信用等级公告

联合〔2020〕1494 号

联合资信评估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^+，“17 辽成大 MTN001”“18 辽成大 MTN001”“19 辽成大 MTN001”和“20 辽成大（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 AA^+，“20 辽成大 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月九日

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

评级结果：

项 目	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
17 辽成大MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
18 辽成大MTN001	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
20 辽成大CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 辽成大MTN001	14 亿元	14 亿元	2020/08/16
18 辽成大MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/03/20
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
20 辽成大CP001	10 亿元	10 亿元	2021/03/16

评级时间：2020 年 6 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型	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

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，随着金融投资及生物制药等业务板块业绩增长，公司利润水平增长较快；生物制药业务中，人用狂犬病疫苗保持 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 1507 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”）股权未质押，变现能力强，近年来广发证券贡献投资收益规模稳定且现金分红情况良好，2019 年分别为 12.38 亿元和 2.50 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，公司能源开发业务持续亏损且对母公司资金占用较大、母公司债务负担重且债务结构有待优化、股权分散及利润依赖投资收益等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

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“17辽成大MTN001”“18辽成大MTN001”“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“20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。**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，跟踪期内，公司在行业前景、产业布局、股权投资、品牌知名度等方面保持显著优势。
2. **生物制药和医药连锁业务发展良好。**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 2019 年底，公司拥有 1507 家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势。
3. **股权类资产质量好，对公司利润形成有益补充。**截至 2020 年 3 月底，公司分别持有广发证券 16.40%股权和中

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	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司持有的金融投资类股权变现能力强，投资收益稳定，分红情况良好				1

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

分析师：李明　陈婷
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

华联合保险集团股份有限公司（以下简称“中华保险”）19.595%股权，均未质押，变现能力强；上述股权投资收益稳定，且每年现金分红情况良好，2019 年投资收益和现金分红分别为 14.65 亿元和 2.50 亿元。

关注

1. **能源业务持续亏损，资金占用量大。**跟踪期内，公司能源业务持续亏损，且通过关联往来对本部资金占用较大，对本部整体资产流动性造成一定影响。
2. **控股股东持股比例偏低。**公司控股股东辽宁省国有资产经营有限公司持股比例低（截至本报告出具日为 11.11%）。且公司股东韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”）2020 年 1 月以来通过集中竞价、购买股权等方式增持公司股权至持股比达到 12.55%，超过辽宁国资持股比例而成为第一大股东（但自 2020 年 2 月 8 日起承诺 12 个月内不谋求对公司的实际控制权）。
3. **债务结构有待优化。**跟踪期内，公司债务规模持续增长，且短期债务占比较高，母公司债务负担重，且直接融资比例较高，债务结构有待优化；盈利水平对投资收益依赖程度高。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.27	23.21	28.59	31.45
资产总额(亿元)	355.16	357.87	392.62	396.23
所有者权益(亿元)	213.69	216.16	229.67	230.88
短期债务(亿元)	94.34	89.72	84.29	81.36
长期债务(亿元)	25.48	35.00	55.50	60.00
全部债务(亿元)	119.82	124.72	139.79	141.36
营业收入(亿元)	139.99	192.75	177.46	33.08
利润总额(亿元)	16.21	9.99	14.86	1.73
EBITDA(亿元)	24.49	19.61	25.04	--
经营性净现金流(亿元)	0.97	4.86	8.80	-0.78
营业利润率(%)	14.69	11.72	14.47	20.89
净资产收益率(%)	6.97	4.02	5.80	--
资产负债率(%)	39.83	39.60	41.50	41.73
全部债务资本化比率(%)	35.93	36.59	37.84	37.98
流动比率(%)	57.93	65.97	83.30	85.62
经营现金流动负债比(%)	0.89	4.71	8.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	6.36	5.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.83	3.21	4.13	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	305.92	315.52	344.01	347.09
所有者权益(亿元)	195.43	195.80	208.79	210.56
全部债务(亿元)	108.29	116.81	131.41	134.39
营业收入(亿元)	0.65	0.64	0.63	0.10
利润总额(亿元)	16.26	5.75	11.99	1.80
资产负债率(%)	36.12	37.94	39.31	39.34
全部债务资本化比率(%)	35.66	37.37	38.63	38.96
流动比率(%)	44.54	57.21	79.96	94.62
经营现金流动负债比(%)	-12.79	-6.79	-5.06	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2017－2019 年现金类资产包含应收款项融资中的应收票据且已扣除受限部分；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标

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
20 辽成大（疫情防控债）MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2020/02/18	李明 陈婷	贸易企业主体信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 辽成大 CP001	AA^+	A-1	稳定	2020/1/31	李明 陈婷	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 辽成大 MTN001/18 辽成大 MTN001/17 辽成大 MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2019/7/25	刘哲 李明	贸易行业企业主体信用评级方法（2017 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
19 辽成大 MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2019/1/22	刘哲 刘然	贸易行业企业主体信用评级方法（2017 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文

18 辽成大 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/1/4	刘哲 刘然	贸易行业企业主体信用评级方法（2017 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
17 辽成大 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/5/17	刘哲 刘然	贸易行业企业信用分析要点（2013 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	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（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”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

辽宁成大是在改组具有 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 2020 年 3 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（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。截至本报告出具日，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。

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 2019 年底，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、能源事业部等 12 个职能部门（见附件 1-2）。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总计 392.62 亿元，所有者权益合计 229.67 亿元（其中包含少数股东权益 13.84 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 177.46 亿元，利润总额 14.86 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总计 396.23 亿元，所有者权益合计 230.88 亿元（其中包含少数股东权益 13.63 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 33.08 亿元，利润总额 1.73 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

公司由联合资信评级的存续债券情况如下表所示。截至目前，上述债券募集资金均已按计划用途使用完毕。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 辽成大 MTN001	14.00	14.00	2017/08/16	2020/08/16
18 辽成大 MTN001	10.00	10.00	2018/03/20	2021/03/20
19 辽成大 MTN001	10.00	10.00	2019/01/18	2022/01/18
20 辽成大（疫情防控债）MTN001	7.00	7.00	2020/03/23	2023/03/23

20 辽成大 CP001	10.00	10.00	2020/03/16	2021/03/16
合计	**51.00**	**51.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2　2016－2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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

数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费

品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，

一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适

当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

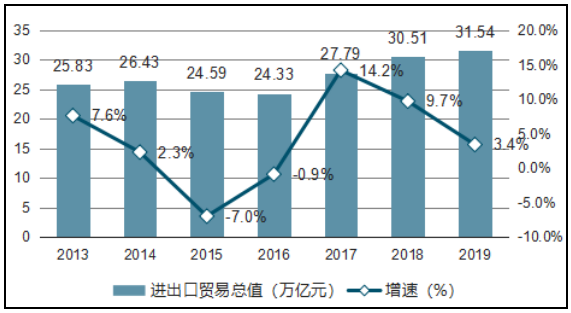
五、行业分析

1. 贸易行业

（1）国际贸易

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。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。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018 年上半年，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，2018 年下半年开始，随着中美贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱，贸易顺差收窄。海关统计数据显示，2018 年全年中国外贸进出口总值为 30.51 万亿元人民币，同比增长 9.7%。其中，出口 16.42 万亿元，增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，增长 12.9%；贸易顺差为 2.33 万亿元，收窄 18.3%。2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸继续保持稳中提质势头，实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回升，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，中国出口面形势较好。

图 1 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

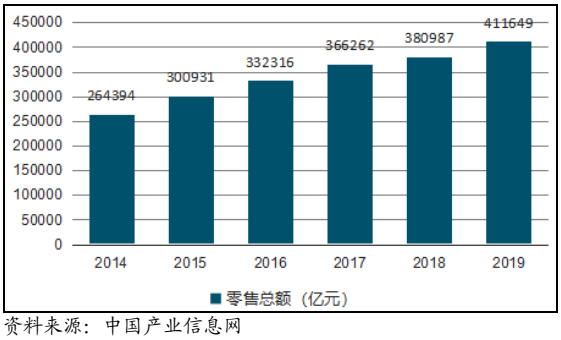
从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.43 万亿元，增长 14.1%；对美国进出口 3.73 万亿元，下降 10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.17 万亿元，增长 0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

受到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。近几年，中国采取了一系列措施，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。随着供给侧结构性改革的深入推进，各项政策措施继续落地见效，营商环境持续改善，市场主体活力不断增强，外贸结构不断优化，预计 2020 年中国外贸有望保持总体平稳增长态势。

（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，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%。

图 2　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

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。

（3）主要贸易品种（钢材）运行情况

2019年，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格有所下行。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。

目前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。

2019 年，钢铁行业在经历三年“化解过剩产能”后，供给侧结构性改革带来的政策红利逐渐衰减，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格有所下行，叠加铁矿石价格大幅上涨侵蚀企业利润，钢铁行业盈利水平显著下降。

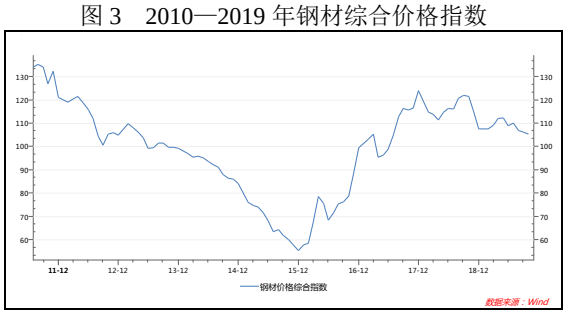
2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 5.3%、8.3%和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8%。

2019 年有关基建稳增长政策不断释放，降低基础设施项目最低资本金比例，提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 1 万亿元，发改委开展为期半年的“疏解治理投资堵点”专项行动，《交通强国建设纲要》《西部陆海新通道总体规划》《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》等重点领域、重点区域规划随之出台。与此同时，项目批复也有所加快，2019 年发改委批复的基建项目已超过 60 个，总投资额超 1.5 万亿元，从项目类型来看，多集中在铁路、轨道交通、机场扩建等领域。交通运输部计划 2020 年交通运输将完成铁路投资 8000 亿元，公路水路投资 1.8 万亿元，民航投资 900 亿元。2020 年各项措施的集中发力，基建投资回升态势有望延续。同时，随着铁路、轨道交通等高密度用钢项目在基建总量中占比攀升，基建投资用钢强度明显提升，基建用钢有望成为 2020 年钢铁需求亮点。

2019年钢材价格指数总体平稳，呈窄幅波动走势。5月初达到最高113.1点，10月底震荡下降至年内最低104.3点。全年中国钢材价格指数均值为107.98点，同比下降6.77点，降幅为5.9%。2019年，钢材价格的波动幅度较往年偏小，对于钢材贸易企业来说，可操作空间小，

获利空间小。

图 3　2010—2019 年钢材综合价格指数



数据来源：Wind 资讯

注：中钢协，1994 年=100

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，如杭州热联进出口股份有限公司、中国诚通控股集团等；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

由于行业事件导致长生生物停产及行业监管趋严，跟踪期内，国内狂犬疫苗批签发量同比下滑，公司下属子公司成大生物市场份额大幅提升成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。

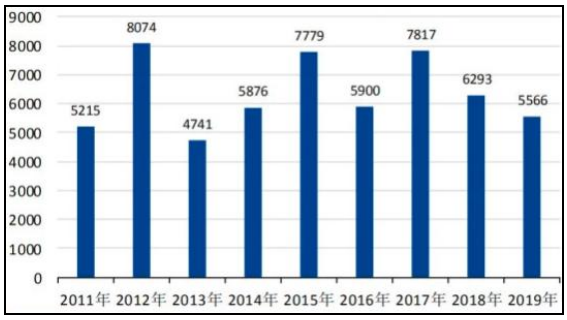
狂犬病疫苗属于二类疫苗，目前中国狂犬疫苗市场规模为 1300～1400 万人份，其中，城市 560 万人份，主要重视产品的质量、品牌、价格等；农村市场规模 800 万人份，价格是最关键因素。

从狂犬病疫苗细分产品来看，目前主要分为四种，冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）是目前狂犬病疫苗市场主流产品，2019 年占比为 82%，冻干人二倍体为 232 万支，占比 4%，目前人二倍体狂犬疫苗渗透率依然极低。

2019 年，中国狂犬疫苗的批签发量为 5566 万支，同比下降 12%；批签发量下滑主要与行业事件导致长生生物停产及行业监管趋严有关。

图 4　2011—2019 年国内狂犬疫苗批签发量

（单位：万支）



数据来源：中检院、安信证券研究中心

注：数据统计截止日期为 2019 年 12 月 29 日

从狂犬病疫苗市场竞争情况来看，随着“长春长生疫苗”事件后，长春长生生物科技有限公司（以下简称“长春长生”）退出国内狂犬疫苗市场，2018 年，中国狂犬疫苗合计批签发 1289.03 万人份。其中，辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）市占率最高，2018 年达 43.95%，较上年提升了 6.01 个百分点；广州诺诚、宁波荣安紧随其后，市占率均超过 13%；前三企业市占率合计达 73.86%。2019 年，成大生物占据狂犬疫苗市场的主要市场份额，批签发占比达到 73.08%。

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。

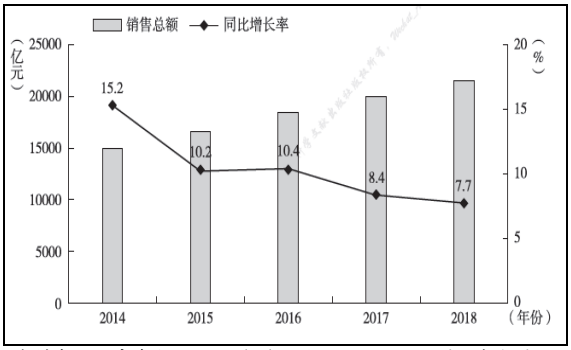
3. 医药流通行业

尽管下游需求较为稳定，但医改政策的持续向纵深推进，使得药品流通行业逐渐进入结构调整期，行业或将继续呈现稳步增长的态势，但增速趋缓。受政策影响，药品价格下降或将影响医药零售企业利润。同时，医院处方或者处方药外流为连锁药店提供了机遇，大型连锁药店凭借品种多样、资本雄厚等优势，将占据更多的市场份额，行业集中度将进一步提升。

随着国内经济增长和结构调整，人民生活水平不断提高，人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入为国内医疗及药品需求不断增长带来了稳定支撑。从行业规模来看，根据商务部发布的《2018 年药品流通行业运行统计分析报告》，2018 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。全国七大类医药商品销售总额 21586 亿元，扣除不可比因素同比增长 7.7%，增速同比下降 0.7 个百分点。其中，药品零售市场销售额 4317 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速与上年基本持平。

米内网数据显示，2019 年上半年，国内药品终端市场销售额为 9087 亿元，同比增长为 5.8%，小于 2018 年同比增长的 6.9%，从既往数据看，国内药品终端市场销售增速连年放缓。其中，零售药店终端销售额为 2098 亿元，同比增长 7.4%，增速有所放缓。

图 5　中国药品流通行业销售总额情况



资料来源：商务部《2018 年药品流通行业运行统计分析报告》

从企业效益来看，2018 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 15774 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.6%，增速同比下降 0.4 个百分点；利润总额 404 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 1.9 个百分点；平均毛利率 8.2%，同比上升 1.0 个百分点；平均费用率 6.5%，同比上升 0.4 个百分点；平均利润率 1.9%，同比上升 0.2 个百分点；净利润率 1.6%，同比上升 0.1 个百分点。

国内药品终端大致被分为三大终端六大市场，第一终端为公立医院终端；第二终端为零售药店终端；第三终端为公立基层医疗终端，不含民营医院、村卫生室以及私人诊所。国内药品市场最大的销售终端在医院，其销售规模约是零售药店终端的三倍，2018 年医院终端销售占比为 67.4%，零售药店终端零售额为 3919 亿元，占 22.9%。2019 年上半年，公立医院终端市场份额为 67.0%，零售药店终端市场份额为 23.1%。

从政策影响来看，随着“4+7”试点的全面铺开，医院的药价直降到底，但中标企业供给药店的药品价格不变甚至提高，这将导致药店的药品价高成为常态。为了减少客源流失，药店必须舍弃部分产品毛利，甚至用个别品牌来降价，窜货现象可能加剧。随着部分省市将连锁零售药店纳入集中采购，药品价格将进一步下降，但也使得连锁药店和医院进货的价格一致，可缓解“4+7”带来的负面影响。另外，受到医院药占比、药品零加成、集采等因素制约，加之药房托管落幕，一些药品特别是进口药品、高价药品开始寻求院外市场。随着处方外流加速，相关流转平台迎来机遇，药店尤其是院边店将成为主要承接方。对于未入选“4+7”的药品而言，厂家会更加注重院外市场的开发，药店将承接相应的产品和相关服务。

六、基础素质分析

1. 产权状况

实际控制人辽宁省国资委持股比例低。

截至本报告出具日，辽宁国资持有公司 11.11%的股权，为公司控股股东，持股比例低，

公司实际控制人为辽宁省国资委。

2020 年 2 月 8 日，公司股东韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”）和新华联控股有限公司（以下简称“新华联控股”）签署了股份转让协议，本次交易后韶关高腾持股比例将达到 12.46%，成为第一大股东。结合韶关高腾的持股比例以及相关承诺（见后文的重大事项分析），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》《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。

截至本报告出具日，韶关高腾已完成股权转让并以自有资金增持 130 万股股票，合计持有 12.55%股权且有部分用于质押。

2．企业规模与竞争力

公司集商贸流通、生物制药、能源开发和金融服务等多业并举，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，医药连锁业务在辽宁地区具有较强的竞争优势。

经过近二十年的发展，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、能源开发和金融服务等多业并举、协调发展的综合型上市公司。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 2020 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 16.40%。2019 年，广发证券贡献投资收益 12.38 亿元，同比增长 75.33%，获得现金股利 2.50 亿元。

公司下属 6 家主要子公司，包括专门从事生物制药的成大生物；专门从事医药连锁的成大方圆医药集团有限公司（以下简称“成大方圆”）；专门从事国内外贸易的成大国际、辽宁成大贸易发展有限公司（以下简称“成大发展”）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”）。

（1）成大生物

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 3 月底，公司持股比例为 60.74%。

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，人用乙脑灭活疫苗为目前国内独家生产的产品。

截至 2019 年底，成大生物总资产为 37.64 亿元，所有者权益为 34.53 亿元；2019 年实现营业收入 16.77 亿元，同比增长 20.59%，实现净利润 7.20 亿元，同比增长 14.85%。

（2）成大方圆

成大方圆为公司全资子公司，总部设在沈阳，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。成大方圆自成立以来，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。“成大方圆”是全国药品零售行业第一个“中国驰名商标”。

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2020年5月20日，公司本部无未结清不良信贷信息；已结清信贷信息中有3笔关注类短期借款，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，公司在高级管理人员、法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

公司董事会于 2020 年 2 月 25 日收到董事张必书先生（新华联控股有限公司总经理）的辞职申请。张必书先生因工作原因，申请辞去公司第九届董事会董事及战略委员会委员职务，辞职后，张必书先生不在公司担任任何职务。

公司董事会于 2020 年 3 月 16 日收到董事李晓先生（特华投资控股有限公司执行总裁）的辞职申请。李晓先生因工作原因，申请辞去公司第九届董事会董事及薪酬与考核委员会委员职务，辞职后，李晓先生不在公司担任任何职务。

八、重大事项

1. 成大生物终止发行 H 股股票并在香港联交所上市，拟首次公开发行人民币普通股（A 股）股票并在科创板上市

公司于 2018 年 11 月 24 日对外公告称：控股子公司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。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。完成本次发行后，成大生物可在香港联交所主板上市。

2019 年 7 月 31 日，公司公告称，鉴于市场环境的变化，经审慎研究，成大生物第三届董事会第十六次会议、第三届监事会第十次会议审议通过了《关于公司终止发行 H 股股票并在香港联合交易所上市的议案》，拟终止成大生物发行境外上市外资股（H 股）并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市的申请。成大生物终止 H 股发行并上市事项已经成大生物股东大会审议。

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 3　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**

资料来源：公司提供

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

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。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尚需通过上海证券交易所发行上市审核并报经中国证券监督管理委员会履行发行注册程序的批准。联合资信将持续关注上述事项进展。

2. 拟转让成大方圆 100%股权

为优化产业布局以及对所涉业务进行战略取舍和重点倾斜，公司拟通过大连产权交易所（以下简称“产权交易所”）公开挂牌竞价转让成大方圆 100%的股权。北京中企华资产评估有限责任公司出具了《辽宁成大股份有限公司拟转让持有的成大方圆医药集团有限公司股权涉及的成大方圆医药集团有限公司股东全部权益价值项目资产评估报告》（中企华评报字（2020）第 3447 号），该资产评估报告选用市场法评估结果作为评估结论。市场法评估后的股东全部权益评估价值为 18.59 亿元。

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，2020 年一季度实现营业收入和净利润分别为 8.04 亿元和 0.16 亿元。

交易若顺利完成，公司将不再持有成大方圆股权，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。考虑到上述交易评估结果尚需国资管理机构备案和股东大会审议，且交易对手尚不明确，交易结果存在不确定性，联合资信将持续关注上述事项进展。

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。

本次协议转让导致的权益变动之前，韶关高腾持有公司 111345640 股股份，占公司总股本的 7.28%。新华联控股持有公司 79272774 股股份，占公司总股本的 5.18%，其中质押股份数量为 79227389 股，占其持股比例的 99.94%，质押权人为广东粤财信托有限公司。新华联控股已承诺将促使质权人为配合本次权益变动出具上海证券交易所认可的《质权人同意函》。交易双方将根据《股份转让协议》的约定办理股票解除质押及过户手续。本次权益变动后，韶关高腾持有公司股份 190618414 股，占公司股份总数的 12.46%，新华联控股不再持有辽宁成大股份。

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，其属于公司法第二百一十六条第（三）项所规定的“通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人”，也符合《上市公司收购管理办法》第八十四条第（三）项所规定的“决定公司董事会半数以上成员选任”的情形。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》、《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。

本次股份转让事项尚需上海证券交易所确认合规后方能在中国证券登记结算有限责任公司办理转让过户手续，相关事项尚存在不确定性。本次通过协议转让的部分股份尚处于质押状态，可能存在无法解除质押，导致转让不能完成的风险。联合资信将持续关注本次交易对公司的影响。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入仍主要来自商品流通板块，利润主要由生物制药和商品流通板块贡献。2019年，大宗商品市场价格震荡走低，行业整体效益下降，公司主动优化大宗商品贸易业务经营模式和业务结构，整体收入规模有所下降；生物制药板块保持较快增长；能源开发板块完成了对设备的全面调试及维护，毛利率转正。公司整体毛利率同比有所提升。

公司主营业务涉及生物制药、商品流通、进出口贸易和能源开发等领域。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集团股份有限公司（以下简称“中华保险”）。

2019年，公司实现营业收入177.46亿元，同比下降7.94%。其中，商品流通业务作为公司的主要收入来源，2019年受钢材市场供需宽平衡，钢价下跌影响，收入同比下降12.18%至142.63亿元。其他板块收入均有所增长。进出口贸易板块实现收入14.87亿元，同比增长6.82%；生物制药板块产品市场占有率大幅提升，2019年收入实现快速增长，同比增长20.59%至16.77亿元；能源开发板块2019年完成了对设备的全面调试和维护，实现收入3.04亿元，同比增长53.29%。

毛利率方面，受益于高毛利率的生物制药板块收入占比提升，2019年，公司综合毛利率同比提升2.88个百分点至14.88%。同期，受中美贸易摩擦影响，出口形势严峻，公司进出口贸易板块毛利率同比下降1.27个百分点至12.77%；为防范大宗商品市场风险，公司进一步优化业务结构，推动大宗商品贸易加快经营模式转换与升级，公司商品流通业务毛利率同比提升1.44个百分点至7.00%；2019年，新疆宝明项目完成技改，能源开发业务毛利率转正。

2020年1－3月，受新冠疫情影响叠加国内经济疲软，公司国内贸易规模继续下降，整体实现营业收入33.08亿元，同比下降12.21%。受益于生物制药板块的抗周期特性，生物制药板块收入占比进一步提升至15.13%，能源开发板块毛利率进一步提升至9.71%，公司综合毛利率为21.48%，同比增加8.06个百分点。

表 4　公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	20.70	14.79	8.63	13.92	7.22	14.04	14.87	8.38	12.77	1.70	5.13	14.32
商品流通	105.22	75.16	7.44	162.42	84.27	5.56	142.63	80.37	7.00	25.12	75.94	9.88
生物制药	12.76	9.11	87.43	13.91	7.21	85.16	16.77	9.45	85.69	5.00	15.13	84.50

能源开发	0.89	0.64	-0.83	1.98	1.03	-2.22	3.04	1.71	1.98	1.21	3.65	9.71
其他	0.42	0.30	64.15	0.52	0.27	64.33	0.15	0.09	57.00	0.01	0.15	69.25
合计	**139.99**	**100.00**	**15.02**	**192.75**	**100.00**	**12.00**	**177.46**	**100.00**	**14.88**	**33.08**	**100.00**	**21.48**

资料来源：公司提供

2. 生物制药

跟踪期内，公司狂犬疫苗市场份额同比大幅提升，带动生物制药板块收入利润快速增长。

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。

（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 2019 年底，成大生物共有研发人员 129 人。2019 年，成大生物投入研发支出 1.53 亿元，同比增长 104.49%，主要系新增项目 15 价 HPV 疫苗、B 群流脑疫苗、四价流感病毒裂解疫苗（MDCK）、13 价肺炎疫苗和多价手足口疫苗等支出的研发费用。

截至2019年底，成大生物储备20余种在研产品。其中，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和冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）已获得临床批件，还有10余种在研产品尚处于临床前研究阶段，包括15价HPV疫苗、20价肺炎疫苗、B群流脑疫苗及流脑AC-乙脑联合疫苗等在研产品都具有较强的原创性。

（2）采购、生产及销售

成大生物生产所需的主要原材料包括微载体、人血白蛋白、新生牛血清及灭菌注射用水等。成大生物与供应商结算采取信用及支票电汇等结算方式，2019 年向前五大供应商合计采购 1.17 亿元，占成大生物年度采购额的 55.87%。

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。

成大生物主要采取“以销定产”的生产模式。根据销售部门的销售目标及销售预测，结合实际的生产能力和存储能力制定生产计划。成大生物的两个生产中心分别位于沈阳和本溪，总建筑面积为 16.45 万平方米。沈阳生产中心拥有目前生产所需的设施，主要包括四个 Vero 细胞原液生产车间、三条 Bosch 疫苗灌装线的制剂车间、质量控制实验室、动物实验楼以及四台单台冻干面积为 25 平方米的大型冻干机等。

质量安全方面，成大生物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，自产品上市以来未发现一例全程免疫后失败的疫苗安全性事件。疫苗管理法自 2019 年 12 月 1 日起施行，为此，成大生物全面优化了质量标准与工作流程，并相应调整了质量管理体系框架。

完成生产后，成大生物对每一批次的成品进行严格的质量检验，在确保质量检验合格、生产过程合规且完成所有记录和报告审核后方可向中检院申请批签发。批签发审核流程通常需要三至四个月的时间，在收到批签发合格证后成大生物方可销售该批次的疫苗产品。

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。

2019 年，由于长春长生退出狂犬疫苗市场，成大生物占据了狂犬疫苗市场的主要份额。当期成大生物人用狂犬病疫苗获得批签发数量为 1003.91 万人份，同比增长 77.22%，占据全国市场 73.08%的批签发份额（2018 年为 43.95%）。狂犬疫苗产销量分别为 931.73 万人份和 797.79 万人份，同比分别增长 25.51%和 15.71%。同期，乙脑疫苗产量同比增长 172.25%，主要系 2018 年各类疫苗新规出台并实施后，疫苗行业内各生产企业均需按照有关文件要求进行内外部检查工作，成大生物亦进行了相关车间升级改造工作，一定程度上影响了生产效率，乙脑疫苗产量同比下降较大所致。2019 年，由于成大生物将主要销售力量集中于狂犬疫苗，乙脑疫苗销量同比有所下降。2019 年，成大生物人用乙脑灭活疫苗获得批签发数量为 143.61 万支，目前中国市场销售的大部分乙脑疫苗是减毒活疫苗，其作为免疫规划疫苗免费向公众提供，相比之下，成大生物的灭活乙脑疫苗属于非免疫规划疫苗，并以高价私人疫苗市场为目标市场，灭活疫苗的发展趋势将给公司人用乙脑灭活疫苗的市场增长带来机遇。

表 5　公司主要疫苗产销情况

产品		2017 年	2018 年	2019 年
狂犬疫苗	产量（万人份）	851.85	742.37	931.73
	销量（万人份）	602.34	689.50	797.79
	收入（亿元）	11.50	12.59	15.67
乙脑疫苗	产量（万支）	248.76	108.59	295.64
	销量（万支）	154.62	146.53	123.07
	收入（亿元）	1.02	1.04	0.86

资料来源：公司提供

2016 年 4 月，国务院修订了《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。成大生物国内销售通过自有内部团队为主导及推广商为辅助的营销模式，通过省级疾病预防控制机构组织在省级公共资源交易平台集中招标准入，直接与区县级疾病预防控制中心签订采购合同，由区县级疾病预防控制中心转发给本行政区域的各接种终端，采取全程冷链配送的模式输送疫苗。

成大生物境外销售通过国外经销商进行业务拓展与销售服务，主要出口至东南亚、南亚和非洲等一带一路沿线的国家。2019 年，成大生物实现境外收入 1.86 亿元，占成大生物当期收入的 11.06%。

结算方面，成大生物采用赊销方式，区县级疾控中心的结算周期一般为 3～6 个月。成大生物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。2019 年，成大生物国内客户由年初的 1800 多家增加至近 2000 家区县级疾控中心，覆盖率进一步提升。境外销售主要采用信用证结算。

2019 年，成大生物前五大客户分别是泰国、北京市疾控中心、菲律宾、埃及、上海市浦东新区疾病预防控制中心，占总销售额的 11.10%，集中度较低。

3. 商品流通

（1）医药连锁

跟踪期内，成大方圆保持规模优势，受行业政策变化和市场竞争加剧等不利影响，2019年亏损。

公司医药连锁业务的经营主体为子公司成大方圆。截至 2019 年底，成大方圆总资产为 16.87 亿元，所有者权益为 6.02 亿元；2019 年，受行业政策变化和市场竞争加剧等不利影响，成大方圆实现营业收入 29.37 亿元，同比下降 2.97%，净利润为-0.92 亿元（2018 年净利润为 0.16 亿元）。

截至 2019 年底，成大方圆共有门店 1507 家，其中辽宁省内 1180 家，占比达 78.30%。

表 6 截至 2019 年底成大方圆门店连锁情况

省份	门店数量（个）	比重（%）
辽宁	1180	78.30
吉林	23	1.53
内蒙	232	15.39
河北	60	3.98
山东	12	0.80
合计	**1507**	**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。

2019 年，成大方圆前五名供应商采购金额合计 7.60 亿元，占总采购额的 36.15%，集中度一般。

表 7 2019 年成大方圆前五名供应商

（单位：万元、%）

供应商名称	采购金额	占比
辽宁省医药对外贸易有限公司	25101.34	11.94
国药控股沈阳有限公司	23025.76	10.95
辽宁九州通医药有限公司	12113.82	5.76
深圳华润三九医药贸易有限公司	9596.56	4.57
诺和诺德（中国）制药有限公司	6154.39	2.93
合计	**75991.86**	**36.15**

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，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

受大宗商品供给宽松，价格走低影响，2019 年，国内贸易规模同比有所下降。

公司国内贸易业务经营主体为成大发展和成大钢铁，经营品种主要包括钢铁、化工、煤炭、粮油等。2019 年，钢铁、煤炭供给侧结构性改革成果显现，落后产能得到有效退出，优势产能逐步释放，供需相对宽平衡；大宗商品市场，价格震荡走低，行业整体效益下降，公司重视风险防范，优化经营模式和业务结构，内贸业务规模同比有所下降。其中，钢铁产品实现收入 98.32 亿元，同比下降 9.97%；煤炭贸易收入为 12.26 亿元，同比下降 34.37%。

表 8　公司内贸业务情况（单位：万元）

分品种	销售收入			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
钢铁产品	585253.73	1092101.86	983236.90	159647.40
化工产品	30157.53	18413.74	--	--
煤炭	102307.87	186753.94	122575.08	10200.62
粮油	--	45.73	--	--
木材产品	1699.48	316.27	--	--
纺织品	22338.59	25631.90	28438.00	827.00
水产品	839.15	342.47	2153.13	--
其他	4159.94	5225.21	1519.10	--
合计	**746756.30**	**1328831.12**	**1137922.2**	**170675.02**

资料来源：公司提供

表 9　2019 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	32.26	线材、螺纹、钢坯、带钢、型钢
中铁铁龙（营口）国际物流贸易有限公司东丰分公司	7.44	矿砂、线材、盘螺、螺纹、钢坯
唐山市举馗商贸有限公司	4.66	焦煤
天津宝利瑞达贸易有限公司	4.43	矿砂
本溪北营钢铁（集团）股份有限公司	4.22	螺纹
合计	**53.01**	--

资料来源：公司提供

表 10　2019 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	35.10	矿砂、焦炭、地矿
唐山市双盈工贸有限公司	4.83	焦煤
中铁铁龙（营口）国际物流贸易有限公司东丰分公司	4.69	焦炭
江西鑫润航达供应链管理有限公司	3.15	焦炭
沈阳联天红贸易有限公司	2.71	线材、螺纹
合计	**50.49**	--

资料来源：公司提供

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，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。公司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区域的业务格局。

公司经营上完全采取自营模式，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 60%现金、40%承兑汇票为主。公司与河北鑫达钢铁集团有限公司之间按月结算。除此之外，公司钢贸行业以控货业务为主，上游采购一般需预付 80%左右货款，约定合理的运输时间，货到后结算剩余尾款。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。风险控制方面，由公司风险管理部对上下游客户的信用状况进行考察，经过各部门联合立项审核，针对不同客户设定合理的信用额度。

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和天津地区，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。

4. 进出口贸易

跟踪期内，公司进出口贸易业务规模同比小幅增长，贸易品种有所变化。

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、化工大类和木材类产品等产品。

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。

2019 年，纺织品大类商品贸易规模同比保持稳定，化工产品贸易业务非持续性业务，规模同比大幅下降，水产品规模同比大幅增长。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。2020 年以来，受国内外疫情影响，公司进出口业务规模有所下降，同时出口国主要转向一带一路周边国家。

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			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
纺织品大类	95574.19	95686.21	95704.00	11622.00
化工产品	84750.71	21052.98	1853.40	--
杂粮豆产品	--	1333.74	--	--
木材产品	7184.70	2234.49	--	--

水产品	5342.70	15978.66	43775.66	4891.99
医药	3511.22	2921.41	7361.16	465.31
钢铁	10603.94	--	5.17	--
其他	--	21.42	--	--
合计	**206967.46**	**139228.91**	**148699.40**	**16979.30**

资料来源：公司提供

5. 能源开发

跟踪期内，新疆宝明完成了对设备的全面调试及维护，毛利率转正，但受页岩油价格影响，仍未能量产，2019 年仍为亏损状态。

公司能源开发业务主要由新疆宝明经营。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。

（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）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。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。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，项目收益受到较大影响，近年来持续亏损。

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，未来资金投入不大。

2019年，国际原油价格初期反弹，随后维持区间波动。新疆宝明采取有针对性措施，完成了对设备的全面调试及维护，毛利率转正，为稳产达产打下基础。截至2019年底，新疆宝明资产总额为56.14亿元，所有者权益为-1.28亿元。2019年，新疆宝明实现营业收入3.04亿元，净利润为-4.32亿元。

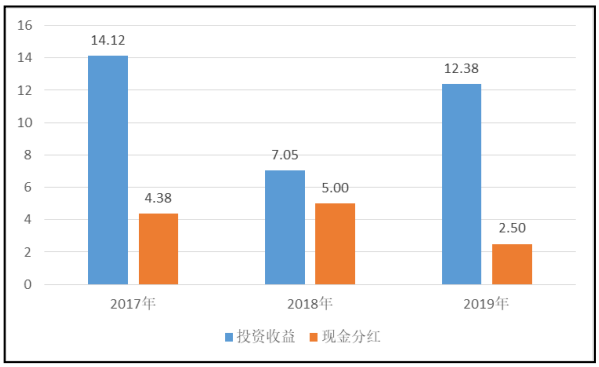
未来新疆宝明计划大力推动与疆内油品深加工企业开展战略合作，实现疆内规模化销售，提高项目的整体收益。

6. 股权投资

公司股权投资质量高，2019 年随着证券市场回暖，广发证券贡献的投资收益同比大幅增加。

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 2020 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 16.40%（未质押，期末参考市值为 171.02 亿元）；公司全资子公司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境外上市外资股（H 股）股份 1473600 股，占其总股本 1.9‰。

图 6 2017－2019 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

2017－2019 年，广发证券分别为公司贡献投资收益 14.12 亿元、7.05 亿元和 12.38 亿元，分别占当期营业利润的 74.99%、69.80%和 82.98%。同期，公司分别收到广发证券现金分红 4.38 亿元、5.00 亿元和 2.50 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 2019 年底，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。

截至2019年底，广发证券（合并）资产总额为3943.91亿元，所有者权益合计941.37亿元（其中包含少数股东权益29.03亿元）；2019年，广发证券实现营业收入228.10亿元，同比增长49.37%，净利润81.10亿元，同比增长75.09%。

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。截至2019年底，中华保险总资产为755.58亿元，净资产为185.69亿元；2019年，中华保险实现营业收入499.28亿元，同比增长14.98%，净利润12.92亿元，同比增长27.29%。2019年，中华保险贡献权益法核算的投资收益2.27亿元，同比增长31.98%。

7. 经营效率

2019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12.30次、7.68次和0.47次，同比分别减少2.52个百分点、2.18个百分点和0.07个百分点，主要系收入规模下降所致。总体看，公司经营效率较高。

十、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报告，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 2020 年一季度财务报告未经审计。

从合并范围看，2019 年及 2020 年一季度，公司合并范围未发生变化。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总计 392.62 亿元，所有者权益合计 229.67 亿元（其中包含少数股东权益 13.84 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 177.46 亿元，利润总额 14.86 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总计 396.23 亿元，所有者权益合计 230.88 亿元（其中包含少数股东权益 13.63 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 33.08 亿元，利润总额 1.73 亿元。

1. 资产质量

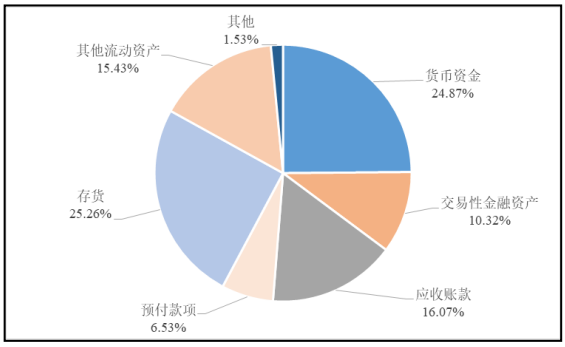
公司流动资产中货币资金及债权类投资占比较高；非流动资产中广发证券和中华保险的长期股权投资金额大，股权均未质押，变现能力强。整体看，公司资产流动性及资产质量好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 392.62 亿元，较上年底增长 9.71%，主要系交易性金融资产、存货、其他流动资产及长期股权投资增加所致。其中流动资产占 21.85%，占比较上年底小幅提升。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 85.80 亿元，较上年底增长 26.05%。流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和其他流动资产构成。

图 7　截至 2019 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 2019 年底，公司货币资金为 21.34 亿元，较上年底下降 10.96%，主要为银行存款（占 92.16%），受限货币资金为 2.24 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产为 8.86 亿元，较上年底增加 8.85 亿元，主要系根据新的金融工具准则将部分理财产品划分至交易性金融资产所致。交易性金融资产主要为债务工具投资 8.84 亿元。

公司应收账款主要由医药零售、生物制药和大宗贸易业务产生。截至 2019 年底，公司应收账款为 13.79 亿元，较上年底增长 8.32%。从账龄看，1 年以内的占 89.47%。截至 2019 年底，公司计提坏账准备 1.41 亿元。按组合计提坏账准备的占 93.06%，其中，应收医保款占 13.53%，应收其他客户占 70.10%。截至 2019 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 2.44 亿元，较上年底增长 57.33%。

表 12　截至 2019 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	2.44	16.05	0.07
河北省卫防生物制品供应中心	0.39	2.54	0.39
唐山鑫晶特钢有限公司	0.32	2.13	0.10
霍尔果斯中石油国际事业有限公司	0.30	1.98	0.01
中铁铁龙（营口）国际物流贸易有限公司东丰分公司	0.26	1.73	0.01
合计	**3.71**	**24.44**	**0.57**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货为 21.67 亿元，较上年底增长 22.57%，主要系新疆宝明技改后恢复生产库存增加所致。从构成看，库存商品占 70.74%、半成品占 16.00%。公司库存商品主要是药品、疫苗产品及页岩油。截至 2019 年底，公司计提跌价准备 0.67 亿元，计提比例为 3.01%。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 13.24 亿元，较上年底增长 82.41%，主要系理财投资增加所致。从构成来看，主要为一年内到期的债权投资 10.75 亿元及待抵扣进项税 2.47 亿元。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 306.82 亿元，主要由长期股权投资（占 78.99%）和固定资产（占 12.97%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 242.37 亿元，较上年底增加 12.84 亿元，主要系广发证券和中华保险确认投资收益所致。截至 2019 年底，广发证券和中华保险的期末余额分别为 149.89 亿元和 92.10 亿元，占比分别为 61.84%和 38.00%。公司持有的广发证券和中华保险的股权均未质押。

截至 2019 年底，公司固定资产为 39.79 亿元，较上年底增加 4.12 亿元，主要系新疆宝明项目转固所致。从构成看，房屋及建筑物占 61.65%，机器设备占 36.38%。公司累计计提折旧 15.47 亿元，其中本期增加 3.11 亿元，同比增长 19.73%。

截至 2019 年底，公司在建工程为 4.25 亿元，较上年底减少 2.03 亿元，主要由成大生物待安装设备 1.80 亿元和生物改造工程 1.42 亿元构成。其中，生物改造工程预算数为 2.14 亿元，工程进度为 66.41%，未来投资金额不大。

截至 2019 年底，公司无形资产为 10.10 亿元，较上年底增长 5.81%，主要包括土地使用权 3.01 亿元和采矿权 6.07 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 3.44 亿元，主要为受限货币资金 2.24 亿元和受限固定资产 1.17 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 396.23 亿元，较 2019 年底增加 3.60 亿元，主要系广发证券确认投资收益所致。其他科目及资产结构较上年底变动不大。

2. 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 2019 年底，公司所有者权益为 229.67 亿元，较上年底增长 6.25%。其中，归属于母公司所有者权益为 215.83 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 7.09%，资本公积占 29.17%，未分配利润占 58.18%，权益结构变化不大。其中，实收资本为 15.30 亿元，较上年底未发生变化；资本公积为 62.96 亿元，较上年底下降 1.75%，主要系广发证券资本公积变化所致；其他综合收益为 3.70 亿元，较上年底增加 3.65 亿元，主要系联营企业广发证券及中华保险其他综合收益增加所致；未分配利润为 125.56 亿元，较上年底增长 9.21%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 230.88 亿元，较 2019 年底变动不大。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模有所上升，债务结构明显改善。

截至 2019 年底，公司负债合计 162.95 亿元，较上年底增加 21.25 亿元，主要系当期发行债券所致。负债构成方面，流动负债占 63.21%，占比较上年底下降 9.61 个百分点，负债结构明显改善。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 103.00 亿元，较上年底变化不大。流动负债以短期借款（占 35.94%）、应付账款（占 10.15%）、一年内到期的非流动负债（占 14.08%）和其他流动负债（占 27.18%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款为 37.02 亿元，较上年底下降 6.88%。其中，信用借款占 90.27%，保证借款占 9.73%。

公司应付票据全部为商业承兑汇票。截至 2019 年底，公司应付票据为 4.77 亿元，较上年底增长 57.54%，主要为成大方圆采用银行承兑汇票结算的比例增加所致。

截至 2019 年底，公司应付账款为 10.45 亿元，较上年底增长 32.68%，主要是受公司业务结算周期影响所致。其中，应付货款为 8.36 亿元，应付工程、设备款为 1.44 亿元。

截至 2019 年底，公司预收款项为 2.90 亿元，较上年底增长 85.72%，主要系受业务周期影响，大宗商品贸易预收款同比增加所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 14.50 亿元，较上年底增加 2.60 亿元，分别为将于 2020 年 8 月 16 日到期的 14 亿元“17 辽成大 MTN001”和将于 2020 年 12 月 28 日到期的“17 辽成大 PPN001”0.50 亿元。

截至 2019 年底，公司其他流动负债为 28.00 亿元，其中包括短期融资券“19 辽成大 CP001”8.00 亿元（将于 2020 年 8 月 26 日到期），超短期融资券 20.00 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 59.95 亿元，较上年底增长 55.63%，主要由长期借款 5.00 亿元和应付债券 50.50 亿元构成。公司长期借款全部为信用借款。

表 13　截至 2019 年底应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债权期限	期末余额
18 成大 01	2018/1/26	三年	3.00
19 成大 01	2019/4/8	三年	5.00
19 成大 02	2019/10/31	三年	7.00
18 辽成大 MTN001	2018/3/20	三年	10.00
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
18 辽成大 PPN001	2018/1/12	三年	0.50
18 辽成大 PPN002	2018/10/22	三年	0.50
18 辽成大 PPN003	2018/11/16	三年	0.50
18 辽成大 PPN004	2018/12/13	三年	0.50
18 辽成大 PPN005	2018/12/28	三年	0.50
合计	--	--	**50.50**

资料来源：公司审计报告

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 139.79 亿元，较上年底增长 12.09%，其中短期债务为 84.29 亿元，较上年底下降 6.05%，长期债务为 55.50 亿元，较上年底增长 58.57%。从债务结构来看，短期债务占 60.30%，占比较上年底下降 11.64 个百分点，债务结构明显改善。

债务指标方面，截至 2019 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增长，分别为 41.50%、37.84%和 19.46%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 165.35 亿元，较 2019 年底增长 1.47%，主要系发行“20 辽成大（疫情防控债）MTN001”7.00 亿元所致。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 141.36 亿元，较上年底增长 1.12%。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 41.73%、37.98%和 20.63%。

3. 盈利能力

跟踪期内，受大宗商品贸易规模下降影响，公司收入规模有所下降；利润对投资收益的依赖度高。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。

2019 年，公司实现营业收入 177.46 亿元，同比下降 7.94%，主要系大宗商品贸易业务规模下降所致。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 2.75 个百分点至 14.47%。

2019 年，由于新疆宝明项目转固折旧增加及成大生物研发费用增加等原因，公司期间费用合计 24.07 亿元，同比增长 9.39%。受营业收入规模下降影响，期间费用占收比同比提升 2.15 个百分点至 13.57%。期间费用对主业利润侵蚀大。

2019 年，公司实现投资收益 14.78 亿元，同比增长 69.31%。其中，广发证券和中华保险贡献的投资收益分别为 12.38 亿元和 2.27 亿元。

2019 年，公司利润总额为 14.86 亿元，同比增长 48.66%。其中，投资收益占利润总额的 99.51%，公司利润对投资收益依赖程度很高。

从盈利指标来看，2019 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 8.44%和 5.80%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 33.08

亿元，同比下降 12.21%；营业利润率为 20.89%，同比增加 7.84 个百分点，主要系大宗商品贸易规模下降，高毛利率的生物制药板块收入占比提升所致。同期，投资收益为 2.88 亿元，同比下降 57.41%。受此影响，公司利润总额为 1.73 亿元，同比下降 74.22%。

4．现金流分析

2019 年，公司经营活动净现金流向好，投资活动以理财为主，在建工程规模较小，未来资本支出压力较小。

从经营活动看，2019 年，公司经营活动现金流入 156.91 亿元，同比下降 6.18%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。同期，公司经营活动现金流出同比下降 8.79%至 148.11 亿元。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 8.80 亿元，同比增长 81.06%。从收入实现质量来看，2019 年，公司现金收入比为 87.01%，同比小幅提升，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入 51.01 亿元，其中收回投资收到的现金为 48.16 亿元，主要是理财产品到期收回；取得投资收益收到的现金为 2.83 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 70.54 亿元，主要由投资支付的现金 62.81 亿元和购建固定资产、无形资产等支付的现金 7.60 亿元构成。其中，投资支付的现金主要为购买理财产品支出。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-19.53 亿元。

从筹资活动看，2019 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，2019 年公司筹资活动现金净流量为 6.87 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.78 亿元；投资活动现金净流出 0.17 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.24 亿元。

5．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尚可。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，融资渠道畅通等，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，由于流动资产规模增加，公司流动比率和速动比率均较上年底有所提升，分别为 83.30%和 62.26%；经营现金流动负债比为 8.54%，较上年底增加 3.83 个百分点；现金类资产/短期债务为 0.34 倍。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 85.62%和 64.81%；现金类资产/短期债务为 0.39 倍。考虑到公司持有的理财投资及 12.50 亿股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，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 4.13 倍，同比有所提升；全部债务/EBITDA 同比下降至 5.58 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 130.20 亿元，尚未使用额度为 87.95 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司是上市公司，具备直接融资渠道。

6．母公司财务分析

母公司无实际经营性业务，利润主要来自投资收益；承担了主要的融资职能，债务负担重，且直接融资占比较高，考虑到其持有的广发证券和中华保险股权均未质押，对母公司偿债能力形成有力支撑。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 344.01 亿元，较上年底增长 9.03%；其中流动资产占 18.49%，非流动资产占 81.51%。截至 2019 年底，母公司流动资产主要由货币资金 3.06 亿元、交易性金融资产 8.04 亿元、其他应收款 45.45 亿元和其他流动资产 7.05 亿元

构成；其他应收款主要为对下属子公司的借款，其中应收新疆宝明 40.94 亿元（2018 年底为 32.79 亿元），应收成大钢铁 4.45 亿元。非流动资产主要由长期股权投资 265.70 亿元和其他非流动资产 11.32 亿元构成；其他非流动资产主要为母公司对新疆宝明的委托贷款。

截至 2019 年底，母公司负债合计 135.22 亿元，较上年底增长 12.95%。其中，流动负债占 58.84%，占比较上年底下降 11.93 个百分点。截至 2019 年底，母公司负债主要由短期借款 33.41 亿元、一年内到期的非流动负债 14.50 亿元、其他流动负债 28.00 亿元和应付债券 50.50 亿元构成。截至 2019 年底，母公司全部债务为 131.41 亿元，其中短期债务为 75.91 亿元；母公司全部债务中直接融资占比为 70.77%。

盈利能力方面，2019 年，母公司实现营业收入 0.63 亿元，同比变化不大；期间费用 4.74 亿元（主要为财务费用 3.85 亿元），同比保持稳定；投资收益为 16.08 亿元，实现利润总额 11.99 亿元。2019 年，取得投资收益收到的现金为 4.51 亿元。

十一、 存续债券偿还能力分析

截至2020年3月底，公司存续债券余额为100.00亿元，其中一年内到期的债券合计53.00亿元（以行权计为56.00亿元）。2020年3月底，公司现金类资产是公司一年内到期债券（以行权计）余额的0.56倍。2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及EBITDA对存续债券余额的覆盖倍数分别为1.57倍、0.09倍和0.25倍。

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券（以行权计）余额的保障能力一般，经营活动现金流入量对公司存续债券余额保障能力较强。

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

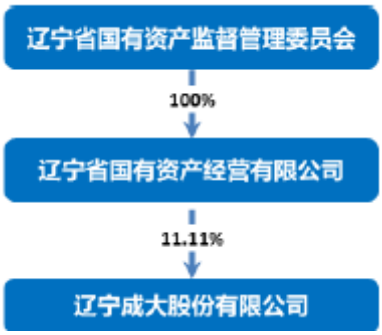
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	56.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.56
经营活动现金流入量/存续债券余额	1.57
经营活动现金流净额/存续债券余额	0.09
EBITDA/存续债券余额	0.25

注：现金类资产已剔除受限资金；现金类资产使用最新一期（2020年3月底）财务数据，经营活动现金流入量和净流量、EBITDA使用最新一年（2019年）财务数据
资料来源：根据公司年报及公开资料整理

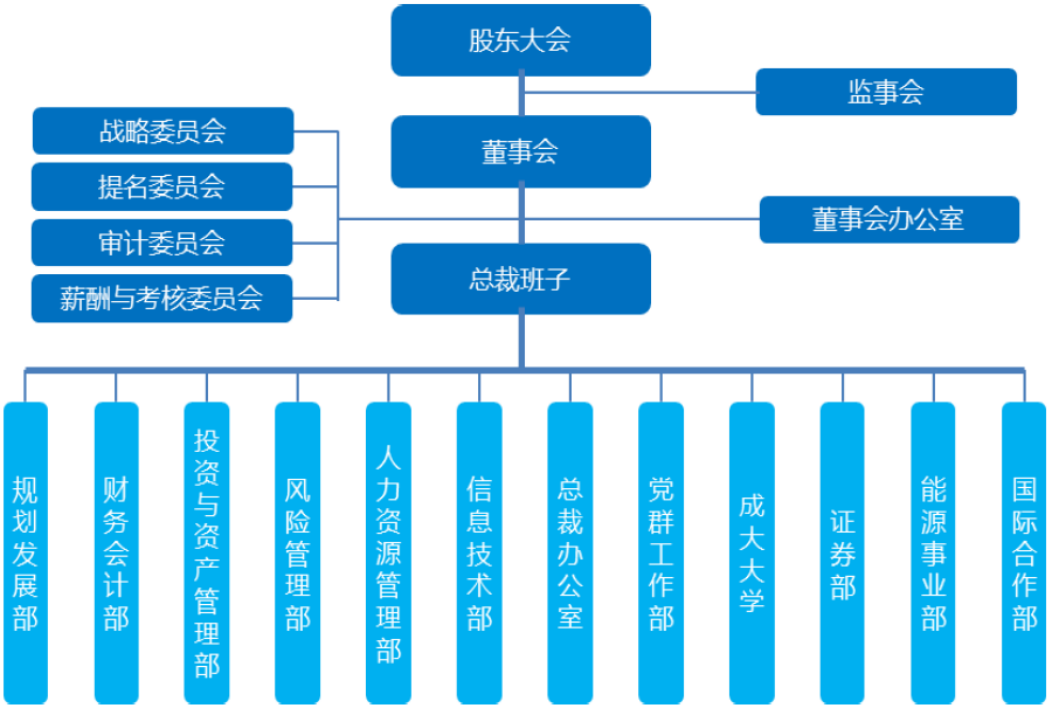
十二、 结论

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“17辽成大MTN001”“18辽成大MTN001”“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“20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 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织机构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司主要控股参股公司情况

序号	子公司全称	子公司类型	所处行业	主要产品或服务	注册资本（万元）	总资产（万元）	净资产（万元）	净利润（万元）
1	辽宁成大国际贸易有限公司	控股子公司	贸易	国内外贸易	6000.00	34595.34	9461.16	1529.53
2	辽宁成大贸易发展有限公司	控股子公司	贸易	国内外贸易	10000.00	36037.97	13650.13	496.43
3	辽宁成大钢铁贸易有限公司	全资子公司	贸易	国内外贸易	54000.00	136832.33	33761.36	7399.28
4	成大方圆医药集团有限公司	全资子公司	医药连锁	医药投资	23000.00	168656.18	60193.27	-9237.79
5	辽宁成大生物股份有限公司	控股子公司	生物制药	生物药品研发、生产	37480.00	376369.59	345295.07	71992.35
6	新疆宝明矿业有限公司	控股子公司	能源开发	矿石及矿产品购销	15696.20	561384.67	-12805.03	-43221.25
7	广发证券股份有限公司	联营企业	证券经纪	证券经纪	762108.77	39439106.31	9413659.56	811026.15
8	中华联合保险集团股份有限公司	联营企业	保险	保险	1531000.00	7555768.19	1856926.82	129240.88

资料来源：公司 2019 年年度报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.27	23.21	28.59	31.45
资产总额(亿元)	355.16	357.87	392.62	396.23
所有者权益(亿元)	213.69	216.16	229.67	230.88
短期债务(亿元)	94.34	89.72	84.29	81.36
长期债务(亿元)	25.48	35.00	55.50	60.00
全部债务(亿元)	119.82	124.72	139.79	141.36
营业收入(亿元)	139.99	192.75	177.46	33.08
利润总额(亿元)	16.21	9.99	14.86	1.73
EBITDA(亿元)	24.49	19.61	25.04	--
经营性净现金流(亿元)	0.97	4.86	8.80	-0.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.84	14.82	12.30	--
存货周转次数(次)	7.52	9.86	7.68	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.54	0.47	--
现金收入比(%)	92.02	85.27	87.01	91.39
营业利润率(%)	14.69	11.72	14.47	20.89
总资本收益率(%)	9.34	6.84	8.44	--
净资产收益率(%)	6.97	4.02	5.80	--
长期债务资本化比率(%)	10.65	13.94	19.46	20.63
全部债务资本化比率(%)	35.93	36.59	37.84	37.98
资产负债率(%)	39.83	39.60	41.50	41.73
流动比率(%)	57.93	65.97	83.30	85.62
速动比率(%)	42.57	48.84	62.26	64.81
经营现金流动负债比(%)	0.89	4.71	8.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.83	3.21	4.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	6.36	5.58	--

注：2020 年一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；2017－2019 年现金类资产包含应收款项融资中的应收票据且已扣除受限部分

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.86	8.16	11.10	10.12
资产总额(亿元)	305.92	315.52	344.01	347.09
所有者权益(亿元)	195.43	195.80	208.79	210.56
短期债务(亿元)	53.81	46.81	47.91	46.39
长期债务(亿元)	25.48	35.00	55.50	60.00
全部债务(亿元)	108.29	116.81	131.41	134.39
营业收入(亿元)	0.65	0.64	0.63	0.10
利润总额(亿元)	16.26	5.75	11.99	1.80
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-10.88	-5.76	-4.02	-3.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	594.26	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	2.17	2.02	2.41	0.19
营业利润率(%)	87.90	88.32	88.55	83.62
总资本收益率(%)	7.25	4.12	5.69	--
净资产收益率(%)	8.32	2.94	5.73	--
长期债务资本化比率(%)	11.53	15.16	21.00	22.18
全部债务资本化比率(%)	35.66	37.37	38.63	38.96
资产负债率(%)	36.12	37.94	39.31	39.34
流动比率(%)	44.54	57.21	79.96	94.62
速动比率(%)	44.54	57.21	79.96	94.62
经营现金流动负债比(%)	-12.79	-6.79	-5.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一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　同行业企业对比数据

发行人	中国中纺集团有限公司	厦门建发股份有限公司	安徽国贸集团控股有限公司	辽宁成大股份有限公司
主体信用等级	AA^+	AAA	AA^+	AA^+
企业性质	中央国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
经营数据时点	**2019 年**			
风险敞口（倍）	0.60	0.58	0.38	0.22
资产减值损失率（倍）	0.00	0.20	0.63	0.56
净营业周期（天）	108.47	162.83	39.02	51.95
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	224.17	2953.99	332.60	392.62
所有者权益（亿元）	80.86	661.04	85.71	229.67
营业收入（亿元）	262.88	3372.39	508.94	177.46
利润总额（亿元）	6.04	110.55	5.62	14.86
经营活动现金流净额（亿元）	16.96	112.15	17.19	8.80
资产负债率（%）	63.93	77.62	74.23	41.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 4　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%

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 5-1　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 5-2 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 5-3 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 5-4 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