 4 个油页岩矿探矿权。

截至 2016 年底，新疆宝明总资产 43.47 亿元，所有者权益 11.71 亿元；2016 年实现销售收入 0.52 亿元，净利润-1.79 亿元。

截至 2017 年 9 月底，新疆宝明总资产 46.60 亿元，所有者权益 7.52 亿元；2017 年 1~9 月实现销售收入 0.60 亿元，净利润-3.78 亿元。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员 9 人，包括 1 名总裁、7 名副总裁（其中 1 名副总裁兼任董事及财务总监）及 1 名董事会秘书。

公司董事长尚书志先生，64 岁，曾任辽宁成大股份有限公司董事长兼总经理，现任辽宁成大集团有限公司董事长，广发证券股份有限公司董事，辽宁成大股份有限公司董事长（2015 年 4 月起任）。

公司董事、总裁葛郁先生，55 岁，现任辽宁成大集团有限公司董事，辽宁成大股份有限公司董事、总裁（2015 年 4 月起任）。

截至 2016 年底，公司共有在职员工 1735 人，从文化素质看，大学（含大专）及以上人员占比 73.20%，中专及以下人员占比 26.80%；从岗位构成来看，业务、销售人员占比 25.30%，财务人员占比 9.28%，行政人员占比 33.78%，技术人员占比 9.91%，生产人员占比 21.73%。

总体看，公司主要高层管理人员管理经验丰富；员工岗位符合公司业务设置，教育程度较高，符合公司发展需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的治理架构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制，并结合监管部门的要求不断完善公司治理结构，目前公司董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核等专业委员会，各委员会依照其职责分工，规范有序的开展工作，运行情况良好。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 5 名董事组成，其中 2 名为独立董事，设董事长 1 人，均由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由 3 名成员组成，设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。

2. 管理体制

公司积极推进现代企业管理制度的建设，根据《公司章程》和《公司法》等有关法律法规的要求，遵循全面性、重要性、制衡性、适应性、成本效益等原则，建立健全符合公司实际的管理制度并使其得到有效执行。

公司制度按管理层级分为三级，一级制度为基本管理制度，是公司在某一管理领域内具有全局性或重要性的规定，由董事会审批通过；二级制度为专项管理制度，是在基本管理制度下就某一方面做出的专项规定或是基本管理制度未涉及领域的补充，由总裁办公会审批通过；三级制度为细则、规程等，属于专项管理制度之下对某一方面的细化或为了制度的实施而制定的细则、规程等等，由总裁审批通过。

公司制度按职能分为战略规划管理、投资与资产管理、人力资源管理、财务管理、风险管理、信息技术管理、信息披露管理、党群事务管理及行政管理等几大类。

其中，财务管理方面，公司制定了会计核算、资金管理、预算管理和税务管理等方面的制度。公司建立了资金收支两条线模式，将所有资金集中，实现资金的统一调配、统一控制、

统一使用；通过统一商业银行，规范各单位的银行账户，减少资金沉积，增强企业和银行的博弈能力。公司建立了资金计划管理模式，通过资金计划，平衡企业未来的资金的收支平衡，降低企业财务风险，提高资金的使用效率。

信息技术管理方面，公司建有硬件设施完备的信息中心与配套机房和数据库中心，并与用友结成了战略伙伴关系，在集团内建立了财务、预算、资金管理、人力资源管理系统，正在开发各业务板块 ERP 系统。

总体看，公司治理结构清晰，管理制度完善，整体管理水平较高。

七、重大事项

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（以下合称“本次权益变动”），合计增持股份占公司已发行股份的 3.376%。本次权益变动后，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，特华投资合计将持有辽宁成大 1175.77 万股股份，占辽宁成大已发行股份的 7.68%，但后终止。截至 2017 年 9 月底，特华投资从公开市场增持股票，目前持股比例 8.06%。

八、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”）。

2014~2016年，公司营业收入保持相对稳定，三年分别实现营业收入92.39亿元、91.40亿元和87.50亿元。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，2016年该板块收入同比减少11.97亿元至56.16亿元，主要系公司内贸业务主动减少钢铁产品贸易规模及部分化工产品转外贸所致；受此影响，公司进出口贸易板块近三年收入不断增长，2016年为20.03亿元，同比增长62.06%；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9.37亿元、9.43亿元和10.30亿元。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，公司综合毛利率稳定增长，

2016年为20.89%。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波动下降，2016年为9.31%，同比减少4.05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；受钢贸规模不断下降以及医药连锁板块毛利率的提升，公司商品流通业务毛利率进一步提升至12.93%；受国际油价探底回升及技术改造产生的降本增效作用影响，公司能源开发业务毛利率由负转正。

2017年1~9月，公司实现营业收入97.98亿元，同比增长61.24%，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。毛利率方面，进出口贸易板块毛利率有所下滑，主要是因为化工产品贸易增长所致；商品流通业务毛利率降至7.79%，主要是公司扩大钢贸业务所致；生物制药板块毛利率变动不大。公司综合毛利率下降至15.88%。

表2 公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

板块	2014年			2015年			2016年			2017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	11.40	12.34	13.06	12.36	13.53	13.36	20.03	22.90	9.31	11.93	12.17	8.10
商品流通	68.65	74.31	9.94	68.13	74.55	10.80	56.16	64.19	12.93	75.18	76.73	7.79
生物制药	9.37	10.14	83.60	9.43	10.32	85.03	10.30	11.77	85.63	9.97	10.18	87.26
能源开发	2.22	2.40	-21.51	1.16	1.27	-7.02	0.52	0.60	3.74	0.60	0.62	-4.37
其他	0.75	0.81	9.44	0.31	0.34	63.83	0.48	0.55	65.65	0.30	0.31	18.44
合计	92.39	100.00	17.04	91.40	100.00	18.76	87.50	100.00	20.89	97.98	100.00	15.88

资料来源：公司提供

1、生物制药

公司生物制药板块主要由下属专门从事生物制药的成大生物完成，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。近三年，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。2016年，公司生物制药板块业务实现收入10.30亿元，同比增长9.23%。2017年1~9月，公司生物制药收入9.97亿元，同比增长26.84%，占2016年全年收入的96.80%。

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前茅。2016年，成大生物人用狂犬病疫苗共销售641.25万人份，同比增长10.35%。

成大利宝乙脑疫苗（属于灭活疫苗）2016年共销售99.05万支，同比下降55.21%，主要系受山东疫苗事件影响。

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，包括猪瘟疫疫苗、猪乙脑疫苗、动物狂犬病疫苗，以及禽流感疫苗等。

2014~2016年，公司生物制药板块研发投入分别为5604万元、5076万元和5864万元，占生物制药板块营业收入比重分别为6%、5%和6%。

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品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，2016 年成大生物狂犬疫苗产量 330 万人份，同比下降 56.66%，主要系年初狂犬疫苗库存较大，可以满足当年销售，成大生物据此降低了生产量所致。截至 2016 年底，公司狂犬疫苗库存为 266 万人份。乙脑疫苗受山东疫苗事件影响，产销量同比分别下降 34.38%和 55.21%。

表 3 公司主要疫苗产销情况

产品		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
狂犬疫苗	产量（万人份）	808	763	330	676
	销量（万人份）	619	581	641	463
乙脑疫苗	产量（万支）	155	408	267	68
	销量（万支）	177	221	99	143
兽用疫苗	产量（万头份）	183	131	--	--
	销量（万头份）	87	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，2016 年前五大供应商合计采购 3697.56 万元，合计占总采购比重

的 54.94%。

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。2014~2016 年，公司生物制药国外收入分别为 3651 万元、3977 万元和 4287 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 2258 余家，区域覆盖程度较高。

2016 年，成大生物积极参与全国 34 个省级行政区的招标采购工作，在已经结束招标的省份中，共计 18 个省、3 个直辖市已经招标公示（黑龙江、吉林、辽宁、山东、河北、陕西、山西、河南、内蒙、宁夏、新疆、甘肃、四川、云南、贵州、江苏、福建、广东、北京、天津、重庆），成大生物全部中标。

表 4 公司生物制药收入情况（单位：亿元）

产品	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
狂犬疫苗	8.46	8.24	9.80	9.04
乙脑疫苗	0.86	1.12	0.50	0.93
合计	9.32	9.36	10.30	9.97

资料来源：公司提供

2016 年，公司生物医药前五名客户均为地方省（市）级疾病预防控制中心，占总销售额的 27.93%，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 2017 年 9 月底，成大方圆共有门店 1203 家，其中辽宁省内 953 家，占比达 79.22%。2014~2017 年 1~9 月，成大方圆收入分别为 25.93 亿元、27.57 亿元、30.74 亿元和 23.01 亿元。

表 5 截至 2017 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	953	79.22
内蒙古	28	2.33
吉林	150	12.47
山东	50	4.16
河北	22	1.83
合计	1203	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。

表 6 2016 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	44810.66

国药控股沈阳有限公司	29298.76
盖天力医药控股集团营销有限公司	13226.57
深圳华润三九医药贸易有限公司	9523.08
沈阳洪博医康科技有限公司	9137.93
合计	105997.00

资料来源：公司提供

2016 年公司医药连锁前五名供应商合计采购 10.60 亿元，占总采购额的 39.28%，集中度一般。

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产品。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，款到付货，且上下游锁单，没有敞口库存。近三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，2016 年收入 5.24 亿元。2017 年前三季度钢铁产品贸易规模大幅增长，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，2016 年达到 8.95 亿元。2017 年前三季度规模有所压缩。

表 7 公司内贸业务情况（单位：万元）

分品种	销售收入			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
钢铁产品	312270	145602.19	52445.00	452362.00
化工产品	2222	159131.31	89367.48	21075.48
煤炭	62151	70895.30	89528.52	35187.40
粮油	9522	4021.33	285.48	46.24
木材产品	23578	4129.28	3920.69	1273.41
纺织品	18312	18293.00	18788.00	12450.00
其他	1044	332.24	3283.16	951.62
合计	429099.00	402404.66	257618.33	523346.14

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 8 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			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
纺织品大类	69214.39	73373.86	82252.00	51727.00
化工产品	842.15	6810.21	72168.06	45092.17
杂粮豆产品	10204.41	1569.80	332.22	194.61
木材产品	8963.03	5113.54	5813.90	5452.34
水产品	4018.01	2902.56	1731.87	2954.16
钢铁	8672.73	3763.49	34799.00	11741.00

煤炭	6092.86	30093.81	--	--
其他	5991.97	73373.86	3244.30	2089.21
合计	113999.55	123627.27	200341.35	119250.50

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 9 月底，成大弘晟净资产 2.41 亿元；2017 年 1~9 月净亏损 1.69 亿元。

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。目前，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。

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。

在极端不利的市场条件下，新疆宝明合理调整生产安排，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。2016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2016年底，新疆宝明已投资35.80亿元，主体工程投资已完成。截至2016年底，新疆宝明资产总额43.47亿元，所有者权益1.17亿元。2016年，新疆宝明实现营业收入0.52亿元，利润总额-1.79亿元，其中财务费用1.29亿元，主要为费用化利息支出；固定资产折旧1.69亿元；销售及管理费用0.99亿元；资产减值损失-2.23亿元，主要为存货跌价损失冲回。

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2017年9月底，公司及其子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。

2014~2016年，广发证券对公司贡献的投资收益分别达到10.61亿元、21.66亿元和13.19亿元，分别占当期营业利润比例的104.02%、

137.61%和94.35%。2014~2016年，公司收到广发证券现金分红分别为2.50亿元、2.50亿元和10.01亿元。根据广发证券《广发证券2016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3.5元（含税），公司2017年预计收到现金分红4.37亿元。

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2016年底，广发证券资产（合并）总额3598.01亿元，所有者权益合计813.53亿元（其中包含少数股东权益28.23亿元）；2016年广发证券实现营业收入207.12亿元，利润总额107.05亿元。2017年前三季度归属公司投资收益10.44亿元。

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。2016年，中华控股贡献投资收益2.31亿元。2017年1~9月，归属公司投资收益1.65亿元。

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。

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9 公司主要金融机构股权投资情况

项目	2016年		2017年1~9月	
	广发证券	中华控股	广发证券	中华控股
初始投资额(亿元)	4.60	82.66	4.60	82.66
期末账面值(亿元)	132.71	88.12	137.14	88.75
持有/处置获得投资收益(亿元)	13.19	2.31	14.82	1.65
现金分红(亿元)	10.01	0.00	4.38	0.00

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

6. 经营效率

2014~2016年，公司销售债权周转次数和存货周转次数波动下降、总资产周转次数不断下降，三年均值为5.87次、6.88次和0.39次，2016年分别为5.59次、5.70次和0.29次。总体看，公司整体经营效率较高。

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。

8. 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。

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。

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。

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 10 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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 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 2017 年前三季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2014 年，新纳入合并范围子公司共 6 家，均为新设立。2015 年，新纳入合并范围的子公司有 3 家，均为新设立；不再

纳入合并范围的有 1 家。2016 年，不再纳入合并范围的子公司有 2 家，其中包含出售成大沿海产业（大连）基金管理有限公司和清算辽宁康心美商业连锁有限公司。截至 2017 年 9 月底，公司合并范围无变化。近三年合并范围变化对财务数据的可比性影响较小。

截至 2016 年底，公司资产（合并）总计 332.52 亿元，所有者权益合计 200.04 亿元（其中包含少数股东权益 14.41 亿元）。2016 年公司实现营业收入 87.50 亿元，利润总额 12.20 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司资产（合并）总计 350.63 亿元，所有者权益合计 213.72 亿元（其中包含少数股东权益 13.23 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 97.98 亿元，利润总额 13.72 亿元。

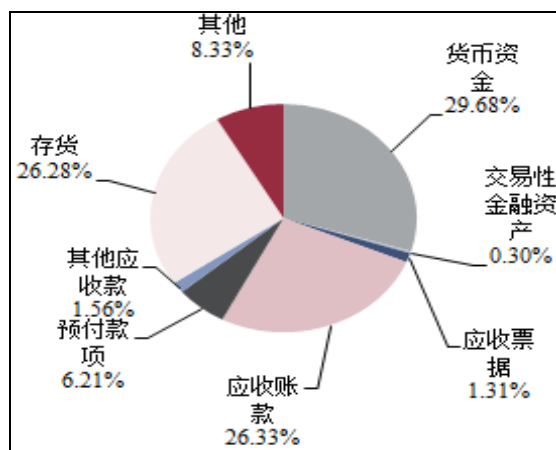
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额不断增长，年均增长 28.04%，主要来源于长期股权投资的增长。截至 2016 年底，公司资产总额 332.52 亿元，其中流动资产占 17.03%，非流动资产占 82.97%。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产波动增长，年均增长 11.90%。截至 2016 年底，公司流动资产 56.64 亿元，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 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年, 公司货币资金波动中有所增长, 年均增长 29.02%, 截至 2016 年底为 16.81 亿元, 主要为银行存款 (占 79.71%)。

2014~2016 年, 公司应收账款波动中有所增长, 年复合增长 4.32%。截至 2016 年底, 公司应收账款 14.91 亿元, 同比下降 4.08%。从账龄看, 公司 2016 年列入账龄组合的应收账款中 1 年以内占 80.04%, 3 年以上占 0.10%。2016 年底公司对应收账款计提坏账准备 4.59 亿元, 计提比例 23.54%, 计提充分。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 44.05%。其中, 应收账款期末前三位分别为东北特殊钢集团有限责任公司、河北鑫达钢铁有限公司和 DONGYING YATONG PETROCHEMICAL CO. LTD, 应收金额分别为 3.12 亿元、2.21 亿元和 1.53 亿元, 计提比例分别为 65.00%、62.13%和 5.00%。考虑到东北特钢集团 2016 年以来已连续 5 只债券实质违约, 该两笔应收款已进一步计提。此外, 河北卫防生物受山东疫苗非法经营事件影响被吊销药品 GSP 证书, 公司已终止与其合作关系, 对其应收账款 3897.69 万元, 截至目前河北卫防生物表示在相关调查处理结束之后, 积极偿还所欠公司货款。

2014~2016 年, 公司其他应收款波动较大, 三年分别为 1.23 亿元、11.36 亿元和 0.88 亿元。2015 年增长 10.13 亿元, 主要系公司竞购中华控股股权时缴纳的投资保证金。

2014~2016 年, 公司存货规模波动增长, 年复合增长 21.50%。截至 2016 年底, 公司存货账面价值 14.88 亿元, 同比增长 58.54%, 其中库存商品占 64.45%、在途物资 8.20%、半成品占 10.62%、发出商品占 13.10%、其他占 3.63%。2016 年, 公司库存商品主要是药品、钢材和油品。2016 年, 对存货计提跌价准备 0.75 亿元, 计提比例为 5.04%。

2014~2016 年, 公司其他流动资产波动增长, 年复合增长 108.18%。截至 2016 年底为 4.41 亿元, 同比下降 45.44%, 主要系银行理财减少

6.00 亿元。从构成看, 2016 年主要是质押式国债回购 2.00 亿元、待抵扣进项税 1.68 亿元。

非流动资产

2014~2016 年, 公司非流动资产不断增长, 年均复合增长 32.32%, 主要系长期股权投资增长所致。截至 2016 年底, 公司非流动资产 275.88 亿元, 主要由长期股权投资 (占 78.33%) 构成。

2014~2016 年, 公司长期股权投资快速增长。截至 2016 年底为 216.09 亿元, 同比增长 69.72%, 主要系公司本期新增投资中华控股 82.66 亿元; 其中公司对广发证券和中华控股的投资采用权益法核算, 2016 年底账面余额分别为 129.03 亿元和 86.81 亿元, 分别占 59.71%和 40.17%。公司持有的广发证券、中华控股的股权均未质押。

2014~2016 年, 公司固定资产不断下降, 年复合下降 16.72%。截至 2016 年底, 公司固定资产 32.83 亿元, 同比下降 9.04%, 主要系公司决定长期停止对子公司辽宁成大动物药业有限公司 (以下简称“成大动物药业”) 生产经营活动, 计提减值约 0.22 亿元, 并将剩余资产价值 2.33 亿元移至其他非流动资产科目所致。固定资产账面价值中, 房屋及建筑物占 61.29%, 机器设备占 37.07%。公司累计折旧 7.94 亿元, 计提固定资产减值准备 47.27 万元。

2014~2016 年, 公司无形资产不断下降, 年复合下降 10.90%。截至 2016 年底, 公司无形资产 9.53 亿元, 同比下降 5.54%, 主要是成大动物药业改变报表列报方式, 其所有资产项目 2016 年合并列报在其他非流动资产科目中。无形资产主要由土地使用权 (占 19.31%)、采矿权 (占 69.99%) 及勘探开发成本 (占 8.81%) 等构成, 累计摊销合计 1.87 亿元。

2014~2016 年, 公司其他非流动资产快速增长, 年复合增长 108.25%。截至 2016 年底, 公司其他非流动资产 10.22 亿元, 主要是成大弘晟全部资产, 本期同比增长 14.88%, 新增主要是成大动物药业的全部资产转入 2.33 亿元。

截至 2017 年 9 月底, 公司资产总额 350.63

元,较 2016 年底有小幅增长,其中流动资产占 17.40%,非流动资产占 82.60%。流动资产中存货 17.05 亿元,较 2016 年底增长 14.57%,主要系公司大宗商品采购所致;其他流动资产 7.38 亿元,主要系银行理财产品 5.40 亿元及待抵扣进项税 1.98 亿元;其他非流动资产 14.11 亿元,较 2016 年底增长 38.04%,主要系子公司预付工程款及预付设备款所致;长期股权投资 226.39 亿元,较 2016 年底增长 10.30 亿元,主要系广发证券与中华控股投资收益增加所致。

总体来看,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,股权变现能力强;固定资产中油页岩项目占比较高,受国际油价不断波动影响,公司油页岩项目经营预期仍不明朗。整体看,公司资产质量较好,长期股权投资变现能力强。

3. 所有者权益和负债

所有者权益

2014~2016 年,公司所有者权益不断增长,年复合增长 15.91%。截至 2016 年底,公司所有者权益 200.04 亿元,其中归属于母公司所有者权益 185.63 亿元。归属于母公司所有者权益构成中,实收资本占 8.24%,资本公积占 34.52%,盈余公积占 4.44%,未分配利润占 51.10%,权益结构变化不大。

截至 2017 年 9 月底,公司所有者权益 213.72 亿元,较 2016 年底增长 6.84%,主要是未分配利润增长所致。权益结构较 2016 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

2014~2016 年,公司负债大幅增长,年复合增长 56.76%。截至 2016 年底,公司负债 132.49 亿元,同比增长 67.16%,主要系流动负债快速增长所致。流动负债中,短期借款和其

他流动负债增长较快。负债构成方面,流动负债占 88.09%,非流动负债占 11.91%,流动负债占比进一步增长。

2014~2016 年,公司流动负债快速增长,年复合增长 114.58%。截至 2016 年底,公司流动负债合计 116.71 亿元,同比增长 85.57%。流动负债主要以短期借款(占 40.81%)、应付账款(占 12.26%)和其他流动负债(占 31.70%)为主。

2014~2016 年,公司短期借款快速增长,三年分别为 2.77 亿元、16.40 亿元和 47.63 亿元。截至 2016 年底,公司信用借款占 82.93%,保证借款占 17.07%。

2014~2016 年,公司应付账款波动增长,年复合增长 19.73%。截至 2016 年底,公司应付账款 14.31 亿元,同比增长 46.49%,主要为应付贸易货款。

截至 2016 年底,公司一年内到期的非流动负债 10.08 亿元,同比变动不大,主要系公司 2014 年发行的 10 亿元中期票据“14 辽成大 MTN001”将于一年内到期重划分至该科目所致。

2014~2016 年,公司其他流动负债快速增长,三年分别为 3.50 亿元、21.00 亿元和 37.00 亿元,全部为公司发行的超短期融资券和短期融资券。

2014~2016 年,公司非流动负债不断下降,年复合下降 25.68%,2016 年底为 15.78 亿元,主要是应付债券(10 亿元中期票据“16 辽成大 MTN001”)及其他非流动负债。

截至 2017 年 9 月底,公司负债合计 136.91 亿元,较 2016 年底变化不大,流动负债占比减少 10.80 个百分点至 77.29%;其中短期借款略有增长,主要系新增信用借款;应付账款 11.21 亿元,较 2016 年底下降 21.66%,主要系石脑油等贸易产品结算发生变化;应付债券 24.00 亿元,较 2016 年底增加 14.00 亿元,主要系当期发行“17 辽成大 MTN001”(三年期、14 亿元)所致。

有息债务方面, 2014~2016 年, 公司债务总额快速增长, 年复合增长 79.18%, 主要系收购中华控股股权增加了融资需求。截至 2016 年底, 公司全部债务⁴为 107.92 亿元, 其中短期债务占 90.73%, 长期债务占 9.27%。

债务指标方面, 2014~2016 年, 公司资产负债率和全部债务资本化比率不断增长, 长期债务资本化比率不断下降, 近三年平均值分别为 34.17%、28.50%和 6.65%, 2016 年底分别为 39.84%、35.04%和 4.76%。

截至 2017 年 9 月底, 公司全部债务 112.27 亿元, 较上年底变化不大, 其中短期债务占 78.62%, 公司资产负债率和全部债务资本化较 2016 年底均略有下降分别为 39.05 和 34.44%。

总体来看, 收购中华控股股权增加了公司的融资需求, 导致短期债务快速增长, 债务结构有待优化, 公司存在较大短期偿债压力。

4. 盈利能力

2014~2016 年, 受商品流通业务收入下降的影响, 公司营业收入略有下降, 2016 年实现营业收入 87.50 亿元。同期, 受益于公司营业成本降幅较大影响, 公司营业利润率持续上升, 三年分别为 16.79%、18.48%和 20.42%。

2014~2016 年, 公司期间费用快速增长, 期间费用占营业收入分别为 13.00%、17.42%和 22.28%, 2016 年为 19.49 亿元, 主要系公司融资规模上升导致财务费用大幅增长所致。公司费用控制能力有所下降, 对主业利润侵蚀影响很大。

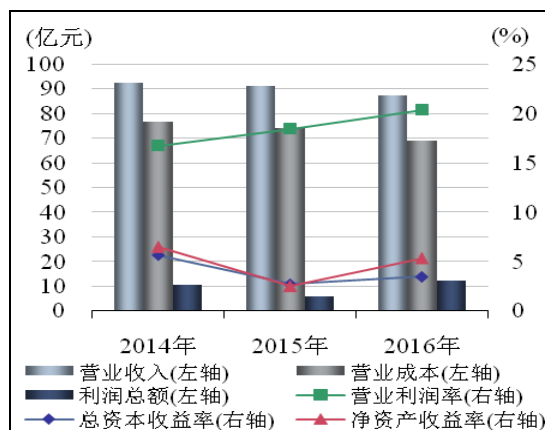
2014~2016 年, 公司分别实现投资收益 10.48 亿元、20.88 亿元和 16.09 亿元, 分别占当年利润总额的 99.52%、352.11%和 131.89%, 公司投资收益主要为对广发证券长期股权投资所取得的收益, 其中现金分红三年分别为 2.50 亿元、2.50 亿元和 10.01 亿元。公司盈利对投资收益依赖程度高。

2014~2016 年, 公司资产减值损失波动较大, 当年分别为 3.80 亿元、6.17 亿元和 0.38 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。

2014~2016 年, 公司营业外支出分别为 0.11 亿元、10.62 亿元和 2.04 亿元, 2015 年主要因为成大弘晟长期停产改变财务报表编制基础而形成的损失 10.30 亿元。2016 年主要因为成大弘晟继续计提损失 1.76 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 0.22 亿元。

2014~2016 年, 公司利润总额波动增长, 年复合增长 7.64%, 2016 年为 12.20 亿元, 同比大幅增长 105.83%, 主要系营业外支出大幅降低所致。

图 4 2014~2016 年公司盈利能力情况



资料来源：公司年报

从盈利指标来看, 2014~2016 年, 公司总资产收益率和净资产收益率波动下降, 2016 年分别为 3.47%和 5.35%。

2017 年 1~9 月, 公司实现营业收入 97.98 亿元, 较去年同期大幅增长 61.24%, 主要系大宗商品需求环境改善, 公司主动扩大钢贸业务所致; 实现利润总额 13.72 亿元, 同比增长 38.56%, 其中投资收益 16.21 亿元, 同比增长 23.93%, 主要系本期处置家乐福股权产生投资收益 3.98 亿元。同期, 公司营业利润率为 15.53%, 较 2016 年底下滑明显, 主要系低毛利

⁴ 全部债务包含“其他流动负债”中短期融资券及超短期融资券待偿还金额。

率的贸易业务占比提升影响所致。

近年来，公司整体经营规模保持稳定，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，但投资收益较稳定。

5. 现金流

从经营活动看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量不断下降，三年分别为 92.29 亿元、92.17 亿元和 86.42 亿元，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。2014~2016 年，公司经营活动现金流出波动下降，三年分别为 88.03 亿元、89.66 亿元和 80.52 亿元；经营活动现金流量净额波动中有所增长，三年分别为 4.26 亿元、2.51 亿元和 5.90 亿元。从收入实现质量来看，2014~2016 年，公司现金收入比波动下降，三年分别为 97.82%、98.80%和 96.78%，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入量分别为 6.54 亿元、5.44 亿元和 33.28 亿元。2016 年，公司收回投资收到的现金 22.18 亿元，主要是收回理财产品；取得投资收益收到的现金 11.01 亿元，主要是广发证券现金分红。由于收购业务，公司投资活动现金流出规模较大，三年分别为 13.78 亿元、25.05 亿元和 94.32 亿元，主要由投资支付的现金构成，2015 年主要系公司竞购中华控股股权时缴纳的投资保证金，2016 年主要系公司支付中华控股股权 82.66 亿元。公司投资活动现金流量净额表现为净流出，三年分别为-7.24 亿元、-19.60 亿元和-61.04 亿元。

从筹资活动看，2014~2016 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，近三年公司筹资活动现金净流量分别为 5.18 亿元、35.05 亿元和 43.85 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动现金流量

净额表现为净流出，为-0.86 亿元，主要系大宗贸易业务增长，采购付款增加所致；公司投资活动现金流量净额表现为净流出，为-0.52 亿元，其中，投资支付的现金 22.20 亿元，主要系购买银行理财产品所致；筹资活动现金流净额为-0.37 亿元，主要是取得借款及偿还债务的现金。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，公司现金获取能力一般。2015 年以来，公司因收购中华控股 19.595%股权，导致投资现金流出及融资现金流入大幅上升，考虑到公司在建工程规模小，未来资本支出压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均快速下降，三年平均值分别为 116.37%和 93.88%，2016 年分别为 48.53%和 35.78%。近三年，公司经营现金流动负债比分别为 16.81%、3.99%和 5.06%。截至 2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 57.64%和 41.52%。公司短期债务规模较大，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抵质押行为，变现能力强，对公司流动性形成有力补充，短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，受利润总额波动影响，公司 EBITDA 波动增长，分别为 13.74 亿元、12.31 亿元和 20.88 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 5.89 倍、2.76 倍和 3.92 倍；全部债务/EBITDA 分别为 2.45 倍、4.88 倍和 5.17 倍。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 9 月底，公司共获得银行授信 127.90 亿元，尚未使用额度为 68.10 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时公司是上市公司，直接融资渠道畅通。

7. 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 2017 年 12 月 20 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 笔为贸易融资，主要系银行系统错误所致，公司方面已出具相关说明；公司无欠息信息。

8. 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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务为 112.27 亿元，本期中期票据发行额度 10 亿元，占全部债务的 8.91%，对公司现有债务规模影响较小。截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 39.05% 和 34.44%，考虑到本期募集资金将用于偿还银行贷款，公司债务结构有所调整，整体债务负担无变化。

本期中期票据发行后，不考虑其他因素，两项指标分别上升至 40.74% 和 36.39%，长期债务资本化比率由 10.10% 上升至 13.73%，公司债务负担将有所上升。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司现金类资产为本期中期票据的 1.10 倍、2.86 倍和 1.65 倍；可变现的广发证券分别为本期中期票据的 31.18 倍、23.31 倍和 21.07 倍；公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 1.37 倍、1.23 倍和 2.09 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较强。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据具有较强的偿还能力。

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。

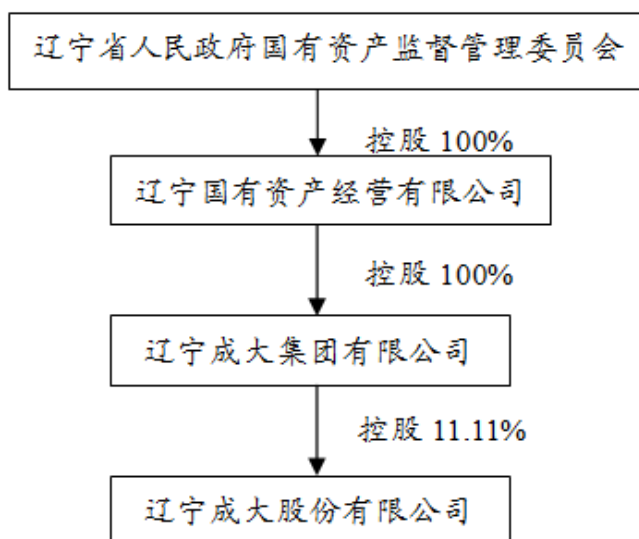
公司目前主要利润来源为广发证券及中华控股的投资收益，近年均获得较稳定的现金分红。目前，公司整体资产质量较好，广发证券和中华控股股权变现能力强，但短期债务上升快，债务结构有待优化，所有者权益稳定性一般。

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，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投资收益稳定，对公司利润形成有力支撑；但受国际油价持续低位运行影响，新疆宝明未来经营预期仍不明朗。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

十一、结论

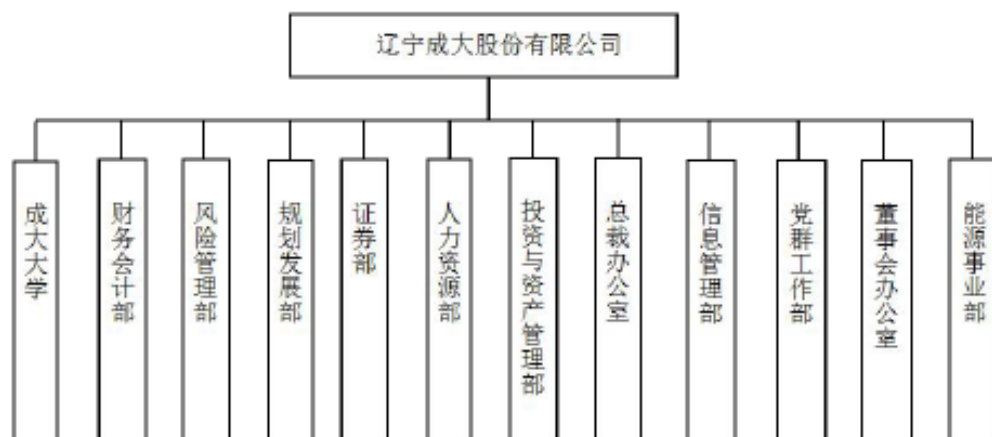
附件 1-1 公司产权结构图



附件 1-2 公司前十大股东

排名	股东名称	方向 ②	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	辽宁成大集团有限公司	-	169,889,039	0	11.1100	0.0000	A股流通股
2	特华投资控股有限公司	比上期增加	123,273,119	98,486,690	8.0600	6.4400	A股流通股
3	前海开源基金-浦发银行-前海开源乐晟资产管理计划	-	74,999,969	0	4.9000	0.0000	A股流通股
4	巨人投资有限公司	-	65,000,000	0	4.2500	0.0000	限售流通A股
5	新华人寿保险股份有限公司-分红-团体分红-018L-FH001沪	-	64,400,116	0	4.2100	0.0000	A股流通股
6	富邦人寿保险股份有限公司-自有资金	-	61,625,389	0	4.0300	0.0000	限售流通A股,A股流通股
7	前海开源基金-建设银行-前海开源定增3号资产管理计划	-	50,000,000	0	3.2700	0.0000	限售流通A股
8	中信证券股份有限公司	新进	30,331,944		1.9800		A股流通股
9	昌都市惠麟企业管理股份有限公司	新进	21,076,424		1.3800		A股流通股
10	陈国义	-	17,400,000	0	1.1400	0.0000	A股流通股
合 计			677,996,000		44.3300		

附件 1-3 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.04	28.64	17.72	14.99
资产总额(亿元)	202.81	266.13	332.52	350.63
所有者权益(亿元)	148.90	186.87	200.04	213.72
短期债务(亿元)	9.96	50.03	97.92	88.27
长期债务(亿元)	23.66	10.00	10.00	24.00
全部债务(亿元)	33.61	60.03	107.92	112.27
营业收入(亿元)	92.39	91.40	87.50	97.98
利润总额(亿元)	10.53	5.93	12.20	13.72
EBITDA(亿元)	13.74	12.31	20.88	--
经营性净现金流(亿元)	4.26	2.51	5.90	-0.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.97	6.05	5.59	--
存货周转次数(次)	7.31	7.63	5.70	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.39	0.29	--
现金收入比(%)	97.82	98.80	96.78	91.08
营业利润率(%)	16.79	18.48	20.42	15.53
总资本收益率(%)	5.70	2.72	5.20	--
净资产收益率(%)	6.48	2.54	5.35	--
长期债务资本化比率(%)	13.71	5.08	4.76	10.10
全部债务资本化比率(%)	18.42	24.32	35.04	34.44
资产负债率(%)	26.58	29.78	39.84	39.05
流动比率(%)	178.48	122.08	48.53	57.64
速动比率(%)	138.70	107.15	35.78	41.52
经营现金流动负债比(%)	16.81	3.99	5.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.89	2.76	3.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.45	4.88	5.17	--

注：2017 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。

附件 3 主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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+一年内到期的长期(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 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 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 辽宁成大股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

辽宁成大股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

辽宁成大股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对辽宁成大股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，辽宁成大股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注辽宁成大股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现辽宁成大股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对辽宁成大股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如辽宁成大股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对辽宁成大股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与辽宁成大股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。