信用评级公告

联合〔2021〕3695 号

联合资信评估股份有限公司通过对辽宁成大股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持辽宁成大股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 辽成大 MTN001”和“20 辽成大（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 AA^+，“21 辽成大 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

辽宁成大股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
辽宁成大股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
19 辽成大 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 辽成大（疫情防控债）MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
21 辽成大 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 辽成大 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/01/18
20 辽成大（疫情防控债）MTN001	7 亿元	7 亿元	2023/03/23
21 辽成大 CP001	5 亿元	5 亿元	2022/01/27

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

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，公司退出医药流通业务，实现现金回流及大额投资收益；生物制药业务中，狂犬疫苗市场占有率高，盈利能力强；金融投资方面，公司持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股权未质押，变现能力强，2020 年贡献的投资收益和现金分红同比均有所增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司能源开发业务业绩受油价波动影响大且对母公司资金占用规模大；母公司短期偿债压力大且债务结构有待优化；公司股权分散，实际控制人可能发生变更等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产对本部本年度剩余到期债券保障能力强；经营活动现金流入量对公司本部待偿债券本金峰值保障能力强。

公司实施“医疗医药健康产业与金融投资”双轮驱动的总体发展战略。随着生物制药和股权投资效益持续呈现，公司综合实力有望提升。

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“19 辽成大 MTN001”和“20 辽成大（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 AA+，维持“21 辽成大 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **多元业务布局有助于分散单一行业经营风险。**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. **跟踪期内，公司退出医药流通业务，实现现金回流及大额投资收益。**公司于 2020 年 7 月通过大连产权交易所公开挂牌转让子公司成大方圆医药集团有限公司 100%股权，股权处置价款 18.60 亿元已全额收回，当期确认投资收益 12.18 亿元，占公司 2020 年度归属母公司净利润比例为 43.96%。

分析师：李明
郭蕾
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

3. **生物制药业务市场占有率高，盈利能力强。**公司狂犬疫苗产销量持续多年位居国内第一，2020 年批签发量占比保持在 50%以上，品牌认可度较高，且毛利率保持在 85%以上，盈利能力强。
4. **股权类资产质量好且流动性强。**截至 2021 年 3 月底，公司直接持有上市公司广发证券（A 股）16.40%股权，期末参考市值为 195.90 亿元，未质押；2020 年，广发证券为公司贡献投资收益 16.70 亿元，对公司的现金分红为 4.38 亿元。公司上述股权资产价值高、收益贡献大且变现能力强。

关注

1. **能源业务业绩受油价波动影响大，跟踪期内计提了大额存货跌价准备及资产减值损失，资金占用量大。**公司对能源业务的资金投入规模大，截至 2020 年底，母公司对能源业务经营主体新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）的其他应收款为 56.44 亿元。2020 年，受油价下跌影响，新疆宝明经营亏损，同时计提存货跌价准备，并对厂房、设备及采矿权计提资产减值损失，当期亏损 17.40 亿元。上述资金占用成本及经营亏损对公司业绩影响大。
2. **股权分散，实际控制人可能发生变更。**截至 2021 年 3 月底，公司控股股东辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“辽宁国资”）持有公司股权比例为 11.11%，2020 年新晋第一大股东韶关市高腾企业管理有限公司（截至 2021 年 3 月底持股 15.30%）承诺自辽宁成大生物股份有限公司发行上市之日起 12 个月内不谋求对公司的实际控制权，若到期后不再延续承诺，公司实际控制人可能面临变更。
3. **母公司债务结构有待优化。**公司有息债务主要集中在母公司，母公司短期债务及直接融资占比较高。考虑到公司 2016 年以 82.66 亿元现金方式购买中华联合保险控股股份有限公司 19.60%的股权这一重大资产投资及对能源业务的投入对母公司资金占用严重，且对应资产流动性偏弱，母公司资产和债务期限结构匹配度低，债务结构有待优化。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.21	28.59	26.50	35.01
资产总额(亿元)	357.80	392.34	391.58	408.31
所有者权益(亿元)	216.10	229.39	250.06	256.18
短期债务(亿元)	89.72	84.29	80.12	99.99
长期债务(亿元)	35.00	55.50	42.00	36.50
全部债务(亿元)	124.72	139.79	122.12	136.49
营业收入(亿元)	192.75	177.46	169.45	39.71
利润总额(亿元)	9.93	14.64	26.99	7.24
EBITDA(亿元)	19.55	24.82	36.89	--
经营性净现金流(亿元)	4.86	8.62	7.75	-1.78
营业利润率(%)	11.72	14.47	15.48	14.92
净资产收益率(%)	3.99	5.71	10.05	--
资产负债率(%)	39.60	41.53	36.14	37.26
全部债务资本化比率(%)	36.59	37.87	32.81	34.76
流动比率(%)	65.97	83.30	70.49	72.06
经营现金流动负债比(%)	4.71	8.37	8.08	--
现金短期债务比(倍)	0.27	0.37	0.33	0.35
EBITDA 利息倍数(倍)	3.20	4.09	6.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.38	5.63	3.31	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	315.52	344.01	366.22	380.61
所有者权益(亿元)	195.80	208.79	242.45	244.66
全部债务(亿元)	116.81	131.41	116.93	129.13
营业收入(亿元)	0.64	0.63	0.23	0.05
利润总额(亿元)	5.75	11.99	36.32	2.91
资产负债率(%)	37.94	39.31	33.80	35.72
全部债务资本化比率(%)	37.37	38.63	32.54	34.55
流动比率(%)	57.21	79.96	88.38	83.60
经营现金流动负债比(%)	-6.79	-5.06	-16.49	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务计入短期债务；3. 2018－2020 年现金类资产已剔除受限货币资金

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 辽成大 CP001	A-1	AA+	稳定	2021/01/12	李明 郭蕾	贸易企业信用评级方法/贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
19 辽成大 MTN001/20 辽成大（疫情防控债）MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/06/09	李明 陈婷	贸易企业信用评级方法/贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 辽成大（疫情防控债）MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/02/18	李明 陈婷	贸易企业信用评级方法/贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
19 辽成大 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/1/22	刘哲 刘然	贸易行业企业评级方法/模型（2018 年）	阅读全文

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

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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

辽宁成大股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于辽宁成大股份有限公司（以下简称“公司”或“辽宁成大”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是在改组具有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。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.SH）。2015年，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（以下简称“成大集团”）100%国有股权无偿划转至辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“辽宁国资”）持有。2018年11月，经辽宁省国资委批复，辽宁国资吸收合并成大集团，公司控股股东由成大集团变更为辽宁国资。截至2021年3月底，公司注册资本为15.30亿元，辽宁国资持有公司11.11%股权（未质押），公司实际控制人为辽宁省国资委。

2020年，公司经营范围较上年无变化。

截至2020年底，公司合并范围内拥有一级子公司10家。截至2021年3月底，公司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、国际合作部等职能部门（见附件1-2）。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为391.58亿元，所有者权益合计250.06亿元（含少数股东权益9.46亿元）。2020年，公司实现营业总收入169.45亿元，利润总额26.99亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为408.31亿元，所有者权益合计256.18亿元（含少数股东权益10.95亿元）。2021年1—3月，公司实现营业总收入39.71亿元，利润总额7.24亿元。

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、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年6月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，除“21辽成大CP001”利息随本金一起兑付外，其余债券均于付息日正常付息。

表1　截至2021年6月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19辽成大MTN001	10.00	10.00	2019/01/18	3年
20辽成大（疫情防控债）MTN001	7.00	7.00	2020/03/23	3年
21辽成大CP001	5.00	5.00	2021/01/27	1年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长

2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增

[1]文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，**保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望

加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业分析

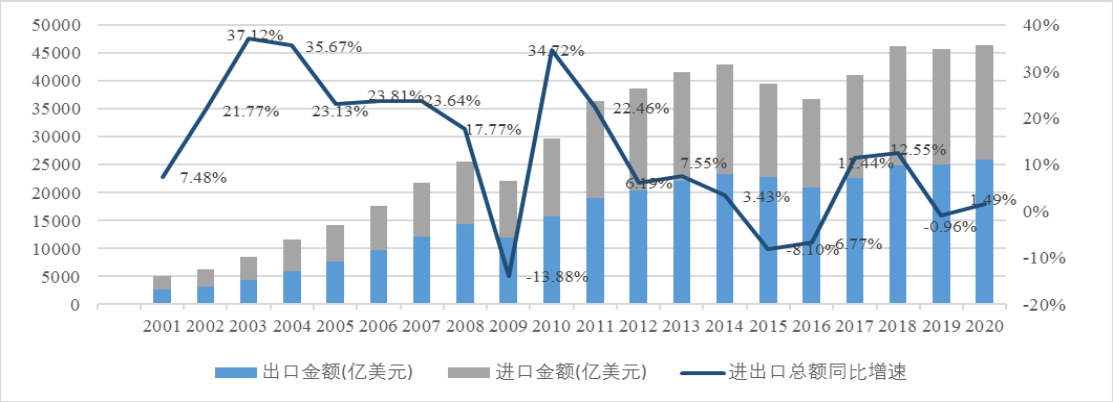
1. 贸易行业

（1）进出口贸易

近年来，世界经济增速放缓，不确定因素增多。2020 年，面对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲击，中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，全年外贸出口明显好于预期，外贸规模再创历史新高。

2020 年以来，新冠肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济造成冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升。海关数据显示，2020 年一、二季度，中国进出口增速分别为-6.5%和-0.2%，外贸发展面临较大困难。中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链。从三季度开始，中国外贸行业回暖。由于疫情影响，海外生产面临停滞，中国承担起了为全世界生产订单的重任。随着纺织市场的爆发，整个外贸行业形势高涨，数码电子产品、皮鞋、大型机械等订单也在持续增长。根据海关总署发布的数据，2020 年，中国货物贸易进出口总值 46462.57 亿美元，同比增长 1.49%。其中，出口 25906.46 亿美元，同比增长 3.65%，创造了中国出口规模的新高；进口 20556.12 亿美元，同比下降 1.10%；贸易顺差 5350.34 亿美元，同比增加 27.06%。

图 1　中国进出口贸易总值及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

从贸易产品结构看，2020 年，在对外贸易产品构成中，工业制品的份额进一步扩大，全年工业制品出口规模达 24751.46 亿美元，同比增长 4.6%。工业制品的出口份额越来越大，但中国的出口依然是以基础制造产品为主，结构失衡的情况还比较突出。

从区域分布上看，美国依然是中国最大的单一贸易伙伴国，日本与韩国是中国第二和第三大贸易伙伴国。虽然中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，但基于 2019 年末达成的贸易协议以及双方的经济结构，叠加疫情对美国经济的影响，2020 年中美双边贸易保持较快增长；亚洲是中国对外贸易的最主要地区，全年贸易额达 23865.6 亿美元，同比增长 0.8%，占中国对外贸易总额的 51.4%；由于英国脱欧，中国与欧盟的贸易统计剔除了与英国

的贸易数据，欧盟在中国的对外贸易中跌至第二位，中欧双边贸易总额（剔除英国数据）占中国对外贸易的 13.9%；非洲和拉美地区的贸易依然没有明显增长。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口总额为 9.37 万亿元人民币，较 2019 年增长 1%，同比增速较上年下降 9.8%，略低于整体增速。

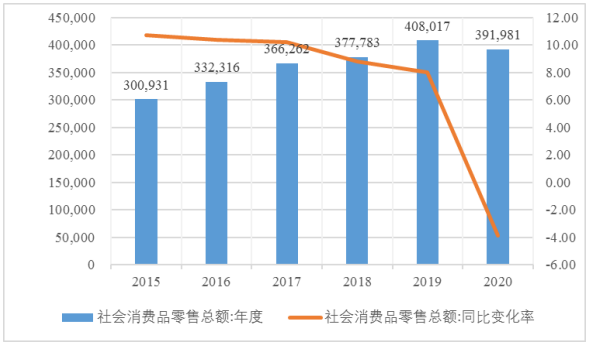
从外贸参与主体来看，2020 年，私营企业继续展现出极强的贸易活力，而国有企业在对外贸易中的占比进一步缩小。2020 年，中国进出口总额中，私营企业占 45.2%，较 2019 年提升了 4.1 个百分点，国有企业占 14.3%，份额较 2019 年下跌 2.6 个百分点，外商投资企业进出口总额同比下降 1.4%，占中国对外贸易份额的比重为 38.7%。

（2）国内贸易

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，2019 年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；受疫情影响，2020 年社会消费品零售总额呈现负增长。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。2020 年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年名义下降 3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

图 2　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：Wind，联合资信整理

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。

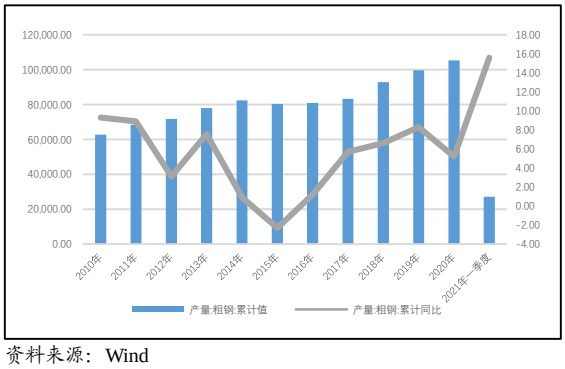
（3）主要贸易品种（钢材）运行情况

2020年，受疫情因素影响，钢铁市场价格波动较大，呈现先抑后扬的走势。钢材贸易企业行业竞争较为激烈，资金获取能力强、行业经验丰富、区域市场占有率相对较高的钢材贸易企业在议价能力、销售渠道、资金实力等方面都具备一定优势。

钢材流通主要以国内贸易为主，行业准入门槛较低，竞争激烈。供需方面来看，国内钢材贸易上游主要为钢铁生产商，上游集中度较高，且部分大型供应商行业地位突出，在钢材贸易中拥有较强话语权，一般需要贸易商全额预付后方可提货；钢材贸易下游需求方则相对比较分散，终端行业主要为建筑业、重型机械、汽车等；其中建筑业是中国最重要的钢材消费对象，其消费量占钢铁总消费量的一半以上。

2020 年，国内粗钢产量为 10.53 亿吨，同比增长 5.20%，保持增长趋势，增速受疫情因素影响较 2019 年下降 3.10 个百分点。进入 2021 年，中国钢厂粗钢生产积极性仍较高，2021 年第一季度产量为 2.71 亿吨，受上年基数较低因素影响，同比增长 15.60%。

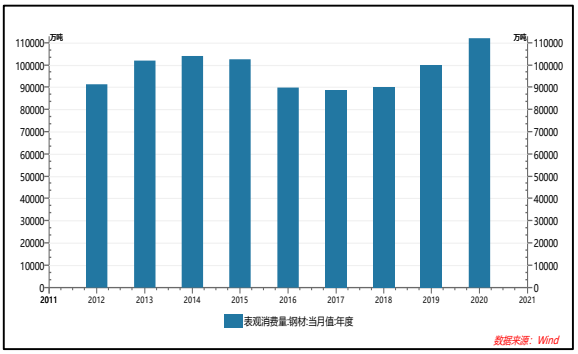
图3　国内粗钢产量及增速情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

中国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2020 年，中国钢材表观消费量为 111883.50 万吨，同比增长 12.04%；同期，中国净出口钢材 3344.00 万吨，2020 年海外经济体受疫情影响而出现停产停工，净出口钢材量大幅下降。

图4　中国钢材表观消费量情况

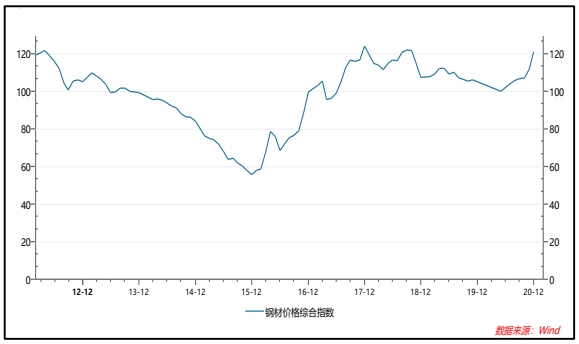


资料来源：Wind

从下游终端来看，建筑业为钢铁需求最主要的影响因子，且与固定资产投资密切相关。根据国家统计局数据，2020年，全国固定资产投资（不含农户）518907亿元，比上年增长2.9%。在当前国内固定资产投资增速放缓的背景下，建筑业需求增速面临下滑。目前建筑业业务承接主要来自房地产和基建领域。房地产行业方面，2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年为房地产企业设置“三道红线”，导致房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处于高位，房屋新开工面积与竣工面积“剪刀差”持续扩大。基建方面，以基建补短板为抓手引导有效投资，稳基建和补短板是未来基建发展趋势，投资增速较为有限。

2020年以来，中国钢材价格先抑后扬，宽幅震荡扬升。2020年一季度，因为疫情负面冲击，全国钢材市场行情低迷，2020年5月下降至99.83点。随后国内疫情得到有效控制，复产赶工需求强劲，钢材价格综合指数大幅走高，2021年2月，钢材价格综合指数快速上升至125.98点。

图 5　2011 年以来钢材价格指数



数据来源：Wind

目前中国钢材贸易企业众多，普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点，行业竞争较为激烈，根据中国企业联合会统计，中国目前除西藏自治区外，其余省区市均具有钢铁贸易市场，总数超过千余个，进驻大小贸易企业超过 20 万家，已形成京津冀、长三角、珠三角、厦门福州地区和武汉郑州地区五大钢铁物流圈。中国钢材贸易企业初步已形成了依靠资金、渠道及供应链集成等优势形成的覆盖全国的大型流通企业，如中国五矿集团公司、中国中钢集团公司、中国铁路物资集团公司、天津物产集团有限公司等；地处钢材主要生产地、需求集中地或具有独特优势的大中型、区域性流通企业；以及需求导向性明显的区域性或依托中国经济发达地区主要钢材市场建立的众多小型、微型钢贸企业三类规模差距的钢材贸易企业梯队。

2. 生物制药行业

2020 年国内狂犬疫苗批签发量同比增长，公司下属子公司辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）市场地位稳固，仍为狂犬疫苗行业龙头。

公司生物制药板块主要经营产品为人用狂犬病疫苗与乙脑疫苗，生物制药板块收入主要来源于狂犬疫苗。

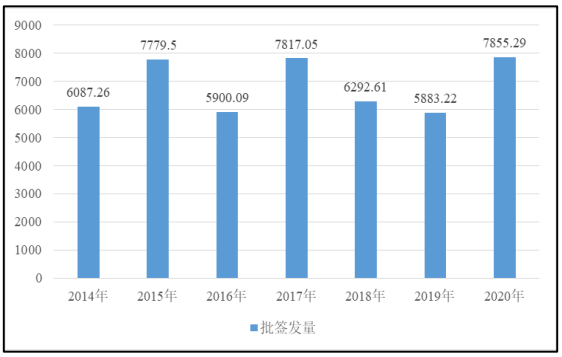
狂犬病疫苗属于二类疫苗，2019 年国内狂犬疫苗接种人数约 1500 万人，市场规模约 46 亿元。

目前，国内批准上市的狂犬疫苗有四类：人二倍体细胞（第三代）、Vero 细胞（第二代）、地鼠肾细胞和鸡胚细胞（第一代）。因 Vero 细胞疫苗单价相对低，且跨度相对大，可选择的厂家较广，因此在国内的批签发量最多。2020 年 Vero 细胞、地鼠肾细胞、人二倍体细胞疫苗批签发量分别为 6753 万（支/瓶/袋）、492 万（支/瓶/袋）、356 万（支/瓶/袋），市占率分比为 89%、6%、5%。

2020 年，中国狂犬疫苗的批签发量为 7855.29 万（支/瓶/袋），同比增长 33.5%。

图 6　2014—2020 年国内狂犬疫苗批签发量

（单位：万支/瓶/袋）



数据来源：中检院

从狂犬病疫苗市场竞争情况来看，市场份额最大的 Vero 细胞狂苗主要由成大生物、宁波荣安、大连雅立峰等贡献，2020 年成大生物、宁波荣安、大连雅立峰的 Vero 细胞狂苗批签发量最多，分别达 3591 万（支/瓶/袋）、1881 万（支/瓶/袋）、573 万（支/瓶/袋），占比分别为 53.18%、27.85%和 8.49%。狂犬病疫苗的刚性需求使它的市场渗透率维持在高位，市场规模基本已经定型，若无特殊情况，新进入者取得较大市场份额的难度较高。

六、基础素质分析

1.　产权状况

截至2021年3月底，辽宁国资持有公司11.11%的股权，韶关高腾持有公司15.30%股权（已质押58.92%）。因韶关高腾实际可支配公司股份表决权不足以对公司股东大会的决议产生重大影响，也无法决定董事会半数以上成员的选任，且韶关高腾通过自愿承诺设定了可提名的董事人选人数上限，韶关高腾并未取得公司控制权（具体见“重大事项”）。公司控股股东仍为辽宁国资，实际控制人为辽宁省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司集医药医疗、金融投资、供应链服务（贸易）和能源开发多业并举，持有的广发证券资产质量好，成大生物是全球销量最大的人用狂犬病疫苗生产企业。

公司业务分为医药医疗、金融投资、供应链服务（贸易）和能源开发四大板块。其中，金融投资方面，公司系广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）大股东之一，截至 2021 年 3 月底，公司直接持有广发证券境内上市内资股（A 股）股份 12.50 亿股，占其总股本 16.40%，期末参考市值 195.90 亿元。2020 年，广发证券为公司贡献投资收益 16.70 亿元，对公司的现金分红为 4.38 亿元。

公司下属共 5 家主要子公司，包括专门从事生物制药的成大生物；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“成大贸易”）和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”）。

成大生物成立于 2002 年 6 月，2014 年 12 月在全国股份转让系统挂牌公开转让（证券代码：831550.OC）。截至 2020 年底，公司持股比例为 60.74%（未质押）。成大生物是全球销量最大的人用狂犬病疫苗生产企业，其核心产品人用狂犬病疫苗及人用乙脑灭活疫苗均为非免疫规划疫苗市场的领先产品，按批签发数量计，人用狂犬病疫苗自 2008 年以来于中国市场销量稳居第一，乙脑灭活疫苗为目前中国唯一在售的国产乙脑灭活疫苗产品。

表 3　成大生物财务数据（单位：亿元）

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额	31.69	37.36	44.78
所有者权益	29.40	34.25	41.18
营业收入	13.91	16.77	19.96
净利润	6.20	6.98	9.18
现金分红	1.87	2.25	2.25

资料来源：《成大生物科创板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告显示，截至 2021 年 7 月 7 日，公司本部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。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构和管理制度方面无重大变化。

2020 年 10 月 20 日，公司发布公告称，公司董事王心女士因工作调整，申请辞去公司第九届董事会董事及战略委员会委员、提名委员会委员职务，辞职后，王心女士不在公司担任任何职务。

公司于 2020 年 10 月 20 日召开第九届董事会第二十四次（临时）会议，辽宁国资提名赫英南女士为公司第九届董事会非独立董事候选人。该议案于 2020 年 11 月 13 日经公司股东大会审议通过。

赫英南，女，1971 年 8 月生，本科学历，高级会计师，注册会计师（非执业会员）。曾任本钢集团有限公司财务部会计处副处长、处长。现任辽宁省投资集团有限公司总会计师、董事，辽宁时代万恒控股集团有限公司董事、副总经理，辽宁控股（集团）有限责任公司监事，中天证券股份有限公司董事，辽宁益康生物股份有限公司监事，本溪钢联金属资源有限公司监事。

跟踪期内，公司治理结构以及主要管理制度未发生重大变化。

八、重大事项

1. 成大生物拟首次公开发行人民币普通股（A股）股票并在科创板上市

2020 年 4 月 24 日，成大生物召开 2020 年第二次临时股东大会，审议通过《关于公司首次公开发行人民币普通股（A 股）股票并在科创板上市方案的议案》。本次发行均为新股，不涉及股东公开发售股份。本次发行不超过 41650000 股（含 41650000 股，且不低于本次发行后公司总股本的 10%）。若安排超额配售，超额配售部分不超过本次发行股票数量的 15%，即超额配售部分不超过 6247500 股（含 6247500 股）。最终发行数量及是否安排超额配售由董事会根据公司股东大会授权，按照国家法律法规和监管机构规定的条件及市场情况与主承销商协商确定。本次发行前，公司对成大生物的持股比例为 60.74%，发行后，未行使超额配售选择权和全额超额配售选择权对应的持股比例分别为 54.67%和 53.86%。本次发行采用网下向询价对象配售与网上向社会公众投资者按市值申购定价发行相结合的方式或中国证监会、上交所认可的其他方式确定发行价格。

表 4　募集资金用途（单位：亿元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金
辽宁成大生物股份有限公司本溪分公司人用疫苗一期工程建设项目	7.08	2.20
辽宁成大生物股份有限公司人用疫苗智能化车间建设项目	5.30	5.30
人用疫苗研发项目	8.37	8.37
补充流动资金项目	4.53	4.53
合计	**25.28**	**20.40**

注：上述项目的最终名称以政府主管部门核准或备案（如需）的名称为准
资料来源：公司提供

成大生物于 2020 年 4 月 28 日向上海证券交易所提交了首次公开发行股票并在科创板上市的申请材料。根据上海证券交易所 2020 年 9 月 25 日发布的《科创板上市委 2020 年第 80 次审议会议结果公告》，审议结果为：同意成大生物发行上市（首发）。成大生物股票自 2020

年 11 月 6 日起终止在全国中小企业股份转让系统挂牌。成大生物本次发行上市尚需取得中国证券监督管理委员会同意注册的决定。

通过本次分拆，成大生物将进一步提升经营效率，完善治理结构，有利于提升成大生物、公司未来整体盈利水平及公司本部资产流动性。联合资信将持续关注上述事项进展。

2. 出售成大方圆

成大方圆医药连锁投资有限公司（以下简称“成大方圆”）为公司医药流通业务经营主体，自成立以来，已有超千家连锁药店分布在东北、华北、华东地区 5 省 19 市，从 2002 年起一直位居中国连锁药店企业前列，并稳居东北区域龙头地位。截至 2019 年底，成大方圆资产总额为 16.87 亿元，归属于母公司所有者权益为 5.89 亿元；2019 年实现营业收入和净利润分别为 29.37 亿元和-0.92 亿元。

根据公司发展战略规划，为持续优化产业布局，突出核心产业，进一步强化资源配置，切实提升经营质量，公司对涉及产业进行战略取舍和重点倾斜，决定转让所持有的成大方圆全部股权。该方案已经董事会、股东大会及辽宁国资审批通过。

公司通过大连产权交易所连续公开挂牌转让成大方圆股权，挂牌期内，征集到意向受让方国药控股国大药房有限公司（以下简称“国大药房”）。2020 年 7 月 24 日，大连产权交易所确认了公司与国大药房签订的《产权交易合同》。根据上述合同，交易价款为 18.60 亿元（定价依据：市场评估法评估后的股东全部权益价值为 18.59 亿元，增值额为 12.64 亿元），公司已全额收到。相关工商变更备案登记手续已于 2020 年 7 月 30 日办理完毕。

成大方圆于 2020 年 8 月起不再纳入公司合并范围，对公司合并口径财务数据影响尚有限，且能够提高公司的现金储备；公司自此退出医药流通业务。

3. 第一大股东变更

公司于 2020 年 2 月 10 日对外公告称：公司于 2020 年 2 月 8 日收到公司股东韶关高腾提交的《详式权益变动报告书》和新华联控股提交的《简式权益变动报告书》。2020 年 2 月 8 日，韶关高腾与新华联控股签署了股份转让协议，约定将新华联控股所持有的公司 79272774 股（占公司总股本的 5.18%）通过协议转让的方式转让给韶关高腾。

鉴于：（1）韶关高腾拟受让新华联控股持有的辽宁成大 5.18%股份（以下简称“本次交易”）。（2）本次交易前韶关高腾持有辽宁成大 7.28%股份，本次交易后韶关高腾持股比例将达到 12.46%。（3）辽宁国资持有辽宁成大 11.11%股份，本次交易后韶关高腾持股比例将超过辽宁国资，成为第一大股东。

韶关高腾于 2020 年 2 月 9 日作出《未来 12 个月内不谋求控制权的承诺函》，承诺“1、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，我公司认可并尊重辽宁国资委作为辽宁成大实际控制人的地位，且不通过任何方式单独或与其他方共同谋求对辽宁成大的实际控制权。2、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，在《辽宁成大股份有限公司章程》规定的董事会总人数不变的情况下，我公司提名非独立董事人选不超过 1 名，独立董事人选不超过 1 名。3、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，若《辽宁成大股份有限公司章程》规定的董事会总人数发生变化的情况下，我公司提名的董事人数不超过董事会总人数的三分之一。4、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，若我公司继续增持辽宁成大股份的，仍将遵守上述承诺。”本次交易后，公司董事会人员格局仍未发生变化，董事会的多数人选仍为辽宁省国资委提名，辽宁省国资委仍然控制董事会，进而实质支配公司的行为。结合韶关高腾的持股比例以及相关承诺，本次股份转让完成后，韶关高腾没有在未来 12 个月内谋求公司控制权的意向，且实际可支配的公司股份表决权不足以对公司股东

大会的决议产生重大影响，也无法决定董事会半数以上成员的选任，而且韶关高腾通过自愿承诺设定了可提名的董事人选人数上限。韶关高腾并未取得公司控制权。综上所述，根据《公司法》和《收购管理办法》的相关规定，本次交易后，辽宁成大第一大股东发生变化，而实际控制人未发生变化。上述股份转让事项的过户登记手续已于 2020 年 2 月 19 日办理完毕。

根据公司于 2021 年 2 月 4 日发布的《辽宁成大股份有限公司关于股东权益变动的提示性公告》，截至 2021 年 2 月 3 日，韶关高腾为辽宁成大第一大股东，持有辽宁成大 15.30%股份。同时，韶关高腾出具了《告知函》，承诺自成大生物发行上市之日起 12 个月内，就股份表决权而言，韶关高腾仅保留占辽宁成大总股本 10%的股份对应之表决权（当前对应股份数量为 152,970,981 股，若辽宁成大发生转增送配等除权除息事项的，股份数量则作相应调整），对于韶关高腾持有的超出前述比例的其他辽宁成大股份，韶关高腾在前述期限内放弃对应之表决权。若韶关高腾继续增持辽宁成大股份的，仍将遵守相关承诺。为进一步保证成大生物控制权的稳定，韶关高腾已出具《承诺函》：“1、自本承诺函签署之日起至辽宁成大生物股份有限公司本次发行上市之日起 12 个月内，我公司认可并尊重辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会作为辽宁成大实际控制人的地位，且不通过任何方式单独或与其他方共同谋求对辽宁成大的实际控制权。2、自本承诺函签署之日起至本次发行上市之日后的 12 个月内，若我公司继续增持辽宁成大股份，仍将遵守上述承诺。”

2020年以来，韶关高腾陆续增持公司股份。截至2021年3月底，韶关高腾共持有公司2.34亿股，占公司总股本的15.30%。其中，已质押1.38亿股，占其持有的股份数的58.92%。

未来，若韶关高腾在成大生物上市12个月后不继续承诺放弃对上市公司实际控制权的谋求，则公司面临实际控制人变更引发的相关公司治理风险。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年，受出售成大方圆等因素影响，公司收入规模有所下降。生物制药板块保持高毛利率，且收入规模及占比保持增长，带动公司综合毛利率有所增长。

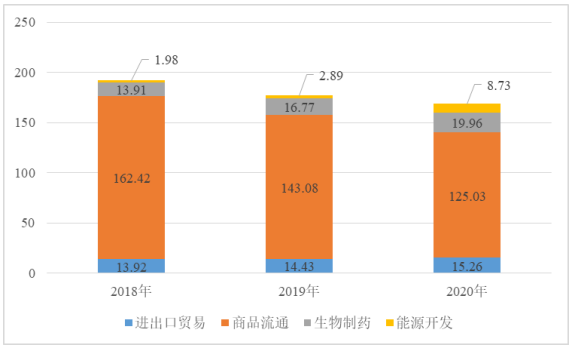
跟踪期内，公司退出商品流通板块中的医药流通业务，主营业务仍为生物制药、商品流通、进出口贸易和能源开发。此外，公司仍通过参股方式重点投资广发证券和中华联合保险集团股份有限公司（以下简称“中华保险”）。

2020年，由于商品流通板块收入规模下降，公司整体收入规模同比下降4.51%。其中，商品流通业务作为公司的主要收入来源，受医药流通业务经营主体成大方圆出表、煤炭业务规模下降等因素综合影响，2020年收入同比下降12.61%。其他主要业务板块收入同比均有所增长。进出口贸易板块受益于防疫物资出口规模扩大，收入同比增长5.70%；受益于狂犬疫苗销量及价格的增长，生物制药板块收入同比增长19.00%；能源开发板块2019年完成对设备的全面调试和维护，2020年进入生产阶段，全年实现收入8.73亿元，同比增长201.66%。

毛利率方面，受益于高毛利率的生物制药业务收入占比的提升，2020年，公司综合毛利率有所增长。同期，受疫情影响，公司进出口贸易各经营品种收入占比有所调整，进出口贸易板块毛利率同比增加6.62个百分点；受退出医药流通业务影响，公司商品流通业务毛利率同比减少1.96个百分点；生物制药业务保持高毛利率水平；新疆宝明项目实现量产，毛利率转正。

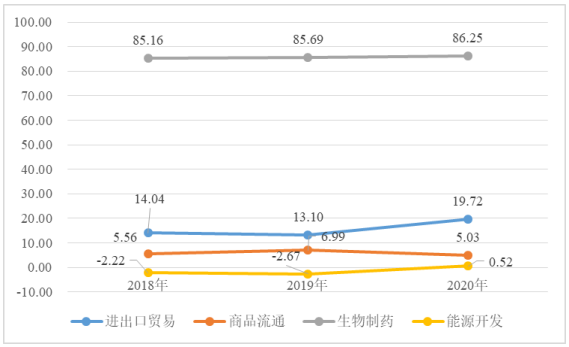
2021 年 1－3 月，公司收入同比增长20.06%，主要系大宗商品贸易规模同比增长所致；受成大方圆出表影响，商品流通板块毛利率同比下降，导致综合毛利率同比减少 6.27 个百分点。

图 7　2018－2020 年收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图 8　2018－2020 年主要业务板块毛利率变化趋势



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

表 5　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 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	13.92	7.22	14.04	14.43	8.13	13.10	15.26	9.00	19.72	2.84	7.14	12.82
商品流通	162.42	84.27	5.56	143.08	80.63	6.99	125.03	73.79	5.03	29.11	73.31	1.00
生物制药	13.91	7.21	85.16	16.77	9.45	85.69	19.96	11.78	86.25	5.95	14.99	88.63
能源开发	1.98	1.03	-2.22	2.89	1.71	-2.67	8.73	5.15	0.52	1.73	4.37	3.12
其他	0.52	0.27	64.33	0.28	0.16	77.69	0.48	0.28	75.14	0.08	0.19	75.58
合 计	**192.75**	**100.00**	**12.00**	**177.46**	**100.00**	**14.88**	**169.45**	**100.00**	**15.89**	**39.71**	**100.00**	**15.21**

资料来源：公司提供

表6　主要参控股公司财务数据（单位：亿元）

公司名称	截至 2020 年底		2020 年	
	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
成大国际	5.32	1.57	13.87	0.81
成大贸易	5.09	1.35	10.57	-0.02
成大钢铁	15.52	4.02	98.77	0.63
成大生物	44.78	41.18	19.96	9.18
新疆宝明	42.60	-19.30	8.84	-17.40
广发证券	4574.64	1022.74	291.53	107.71
中华保险	810.29	194.68	547.05	13.24

资料来源：公司提供

2.　生物制药

跟踪期内，成大生物人用狂犬病疫苗市场占有率高，2020年销量及价格同比均有所提升，带动公司生物制药板块业绩实现较快增长。

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。2020年，公司生物制药板块收入同比增长19.00%，毛利率保持高水平，是公司主要的利润来源之一。2020年，成大生物人用狂犬病疫苗的批签发量占比（单位按万人份计算）为52.01%，市场占有率高。2021年1－3月，公司生物医药板块收入保持较快增长趋势，实现收入5.95亿元，同比增长19.00%。

（1）研发

成大生物基于对病毒疫苗、细菌性结合疫苗和多联多价疫苗的研发基础，采用自主研发和合作研发组合的研发模式。截至 2020 年底，成大生物共有研发人员 155 人。2020 年，成大

生物研发投入为 2.22 亿元，占其营业收入的 11.14%，同比增长 45.08%。

成大生物主要专注于市场潜力大的传统疫苗的升级换代和创新型疫苗的研发，并围绕国家疫苗供应体系规划积极推进多联多价疫苗的开发。截至2020年底，成大生物拥有24个在研项目，其中出血热疫苗已完成临床试验，13价肺炎球菌结合疫苗、甲型肝炎灭活疫苗、b型流感嗜血杆菌结合疫苗、A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、四价鸡胚流感病毒裂解疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）和狂犬疫苗四针法工艺研究已取得临床批件。

（2）采购、生产及销售

跟踪期内，成大生物采购、生产及销售模式未发生重大变化。

2020 年，成大生物主要原材料采购金额为 1.70 亿元，占采购总额的 50.78%；主要原材料均价均有不同程度的上涨，其中，新生牛血清均价同比上涨 25.70%，微载体均价上涨 15.46%；前五大供应商采购金额占比为 34.01%，集中度同比有所下降。

根据中国疾病预防控制中心《新型冠状病毒感染的肺炎流行期间预防接种临时指南》和中华预防医学会疫苗与免疫分会《新型冠状病毒肺炎流行期间预防接种参考指引（第一版）》，狂犬疫苗是不需要评估疫情来接种的疫苗。2020 年，成大生物狂犬疫苗产量同比增长 15.50%，主要系为满足市场狂犬疫苗需求，加大狂犬疫苗生产力度所致。同时，乙脑疫苗受疫情影响较大，2020 年成大生物乙脑疫苗产销量同比均有所下滑。

表 7　公司主要疫苗产销情况

产品			2018 年	2019 年	2020 年
狂犬疫苗	产量（万人份）		742.37	931.73	1076.13
	销量（万人份）		689.50	797.79	901.15
	销售均价（元/人份）	冻干粉针	184.36	198.33	215.60
		水针	174.45	174.21	178.40
	收入（亿元）		12.59	15.67	19.24
乙脑疫苗	产量（万支）		108.59	295.64	171.94
	销量（万支）		146.53	123.07	53.70
	销售均价（元/支）		71.08	70.10	73.87
	收入（亿元）		1.04	0.86	0.32

注：除狂犬疫苗及乙脑疫苗外，成大生物还有部分收入主要来自向境外客户出售疫苗原液收入
资料来源：公司提供

2020 年，成大生物主要产品仍为狂犬疫苗和乙脑疫苗，其中狂犬疫苗收入占比超过 90%。销售均价方面，2020 年，成大生物主要产品销售均价同比均有所增长。同期，成大生物国内前五大客户主要为北京、上海、东莞等地的疾病预防控制中心，收入占比为 5.23%，集中度较低；境外客户主要位于泰国、菲律宾等地，前五大客户收入占比为 8.65%，集中度较低。

3. 商品流通

2020 年，公司退出医药流通业务，钢贸规模同比保持稳定，煤炭和纺织品受市场及疫情因素影响贸易规模同比有所下降；综合作用下，商品流通板块整体收入规模同比下降。

2020 年，公司退出医药流通业务，成大方圆于 2020 年 8 月起不再纳入公司合并范围。

公司国内贸易业务经营主体为成大贸易和成大钢铁，经营品种主要包括钢铁、煤炭、粮油和纺织品等。

2020 年，公司商品流通板块主要品种贸易模式未发生重大变化。

2020 年上半年，受疫情影响，钢铁下游需求下滑，钢铁价格下跌，受益于下半年复产赶工需求强劲，钢铁价格持续上涨，公司钢铁产品实现收入 98.77 亿元，同比保持稳定；公司煤炭贸易品种以电煤为主，贸易规模受煤炭价

格影响较大，2020 年实现收入 7.49 亿元，同比下降 38.93%；受疫情影响，纺织品收入同比下降 63.51%。

2021 年 1－3 月，受益于钢铁价格持续快速上涨，钢铁贸易收入同比增长 35.11%；同期，电煤价格波动幅度较大，公司把握市场行情，煤炭贸易规模同比增加 3.96 亿元。2021 年一季度，粮油贸易量大幅提升，主要系公司开展玉米贸易所致，上游主要为产地合作社，下游以饲料厂、玉米深加工厂和贸易商为主。

表 8　公司内贸业务情况（单位：万元）

分品种	销售收入			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
钢铁产品	1092101.86	983236.90	987710.93	215703.41
化工产品	18413.74	--	--	--
煤炭	186753.94	122575.08	74855.00	49800.86
粮油	45.73	--	4030.07	24434.83
木材产品	316.27	--	--	--
纺织品	25631.90	28438.00	10376.32	1117.00
医药	--	--	746.01	90.78
水产品	342.47	2153.13	1002.19	--
其他	5225.21	1519.10	4772.08	767.85
合计	**1328831.12**	**1137922.2**	**1083492.61**	**291914.73**

资料来源：公司提供

表 9　2020 年国内贸易业务前五名供应商

（单位：亿元）

供应商名称	采购金额	商品名称
河北鑫达钢铁集团有限公司	31.33	螺纹、钢坯、带钢、型钢
锦州天丰实业有限公司	6.25	矿砂
本溪北营钢铁（集团）股份有限公司	5.88	螺纹
辽宁红运物流（集团）有限公司	5.62	生铁
内蒙古亿汇德煤炭物流有限公司	5.32	煤炭
合计	**54.40**	--

资料来源：公司提供

表 10　2020 年国内贸易业务前五名客户

（单位：亿元）

客户名称	销售金额	商品名称
河北鑫达钢铁集团有限公司	36.02	矿砂、焦炭、煤、地矿、生铁
山西平朔河港物流发展有限公司	5.05	煤炭
唐山市双盈工贸有限公司	4.81	焦煤
中铁铁龙（营口）国际物流贸易有限公司东丰分公司	3.70	焦炭
上海闽路润贸易有限公司	3.53	螺纹、钢坯
合计	**53.12**	--

资料来源：公司提供

4. 进出口贸易

公司进出口贸易业务以纺织品出口贸易为主，2020 年受疫情影响，防疫物资出口规模扩大，水产品贸易规模下降，进出口贸易总体规模有所增长。

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国际和成大贸易负责经营。公司经营品种涉及纺织品大类、水产品、化工产品和医药等产品，纺织品大类收入占比超 60%。

纺织品大类商品：成大国际主要经营毛织、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、江浙等地区的工厂合作。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。

2020 年，受益于防疫物资出口规模的扩大，纺织品大类商品贸易规模同比增长 33.10%；化工产品贸易业务非持续性业务，规模同比持续下降。公司水产品贸易主要系从国外进口鳕鱼等水产品，在国内委托加工后出口。受疫情影响，水产品贸易规模同比下降 52.35%。

2021 年 1－3 月，受益于纺织品大类规模同比增长，公司进出口贸易规模同比增长 67.04%。

表 11　公司近年来进出口贸易品种经营情况（单位：万元）

品种	营业收入			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
纺织品大类	95686.21	95783.22	127486.02	25228.00
化工产品	21052.98	1853.40	746.51	112.96
杂粮豆产品	1333.74	--	--	--
木材产品	2234.49	--	--	--
水产品	15978.66	43775.66	20858.44	2475.13
医药	2921.41	2919.74	3469.76	546.85
其他	21.42	5.17	--	--
合计	**139228.91**	**144337.19**	**152560.72**	**28362.94**

资料来源：公司提供

5.　能源开发

公司能源开发业务主要为油页岩综合开发利用，2020 年以来，由于油价大幅下跌，新疆宝明主业亏损，加之计提大额存货跌价准备及资产减值损失，亏损面同比扩大。2021 年一季度，随着油价回升，新疆宝明盈利能力明显改善。

新疆宝明成立于 2005 年 6 月，注册资本为 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。

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。

新疆宝明石长沟项目一二期完成工程建设和生产调试后，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。新疆宝明 2017年开始技改工程项目建设，2018年项目建成并投入试运行，2019年完成了对设备的全面调试及维护，2020年开始全年连续生产。

新疆宝明油页岩综合开发利用一期项目主要内容为石长沟矿区的综合开发利用，总投资为43.41亿元，资金来源为自有资金以及2014年、2015年非公开发行股票募集资金，截至2019年底已全部转固。新疆宝明油页岩综合开发利用技术改造项目总投资10.95亿元，2017年投入4.78亿元，2018年投入4.59亿元并转固4.45亿元，2019年投入0.89亿元并转固5.00亿元，2020年投入0.12亿元并全部转固。2020年，新疆宝明计提固定资产减值损失6.26亿元，其中房屋及建筑物减值3.82亿元，机器设备减值2.42亿元。

2020年，新疆宝明与疆内油品深加工企业开展战略合作，将生产的大部分页岩油销售给当地2家民营加工企业，加工企业将页岩油加工为柴油并在当地进行销售，结算账期为3个月以内。定价方式为以柴油价格为计价基础，考虑加工费和销售费用后计算页岩油价格。新疆宝明石长沟项目页岩油设计产能为60万吨/年，2020年实际产量35万吨，销售41.98万吨，实现收入8.73亿元，平均单价为2079.04元/吨。2020年度页岩油市场价格较年初大幅下跌（2019年末页岩油抚矿招标价为3990元/吨（含税），2020年末页岩油抚矿招标价为2834元/吨（含税）），经测算，2020年末半成品（油页岩矿）的可变现净值低于期末库存成本，新疆宝明按照成本高于可变现净值的差额对半成品（油页岩矿）计提了2.15亿元的存货跌价准备。截至2020年底，库存商品中包括页岩油2.40万吨，计提存货跌价准备0.79亿元。

2021年一季度，新疆宝明实际销售页岩油7.43万吨，实现销售收入1.73亿元，同比增长49.58%，平均销售单价为2334元/吨，实现利润总额8104万元（未经审计），较2020年同期大幅减亏4.28亿元，系存货跌价准备转回，经营状况持续向好，盈利能力明显改善。

6. 股权投资

公司持有的广发证券股权未质押，流动性强且市值高，每年贡献的投资收益及分红对公司利润及本部资金形成有力支撑。2020年，广发证券贡献的投资收益及分红同比均有所增长。

（1）广发证券

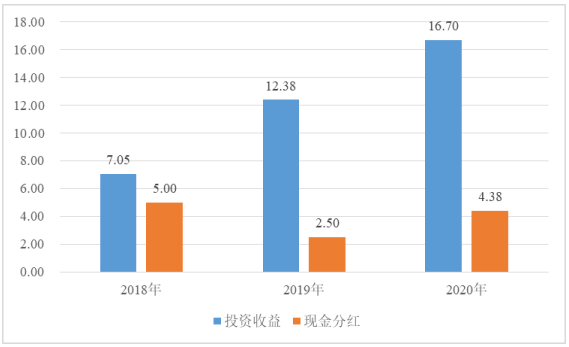
公司于1999年4月参股广发证券。截至2020年底，广发证券无控股股东和实际控制人，公司持有广发证券A股和H股占广发证券总股本的比例为17.77%，其中公司持有广发证券H股115,300,000股，并通过成大钢铁的全资子公司成大钢铁香港有限公司持有广发证券H股1,473,600股，合计H股116,773,600股，占广发证券总股本的1.53%。截至2021年3月底，公司持有广发证券境内上市内资股（A股）股份12.50亿股，占其总股本的16.40%（未质押，期末参考市值为195.90亿元），为广发证券第三大股东。

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。广发证券拥有投资银行、财富管理、交易及机构和投资管理等全业务牌照，各项主要业务结构均衡发展，各项主要经营指标多年名列行业前列。

2020年，广发证券实现营业收入291.53亿元，同比增长27.81%；归属于上市公司股东的净利润为100.38亿元，同比增长33.15%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为92.74亿元，同比增长30.53%。2020年7月20日，广发证券收到广东证监局《关于对广发证券股份有限公司采取责令改正、限制业务活动、责令限制高级管理人员权利监管措施的决定》（中国证券监督管理委员会广东监管局行政监管措施决定书〔2020〕97号）。广东证监局对广发证券采取责令改正、暂停保荐机构资格6个月、暂不受理债券承销业务有关文件12个月及责令限制高级管理人员权利的行政监管措施。受风险事件冲击影响，2020年，广发证券投资银行业务出现了较大幅度下滑。

2020年，广发证券为公司贡献投资收益16.70亿元，对公司的现金分红为4.38亿元，同比均有所增长。

图 9　2018－2020 年广发证券产生的投资收益及现金分红情况（单位：亿元）



资料来源：根据审计报告数据整理

（2）中华保险

2015年12月30日，公司以现金82.66亿元人民币成功竞得中华保险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，公司完成对中华保险股权收购，相关权益已计入长期股权投资科目中。2020年，中华保险实现营业收入547.05亿元，同比增长9.57%，净利润13.24亿元，同比增长2.48%。2020年，中华保险对公司贡献的投资收益为2.32亿元，现金分红0.33亿元。

7.　经营效率

跟踪期内，公司经营效率同比变动不大。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为11.87次、8.20次和0.43次，同比分别减少1.07个百分点、增加0.52个百分点和减少0.04个百分点。

8.　未来发展

公司根据行业发展趋势以及自身经营状况制定了未来发展规划，有一定可实施性。

公司将坚持实施“医疗医药健康产业与金融投资”双轮驱动的总体发展战略。在做强、做实、做大生物疫苗的基础上，集中资源在医疗医药产业链上寻求突破，培育可持续发展的核心产业，打造核心竞争能力。深化与广发证券、中华保险的战略合作，寻求金融板块对产业的支持，推动金融投资的价值提升。

在供应链服务（贸易）方面，公司将以做供应链的组织者和管理者为方向，坚持专业化经营，不断优化“效率优先”的供应链服务（贸易）板块，实现“有内涵、有效率、有效益”的规模增长。

在能源开发方面，公司将以“提高产量、降低成本”为基本目标，持续提高矿产资源的利用效率和炼油系统的生产效率；加强同疆内及周边省份油品深加工企业的紧密合作，建立长期销售渠道；努力研究探索油品深加工，提高产品附加值，从而提升能源项目价值。

十、财务分析

1.　财务概况

公司提供了2020年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2020年，公司出售成大方圆100%股权，子公司成大国际新设成大世阳（大连）服装有限责任公司，成大贸易新设新民成大粮油贸易有限公司，对财务数据可比性有一定影响。2021年一季度，公司合并范围未发生变化。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 391.58 亿元，所有者权益合计 250.06 亿元（含少数股东权益 9.46 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 169.45 亿元，利润总额 26.99 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 408.31 亿元，所有者权益合计 256.18 亿元（含少数股东权益 10.95 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 39.71 亿元，利润总额 7.24 亿元。

2.　资产质量

跟踪期内，成大方圆出表，新疆宝明计提跌价及减值准备导致存货、固定资产和无形资产规模有所下降，同时公司增持广发证券股份及广发证券投资收益增加带动长期股权投资增

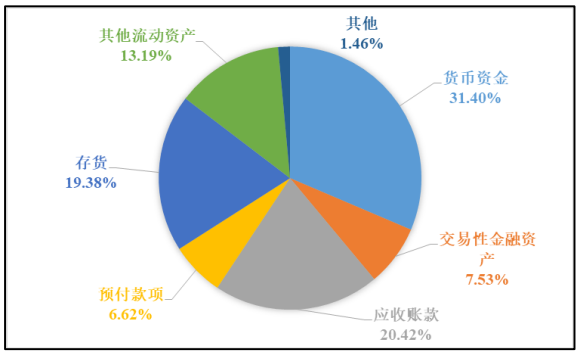
长，公司整体资产规模保持稳定。公司流动资产中货币资金及债权类投资占比较高；非流动资产中广发证券和中华保险的长期股权投资金额大，股权均未质押，变现能力强。整体看，公司资产流动性及资产质量好。

截至 2020 年底，公司资产总额为 391.58 亿元，较上年底保持稳定。其中，非流动资产占 82.72%，公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 67.64 亿元，较上年底下降 21.16%，主要系存货减少所致。截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。

图 10　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金为 21.24 亿元，较上年底保持稳定，主要为银行存款（占 99.13%）。受限货币资金为 0.15 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产为 5.09 亿元，较上年底下降 42.49%，主要系以公允价值计量的委托理财投资到期收回所致。公司交易性金融资产主要为债务工具投资 5.02 亿元。

公司应收账款主要由大宗贸易、生物制药和能源业务产生。截至 2020 年底，公司应收账款为 13.81 亿元，较上年底保持稳定。从账龄看，1 年以内的占 94.11%，占比较上年底有所提高。截至 2020 年底，公司累计计提坏账准备 1.16 亿元。按组合计提坏账准备的占 96.00%，其中，应收其他客户占 80.85%。截至 2020 年底，公司对河北鑫达钢铁集团有限公司的应收账款余额为 3.80 亿元，较上年底增长 55.91%。

表 12　截至 2020 年底按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占应收账款余额的比例	坏账准备余额
河北鑫达钢铁集团有限公司	3.80	25.41	0.11
新疆胜利石油化工有限公司	1.55	10.35	0.05
TRANS NET CO.,LTD	0.47	3.11	0.00
ONE JEANSWEAR GROUP INC.	0.39	2.59	0.00
河北省卫防生物制品供应中心	0.35	2.35	0.35
合计	**6.56**	**43.81**	**0.52**

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司存货为 13.11 亿元，较上年底下降 39.52%，主要系成大方圆出表及新疆宝明计提跌价准备所致。从构成看，库存商品占 57.93%、半成品占 18.17%。公司库存商品主要为疫苗产品及页岩油。截至 2020 年底，公司累计计提存货跌价准备 2.98 亿元，较上年底增加 2.31 亿元，主要系油价下跌导致新疆宝明库存油品减值所致。

截至 2020 年底，公司其他流动资产为 8.92 亿元，较上年底下降 32.59%，主要系以摊余成本计量的委托理财投资到期收回所致。从构成来看，主要为一年内到期的债权投资 6.92 亿元及待抵扣进项税 1.93 亿元。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产为 323.93 亿元，主要由长期股权投资（占 83.58%）和固定资产（合计）（占 11.24%）构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 270.74 亿元，较上年底增长 11.70%，主要系公司对广发证券追加投资 14.62 亿元及广发证券、中华保险确认投资收益所致。截至 2020 年底，广发证券和中华保险的期末余额分别为 176.12 亿元和 93.68 亿元，占比分别为 65.05%和 34.60%。公司持有的广发证券和中华保险的股权均未质押。

截至 2020 年底，公司固定资产（合计）为

36.42 亿元，较上年底下降 8.47%，主要系新疆宝明计提资产减值所致。从构成看，房屋及建筑物占 58.51%，机器设备占 39.35%。公司累计计提折旧 17.06 亿元，其中本期增加 1.59 亿元。2020 年，公司计提减值准备 6.26 亿元，包括房屋及建筑物减值准备 3.82 亿元，机器设备减值准备 2.42 亿元，主要系新疆宝明计提。

截至 2020 年底，公司在建工程（合计）为 0.90 亿元，较上年底下降 78.90%，主要系生物制药工程项目转固所致。

截至 2020 年底，公司无形资产为 8.13 亿元，较上年底下降 19.53%，主要系新疆宝明计提资产减值所致。截至 2020 年底，公司无形资产主要包括土地使用权 3.05 亿元和采矿权 4.17 亿元。2020 年，公司计提采矿权减值准备 0.98 亿元。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 0.15 亿元，全部为受限货币资金。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 408.31 亿元，较 2020 年底增长 4.27%，主要系货币资金、交易性金融资产和应收账款增加所致。截至 2021 年 3 月底，公司交易性金融资产为 9.92 亿元，较 2020 年底增加 4.83 亿元，主要系委托理财投资增加所致。资产结构较 2020 年底变动不大。

3. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益随利润积累稳步增长，但未分配利润占比高，权益稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 250.06 亿元，较上年底增长 9.01%，主要系未分配利润增加所致。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 6.36%、资本公积占 26.14%、未分配利润占 63.00%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 96.22%，少数股东权益占 3.78%。其中，少数股东权益为 9.46 亿元，较上年底减少 4.27 亿元，主要系新疆宝明亏损所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 256.18 亿元，较 2020 年底增长 2.45%，主要系利润积累所致。权益结构较 2020 年底变动不大。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模有所波动，短期债务占比高。

截至 2020 年底，公司负债总额为 141.51 亿元，较上年底下降 13.16%，主要系新疆宝明实现规模化生产，资金需求减少，有息债务规模下降所致。截至 2020 年底，公司负债总额中流动负债占 67.82%，非流动负债占 32.18%。公司负债仍以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 95.97 亿元，较上年底下降 6.83%，主要系短期借款减少所致。截至 2020 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 29.39%）、应付账款（占 7.29%）、一年内到期的非流动负债（占 18.76%）和其他流动负债（占 35.32%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 28.20 亿元，较上年底下降 23.82%。其中，信用借款占 82.98%，保证借款占 17.02%。

公司应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2020 年底，公司应付票据为 0.37 亿元，较上年底下降 92.25%，主要系成大方圆出表所致。

截至 2020 年底，受成大方圆出表影响，公司应付账款为 6.99 亿元，较上年底下降 33.09%。其中，应付货款为 3.01 亿元，应付工程、设备款为 3.14 亿元。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 18.00 亿元，较上年底增长 24.14%，分别为将于一年内到期的长期借款 2.50 亿元及将于一年内到期的应付债券 15.50 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 33.89 亿元，较上年底增长 21.04%，其中包括非金融机构短期借款 0.50 亿元，短期融资券“20 辽成大 CP001”10.00 亿元和“20 辽成大 CP002”8.00 亿元，以及超短期融资券 15.00 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 45.55 亿元，较上年底下降 24.03%，主要系长期借款和应付债券规模下降所致。截至 2020 年底，公

司非流动负债主要由应付债券（占 92.21%）构成。

表 13　截至 2020 年底应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	期末余额
19 成大 01	2019/4/8	三年	5.00
19 成大 02	2019/10/31	三年	7.00
19 辽成大 MTN001	2019/1/18	三年	10.00
19 辽成大 MTN002	2019/3/26	三年	8.00
19 辽成大 MTN003	2019/7/4	三年	5.00
20 辽成大 MTN001	2020/3/19	三年	7.00
合计	--	--	42.00

资料来源：公司审计报告

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务为 122.12 亿元，较上年底下降 12.64%，其中短期债务为 80.12 亿元，较上年底下降 4.95%，长期债务为 42.00 亿元，较上年底下降 24.32%。从债务结构来看，短期债务占 65.61%，占比较上年底上升 5.31 个百分点。

债务指标方面，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降，分别为 36.14%、32.81%和 14.38%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 152.13 亿元，较 2020 年底增长 7.50%，主要系短期借款增加所致。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 136.49 亿元，较 2020 年底增长 11.76%。其中，短期债务占 73.26%，长期债务占 26.74%。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 37.26%、34.76%和 12.47%。

4. 盈利能力

2020 年，受成大方圆出表影响，公司收入及期间费用规模有所下降，但期间费用对主业利润的侵蚀仍较大。成大方圆的处置收益叠加广发证券贡献的投资收益增加，综合带动当期投资收益大幅增加。受油价下跌影响，新疆宝明计提大额存货跌价准备及资产减值损失，对利润形成一定侵蚀。综合作用下，利润对投资收益的依赖度进一步提高。考虑到广发证券和中华保险盈利的可持续性，公司整体盈利能力很强。

2020 年，公司实现营业总收入 169.45 亿元，同比下降 4.51%，主要系成大方圆出表所致；营业成本为 142.53 亿元，同比下降 5.64%。受益于高毛利率的生物制药业务收入占比提升，公司营业利润率同比提升 1.01 个百分点至 15.48%。

2020 年，由于成大方圆出表导致销售费用同比下降等原因，公司期间费用为 22.55 亿元，同比下降 7.17%。期间费用占收入比重同比下降 0.27 个百分点至 13.30%。期间费用对主业利润侵蚀较大。

2020 年，公司投资收益为 31.91 亿元，同比增长 115.86%。其中，处置成大方圆股权产生的投资收益为 12.18 亿元；广发证券和中华保险贡献的投资收益分别为 16.70 亿元和 2.32 亿元。

2020 年，公司资产减值损失为 13.15 亿元，同比增加 12.16 亿元，其中存货跌价损失及合同履约成本减值损失为 5.58 亿元，固定资产减值损失为 6.26 亿元，无形资产减值损失为 1.31 亿元。

2020 年，公司营业外收入为 4.39 亿元，同比增加 4.28 亿元，主要系公司增持广发证券 1.52%股权所产生的负商誉 4.27 亿元。

2020 年，公司利润总额为 26.99 亿元，同比增长 84.34%。其中，投资收益占利润总额的 118.23%，公司利润对投资收益依赖程度很高。

从盈利指标来看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所增长，分别为 8.34%和 10.05%。

2021 年 1－3 月，受大宗商品贸易规模同比增长影响，公司实现营业总收入 39.71 亿元，同比增长 20.06%；营业成本为 33.67 亿元，同比增长 29.64%；同期，投资收益为 4.02 亿元，同比增长 39.43%；资产减值损失为-1.77 亿元，系新疆宝明存货跌价准备转回所致；受投资收益同比增长及存货跌价准备转回影响，利润总额为 7.24 亿元，同比大幅增加 5.72 亿元。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动净现金流保持净流入，投资活动以理财为主，受益于成大方圆股

权处置实现现金回流，投资活动实现现金净流入，融资压力减轻。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入为 147.05 亿元，同比下降 6.28%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 144.97 亿元，同比下降 6.11%，主要系成大方圆出表所致。2020 年，公司经营活动现金流出为 139.30 亿元，同比下降 6.06%，其中购买商品、接受劳务收到的现金为 119.78 亿元，同比下降 4.42%。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 7.75 亿元，同比下降 10.10%，主要系贸易板块受业务结算周期影响所致。从收入实现质量来看，2020 年，公司现金收入比为 85.56%，同比减少 1.45 个百分点，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入为 102.79 亿元，同比增长 101.52%。其中收回投资收到的现金为 80.34 亿元，主要为理财产品到期收回；取得投资收益收到的现金为 5.37 亿元，主要来自广发证券现金分红；处置子公司及其他单位收到的现金净额为 16.97 亿元，主要为收到的成大方圆股权款。2020 年，公司投资活动现金流出为 86.60 亿元，同比增长 23.08%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 3.30 亿元；投资支付的现金为 83.29 亿元，主要为购买理财产品支出。2020 年，公司投资活动产生的现金净量为 16.19 亿元。

从筹资活动看，2020 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，公司筹资活动现金净流量为-21.93 亿元，由上年的净流入转为净流出，主要系当期新增融资减少所致。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流入为 31.57 亿元，经营活动现金净流量为-1.78 亿元；投资活动现金净流量为-6.30 亿元；筹资活动现金净流量为 11.42 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现良好。考虑到公司持有现金类资产及理财投资较充裕，广发证券股权未质押，变现能力强，直接融资渠道畅通等，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至 2020 年底，受成大方圆出表影响，公司流动比率为 70.49%，较上年底减少 12.81 个百分点；速动比率为 56.83%，较上年底减少 5.43 个百分点。2020 年，公司经营性现金流动负债比率为 8.08%，同比减少 0.29 个百分点。截至 2020 年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为 26.50 亿元，为短期债务的 0.33 倍。考虑到公司持有的理财投资及广发证券股权未质押，变现能力强，对公司流动性形成有力补充。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 利息倍数为 6.23 倍，同比有所提升；全部债务/EBITDA 同比下降至 3.31 倍。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信 115.75 亿元，尚未使用额度为 31.27 亿元，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。同时，公司是上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司收入规模很小，利润主要来自投资收益；母公司承担了主要的融资职能，且短期债务及直接融资占比较高；考虑到公司对中华保险及能源业务的投入对母公司资金占用严重，对应资产流动性偏弱，母公司资产和债务期限结构匹配度低，债务结构有待优化。

截至2020年底，母公司资产总额为366.22亿元，其中流动资产为72.14亿元，非流动资产为294.09亿元。流动资产主要构成为现金类资产8.62亿元和其他应收款63.49亿元。其中，其他应收款较上年底增加18.05亿元，主要系电煤及防疫物资等业务规模扩大，资金需求增加及新疆宝明借款利息挂账所致。母公司其他应收款主要为对下属子公司的资金支持，其中对新疆宝明的其他应收款为56.44亿元，占88.18%。非流动资产主要构成为长期股权投资290.81亿元，其中广发证券175.88亿元，中华保险93.68亿元。

截至2020年底，母公司负债合计123.77亿元，其中全部债务为116.93亿元；全部债务包括长期债务42.00亿元，短期债务74.93亿元。其中，直接融资规模为75.00亿元，占全部债务的64.14%。截至2020年底，母公司资产负债率为33.80%，全部债务资本化比率为32.54%，长期债务资本化比率为14.77%，现金短期债务比为0.12倍。母公司直接持有广发证券股权，该股权价值高且变现能力强，对母公司有息债务保障能力强。

2020年，母公司营业收入为0.23亿元，期间费用为4.29亿元；投资收益为36.29亿元；利润总额为36.32亿元。

2020年，母公司经营活动现金流入为0.51亿元，经营活动现金流出为13.98亿元，经营活动现金流净额为-13.46亿元。投资活动现金流入为83.50亿元，其中，取得投资收益收到的现金为6.59亿元，主要来自广发证券分红，投资活动现金流出为42.62亿元，投资活动现金流净额为40.87亿元。筹资活动现金流入为64.52亿元，筹资活动现金流出为86.37亿元，其中分配股利、利润或偿付利息支付的现金为7.11亿元，筹资活动现金流净额为-21.85亿元。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对公司本部本年度剩余到期债券保障能力强；经营活动现金流入量对公司本部待偿债券本金峰值保障能力强，公司经营活动现金流净额和EBITDA对公司本部待偿债券本金峰值保障能力一般，仍面临一定集中兑付压力。

截至本报告出具日，公司本部存续债券余额共73.00亿元。其中本年度剩余到期债券金额为10.00亿元；将于2022年到期的债券金额合计40.00亿元，达到未来待偿债券本金峰值。截至2021年3月底，公司现金类资产为35.01亿元，为本年度剩余到期债券金额的3.50倍；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为147.05亿元、7.75亿元和36.89亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的3.68倍、0.19倍和0.92倍。公司存续债券保障情况如下表：

表 14 公司存续债券保障情况

主要指标	指标值
本年度剩余到期债券金额（亿元）	10.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	40.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	3.50
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	3.68
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.19
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.92

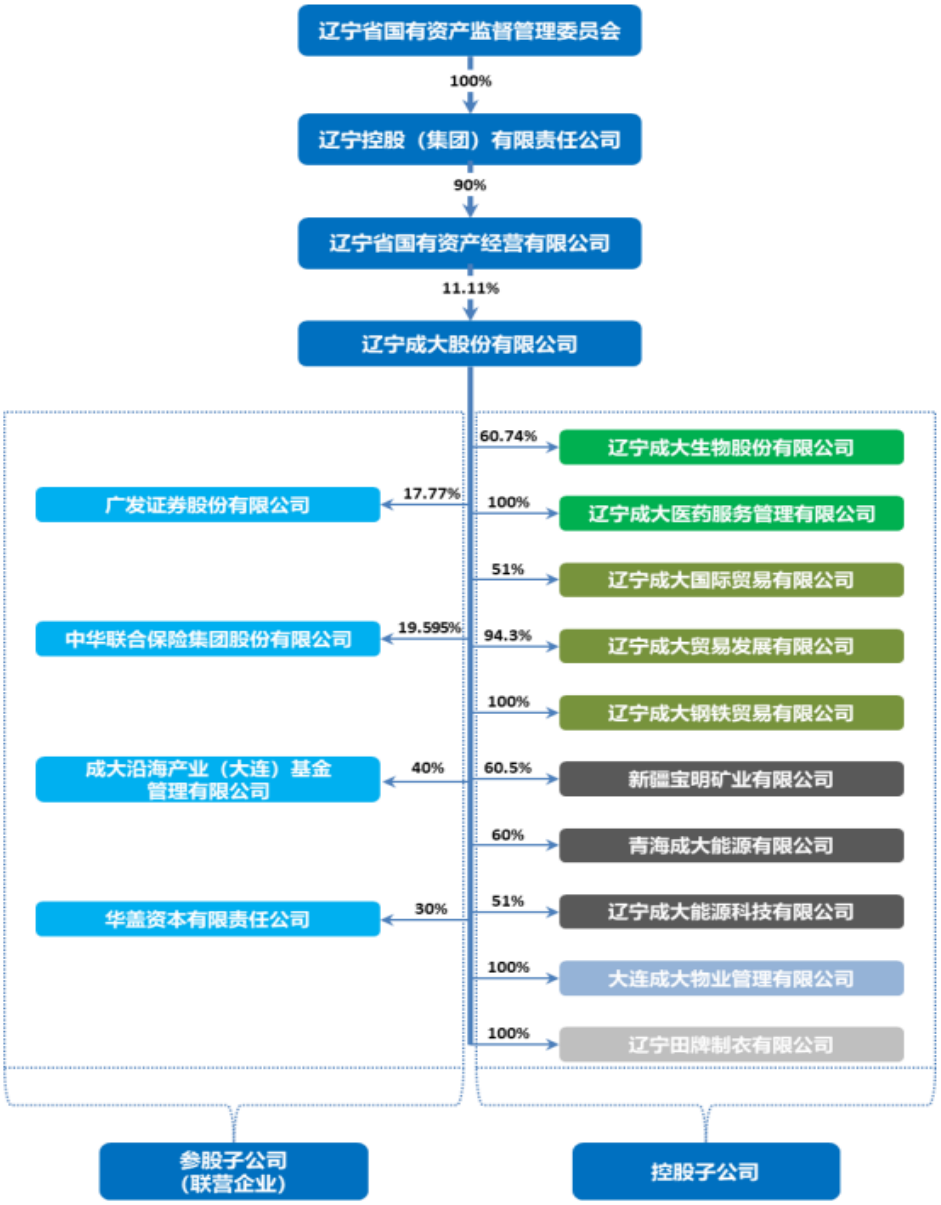
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

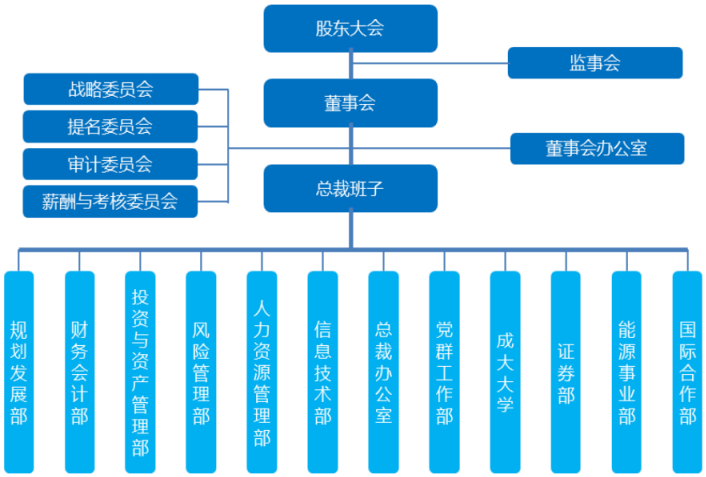
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA$^+$，维持“19辽成大MTN001”和“20辽成大（疫情防控债）MTN001”的信用等级为AA$^+$，维持“21辽成大CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底辽宁成大股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底辽宁成大股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底辽宁成大股份有限公司子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
辽宁成大国际贸易有限公司	大连市中山区人民路 71 号	大连市中山区人民路 71 号	国内外贸易	51.00		投资设立
辽宁成大贸易发展有限公司	大连市中山区人民路 71 号	大连市中山区人民路 71 号	国内外贸易	94.30		投资设立
辽宁成大钢铁贸易有限公司	大连市保税区市场大厦 315B	大连市保税区市场大厦 315B	国内外贸易	100.00		投资设立
辽宁田牌制衣有限公司	沈阳市新城子区虎石台镇	沈阳市新城子区虎石台镇	服装加工制造	100.00		投资设立
辽宁成大生物股份有限公司	沈阳市浑南新区新放街 1 号	沈阳市浑南新区新放街 1 号	生物药品研发、生产	60.74		同一控制下企业合并
辽宁成大能源科技有限公司	大连市中山区人民路 71 号	大连市中山区人民路 71 号	油母页岩能源技术研究	51.00	49.00	投资设立
新疆宝明矿业有限公司	新疆吉木萨尔县文化西路 21 号	新疆吉木萨尔县文化西路 21 号	油母页岩开采及综合利用	60.50		非同一控制下企业合并
青海成大能源有限公司	德令哈市乌兰东路 20 号	德令哈市乌兰东路 20 号	油母页岩开发及综合利用	60.00		投资设立
大连成大物业管理有限公司	大连市中山区人民路 71 号	大连市中山区人民路 71 号	物业管理	100.00		投资设立
辽宁成大医疗服务管理有限公司	大连市中山区人民路 71 号	大连市中山区人民路 71 号	商务服务	100.00		投资设立

资料来源：公司 2020 年年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	23.21	28.59	26.50	35.01
资产总额（亿元）	357.80	392.34	391.58	408.31
所有者权益（亿元）	216.10	229.39	250.06	256.18
短期债务（亿元）	89.72	84.29	80.12	99.99
长期债务（亿元）	35.00	55.50	42.00	36.50
全部债务（亿元）	124.72	139.79	122.12	136.49
营业收入（亿元）	192.75	177.46	169.45	39.71
利润总额（亿元）	9.93	14.64	26.99	7.24
EBITDA（亿元）	19.55	24.82	36.89	--
经营性净现金流（亿元）	4.86	8.62	7.75	-1.78
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.16	12.94	11.87	--
存货周转次数（次）	9.86	7.68	8.20	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.47	0.43	--
现金收入比（%）	85.27	87.01	85.56	78.40
营业利润率（%）	11.72	14.47	15.48	14.92
总资本收益率（%）	4.32	5.19	8.34	--
净资产收益率（%）	3.99	5.71	10.05	--
长期债务资本化比率（%）	13.94	19.48	14.38	12.47
全部债务资本化比率（%）	36.59	37.87	32.81	34.76
资产负债率（%）	39.60	41.53	36.14	37.26
流动比率（%）	65.97	83.30	70.49	72.06
速动比率（%）	48.84	62.26	56.83	58.97
经营现金流动负债比（%）	4.71	8.37	8.08	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.37	0.33	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	3.20	4.09	6.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.38	5.63	3.31	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务计入短期债务；3. 2018－2020 年现金类资产已剔除受限货币资金

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.16	11.10	8.62	17.77
资产总额（亿元）	315.52	344.01	366.22	380.61
所有者权益（亿元）	195.80	208.79	242.45	244.66
短期债务（亿元）	81.81	75.91	74.93	92.63
长期债务（亿元）	35.00	55.50	42.00	36.50
全部债务（亿元）	116.81	131.41	116.93	129.13
营业收入（亿元）	0.64	0.63	0.23	0.05
利润总额（亿元）	5.75	11.99	36.32	2.91
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-5.76	-4.02	-13.46	-0.95
财务指标				
销售债权周转次数（次）	/	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	13.22	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	2.02	2.41	2.12	0.00
营业利润率（%）	88.32	88.55	63.33	62.41
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.94	5.73	14.98	--
长期债务资本化比率（%）	15.16	21.00	14.77	12.98
全部债务资本化比率（%）	37.37	38.63	32.54	34.55
资产负债率（%）	37.94	39.31	33.80	35.72
流动比率（%）	57.21	79.96	88.38	83.60
速动比率（%）	57.21	79.96	88.37	83.60
经营现金流动负债比（%）	-6.79	-5.06	-16.49	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.15	0.12	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务计入短期债务

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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　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

附件 4-4　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。