信用评级公告

联合〔2022〕2968 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^+，“20 辽成大（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年五月十六日

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
2022 年跟踪评级报告

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
20 辽成大（疫情防控债）MTN001	AA+	稳定	AA+	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
20 辽成大（疫情防控债）MTN001	7 亿元	7 亿元	2023/03/23

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：2022 年 5 月 16 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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”）是一家集医药医疗、金融投资、供应链服务和能源开发多业并举的上市公司。跟踪期内，公司下属控股子公司辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）主营的人用狂犬病疫苗在品牌知名度及市场占有率方面保持其显著优势，成大生物 2021 年 10 月 28 日在科创板挂牌，有效提升公司本部持股质量及流动性；金融投资板块持有的股权资产价值高、收益贡献大且变现能力强，2021 年贡献的投资收益及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”）也关注到能源开发业务经营主体仍未扭亏且对母公司资金占用规模大；母公司债务结构有待优化；公司股权结构分散，实际控制人可能发生变更等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

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“20 辽成大（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 AA+，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。**公司是一家集医药医疗、金融投资、供应链服务和能源开发多业并举、协调发展的综合型上市公司，在行业前景及产业布局等方面具备优势。

2. **跟踪期内，生物制药业务在市场占有率和盈利能力方面保持其优势。**成大生物人用狂犬病疫苗产销量持续多年位居国内第一，2020 年批签发量市占率保持在 50%以上，品牌认可度高。2021 年，公司生物制药业务毛利率为 89.85%，盈利能力强。

3. **股权类资产质量好且流动性强。**截至 2022 年 3 月底，公司直接持有上市公司广发证券股份有限公司（A 股）16.40%股权；该股权期末参考市值为 219.78 亿元，未质押；2021 年贡献投资收益 19.45 亿元，对公司的现金分红为 6.15

分析师： 李明　郭察理
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

亿元，同比分别增加 2.75 亿元和 1.77 亿元。公司上述股权资产价值高、收益贡献大且变现能力强。

4. **子公司完成 IPO。**成大生物于 2021 年 10 月 28 日在科创板挂牌，募集资金净额 43.41 亿元。公司完成生物制药板块分拆上市，有助于子公司提升经营效率、拓展融资渠道，同时提升公司本部资产流动性。

关注

1. **能源业务 2021 年尚未扭亏，且对本部的资金占用量大。**公司对能源业务的资金投入规模大，截至 2021 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 59.93 亿元。2021 年，新疆宝明净利润为-1.01 亿元，尚未扭亏。

2. **公司股权结构分散，且跟踪期内股价波动幅度较大，实际控制人可能发生变更。**截至 2022 年 3 月底，公司控股股东辽宁省国有资产经营有限公司持有公司股权比例为 11.11%（已质押 44.15%），第一大股东韶关市高腾企业管理有限公司（截至 2022 年 3 月底持股 15.30%，已质押 58.92%）承诺自成大生物发行上市之日起 24 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。同时，跟踪期内公司股价波动幅度较大，整体呈下跌趋势，公司股东面临一定平仓风险，联合资信将持续关注公司股权结构变动情况。

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资金占用严重，且上述资产流动性偏弱，母公司债务结构有待优化。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.73	26.63	89.36	82.31
资产总额(亿元)	392.34	391.58	480.18	479.72
所有者权益(亿元)	229.39	250.06	314.77	319.14
短期债务(亿元)	84.29	80.12	124.79	126.90
长期债务(亿元)	55.50	42.00	25.53	18.53
全部债务(亿元)	139.79	122.12	150.32	145.43
营业收入(亿元)	177.46	169.45	183.73	35.59
利润总额(亿元)	14.64	26.99	26.34	6.53
EBITDA(亿元)	24.82	36.89	36.63	--
经营性净现金流(亿元)	8.62	7.75	3.14	2.38
营业利润率(%)	14.47	15.48	12.39	26.32
净资产收益率(%)	5.71	10.05	7.91	--
资产负债率(%)	41.53	36.14	34.45	33.47
全部债务资本化比率(%)	37.87	32.81	32.32	31.30
流动比率(%)	83.30	70.49	101.30	97.83
经营现金流动负债比（%）	8.37	8.08	2.30	--
现金短期债务比(倍)	0.36	0.33	0.72	0.65
EBITDA 利息倍数(倍)	4.09	6.23	5.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	3.31	4.10	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	344.01	366.22	403.39	397.10
所有者权益(亿元)	208.79	242.45	255.63	255.52
全部债务(亿元)	131.41	116.93	144.27	136.77
营业收入(亿元)	0.63	0.23	0.11	0.02
利润总额(亿元)	11.99	36.32	16.21	0.53
资产负债率(%)	39.31	33.80	36.63	35.66
全部债务资本化比率(%)	38.63	32.54	36.08	34.86
流动比率(%)	79.96	88.38	74.85	68.37
经营现金流动负债比(%)	-5.06	-16.49	-4.15	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 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

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	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	2021/07/27	李明 郭蕾	一般工商企业信用评级方法；一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受辽宁成大股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

辽宁成大股份有限公司
2022 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”）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2022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（质押率44.15%），公司实际控制人为辽宁省国资委。

2021年，公司经营范围较上年未发生变化。

截至2021年底，公司合并范围内拥有一级子公司10家。

截至2021年底，公司合并资产总额为480.18亿元，所有者权益合计314.77亿元（含少数股东权益34.91亿元）；2021年，公司实现营业收入183.73亿元，利润总额26.34亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额为479.72亿元，所有者权益合计319.14亿元（含少数股东权益37.17亿元）；2022年1—3月，公司实现营业收入35.59亿元，利润总额6.53亿元。

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2022年3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，并在付息日正常付息。

表1　截至2022年3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
20辽成大（疫情防控债）MTN001	7.00	7.00	2020/03/23	3年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所

[1]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2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。

从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 钢材贸易行业

2021年，国内钢材价格波动幅度较大，全年供需基本平衡。钢材贸易企业竞争较为激烈，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。

2021 年，国家产业政策发生了重大调整，对钢铁行业实行“产能产量”双控、取消钢材出口退税、并提出“碳达峰、碳中和”目标等，在这些政策的影响下，钢铁行业进入了高质量、低碳发展的新阶段。

具体到市场，2021 年，钢材价格呈现大起

大落。5 月之前，随着全球经济复苏，国际市场需求提升，加上国内疫情防控常态化，制造业、房地产业、基建投资等拉动，并在资本市场的炒作下，钢材价格一度快速上涨，创下历史新高。进入 5 月份后，政策面发力，推出措施控制基础原料等价格过快上涨，随后钢铁等大宗商品价格出现大幅回调。三季度，受全国范围的限电、限产消息提振，供给端收缩明显，钢价再度走高。四季度，在国内经济增速回落，尤其是房地产行业“雪崩”的带动下，钢铁市场价格震荡调整。具体来看，截至 2021 年底，螺纹钢指数为 4990 元/吨，较 2020 年底上涨 270 元/吨，涨幅 5.7%；热轧板卷价格为 4776 元/吨，较 2020 年底上涨 260 元/吨，涨幅为 5.8%；中厚板价格为 5040 元/吨，较 2020 年底上涨 497 元/吨，涨幅 10.9%。

钢材供给端回落。2021 年，工信部定调确保全国粗钢产量同比下降，自 6 月下旬起，各地区减产逐步开展，粗钢产量逐月回落，7 月份起粗钢产量首现同比下降。在钢铁产量压减、能耗双控、秋冬季大气污染防治、错峰生产以及冬奥会管控等政策措施联动约束下，2021 年粗钢压减任务目标实现。2021 年，中国粗钢产量为 103279 亿吨，同比下降 3%，全年粗钢产量比 2020 年减少约 3300 万吨，也是国内粗钢产量继 2015 年以来第二次负增长。

钢材需求整体平稳，对经济复苏有较强的支撑作用。2021 年度，国际大宗商品价格大幅上涨，国内基建、房地产、制造业投资增速出现波动，汽车行业一度面临“缺芯”问题被迫降低产量，自然灾害也导致部分地区建筑施工在一定时期内出现停滞，这些因素共同导致下游需求增速有所放缓。

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，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。

狂犬病疫苗属于非免疫规划疫苗，根据 Frost&Sullivan 的数据和预测，2018 年，全球人用狂犬病疫苗市场规模为 93.1 亿元。其中国内的人用狂犬病疫苗市场规模最高，销售额为 28.4 亿元，占比为 30.5%，预计 2018 年至 2023 年的年复合增长率为 8.4%，2023 年国内人用狂犬病疫苗的市场规模将达到 42.5 亿元。

在全球人用狂犬病疫苗市场中，按 2019 年销量计算，成大生物以 3190 万支的销量占据最大的市场份额，占总市场的 15.50%，已超过赛诺菲等国外疫苗生产商。

目前，国内的狂犬病疫苗主要为 Vero 细胞疫苗、地鼠肾细胞疫苗和人二倍体细胞疫苗。Vero 细胞是目前狂犬疫苗的主流细胞系，根据 Frost&Sullivan 的数据，按 2018 年的销售收入计，Vero 细胞人用狂犬病疫苗是狂犬病疫苗市场的主导者，占据 75%的市场份额。

在国内人用狂犬病疫苗市场中，2018 年和 2019 年，人用狂犬病疫苗的批签发数量均在 1300 万人份左右，很难满足国内人用狂犬病疫苗的有效需求，部分地区出现人用狂犬病疫苗供应紧张的态势。2020 年国内人用狂犬病疫苗

的批签发量达到 1753.79 万人份，同比增加 27.66%，有效缓解了国内人用狂犬病疫苗供应紧张的局面。

图 1　2018 年以来我国人用狂犬病疫苗的批签发量情况（按人份计）



注：1. 数据来源为中国食品药品检定研究院。2021 年 4 月以后，中检院不再对外披露批签发具体数量数据；2. 成大生物产品的注射程序分为四针程序和五针程序，上表按成大生物不同注射程序的实际使用量换算为万人份数。其他公司亦按照注射程序换算为万人份数

资料来源：成大生物 2020 年年度报告

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 2022 年 3 月底，辽宁国资持有公司 11.11%的股权（质押率 44.15%），韶关高腾持有公司 15.30%股权（质押率 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。公司控股股东仍为辽宁国资，实际控制人为辽宁省国资委。同时，跟踪期内公司股价波动幅度较大，整体呈下跌趋势，公司股东面临一定平仓风险，联合资信将持续关注公司股权结构变动情况。

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，持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）资产价值高，收益贡献稳定；成大生物是全球销量最大的人用狂犬病疫苗生产企业，行业地位显著。

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，公司系广发证券大股东之一，截至 2022 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 219.78 亿元。2019－2021 年，广发证券分别贡献投资收益 12.38 亿元、16.70 亿元和 19.45 亿元，对公司的现金分红分别为 2.50 亿元、4.38 亿元和 6.15 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，2021 年 10 月 28 日在科创板上市（证券代码：688739.SH），本次发行新股后，公司持股比例为 54.67%（未质押，限售期 36 个月，截至 2022 年 3 月底期末参考市值为 135.82 亿元）。2018－2019 年，成大生物的人用狂犬病疫苗产品销量连续两年位列全球第一名。成大生物核心产品包括人用狂犬病疫苗及乙脑灭活疫苗，其中人用狂犬病疫苗为目前中国唯一在售的可采用 Zagreb 2-1-1 注射法的狂犬病疫苗，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	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额	37.36	44.78	97.93
所有者权益	34.25	41.18	93.52

营业收入	16.77	19.96	20.88
净利润	6.98	9.18	8.92
现金分红	2.25	2.25	--

注：2021年拟合计分红4.16亿元，尚未实际派发
资料来源：《辽宁成大生物股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》和Wind

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：2102010000049035），截至2022年4月15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（均为2003年发生）主要系银行系统错误所致，公司已出具相关说明。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年5月10日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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。

跟踪期内，公司进行了董事会和监事会的换届选举，另外，公司分别有一位独立董事和一位董事辞职。

新任董事情况如下：

张善伟先生，1980 年 4 月生，管理学硕士。曾任中国证监会深圳监管局稽查二处干部、信息调研处主任科员、机构监管二处副处长、前海监管办副主任、办公室（党委办公室）副主任；长城证券股份有限公司投行事业部副总经理（一级部门正职级）兼投行党支部书记、董事总经理、公司投行执委会委员；深圳金雅福控股集团有限公司副总裁。现任公司董事、副总裁。

赵鹏飞先生，1983 年 9 月生，研究生学历，国际金融硕士，特许公认会计师（FCCA），经济师，具有上市公司董事会秘书和独立董事资格。曾任沈阳绿色环保产业集团有限公司副总经理，沈阳市城市建设投资集团有限公司高级经理，东软集团股份有限公司管理干部等。现任辽宁控股（集团）有限责任公司企业运营管理部总经理及公司董事。

冯科先生，1971 年 7 月生，北京大学经济学院理论经济学博士，北京大学光华管理学院应用经济学博士后。曾任北京大学软件与微电子学院副教授、经济学院副教授，中国长城科技集团股份有限公司独立董事，广东省高速公路发展股份有限公司独立董事，天地源股份有限公司独立董事，深圳市宇顺电子股份有限公司独立董事，广州证券有限责任公司独立董事，财富证券有限责任公司独立董事。现任北京大学经济学院教授，国家互联网金融安全技术委员会委员，北大资产经营有限公司董事，天津广宇发展股份有限公司独立董事及公司独立董事。

刘继虎先生，1962 年 10 月生，法学博士、教授、执业律师。现任中南大学法学院教授、博士生导师，曾任中南大学法学院常务副院长，兼任中国财税法学研究会常务理事，中国经济法学研究会理事，湖南省财税法学研究会会长，湖南省普法讲师团成员。现任公司独立董事。

余鹏翼先生，1971 年 11 月生，博士。曾任广东外语外贸大学科研处副处长、审计处处长。现任广东外语外贸大学会计学院审计系教授、会计学院院长、博士生导师，广东顺威精密塑料股份有限公司独立董事，博济医药科技股份有限公司独立董事及公司独立董事。

新任高管包括张善伟和董事会秘书李珩。

李珩先生，1976 年 3 月生，研究生学历，硕士学位。曾任公司投资发展部、综合投资部部长、规划发展部总经理，新疆宝明副总经理。现任公司董事长秘书、成大沿海产业（大连）基金管理有限公司合伙人。

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、重大事项

成大生物首次公开发行人民币普通股（A股）股票并在科创板上市

2021 年 9 月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可〔2021〕3019 号文同意注册，辽宁成大完成其控股子公司成大生物的分拆上市，成大生物登录上交所科创板（证券代码为 688739.SH）并完成首次公开发行股票募集资金。

成大生物本次发行股票数量为 4165 万股，占发行后总股本的 10.00%，全部为公开发行新股，成大生物股东不进行公开发售股份。本次公开发行后成大生物总股本为 41645 万股。每股发行价格为 110.00 元，发行市盈率为 54.24 倍。本次发行募集资金总额为 45.82 亿元，募集资金净额为 43.41 亿元。

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：《辽宁成大生物股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》

本次发行前，公司对成大生物的持股比例为 60.74%，发行后，公司持股比例为 54.67%。

通过本次分拆上市，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。

九、经营分析

1. 经营概况

2021 年，商品流通板块收入规模扩大但毛利率同比下降，带动公司营业收入同比增长，综合毛利率同比有所下滑。

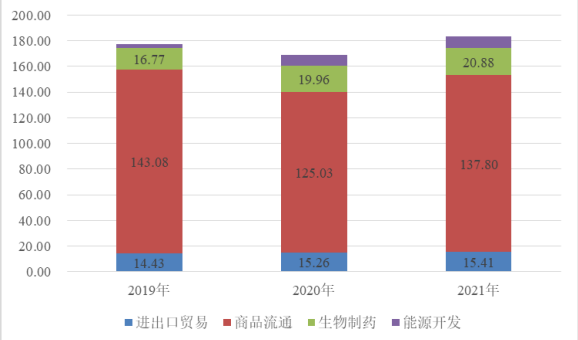
2021 年，公司主营业务仍为生物制药、商品流通、进出口贸易和能源开发。此外，公司仍通过参股方式重点投资广发证券和中华联合保险集团股份有限公司（以下简称“中华保险”）。

2021年，公司营业收入规模同比增长8.43%。其中，商品流通业务作为公司的主要收入来源，在电煤业务规模增长的带动下收入同比增长10.21%。其他主要业务板块收入同比均有小幅增长。

毛利率方面，2021年，毛利率较高的防疫物资出口规模同比减少，进出口贸易板块毛利率同比减少9.35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3.77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，2021年油价上涨，能源开发业务毛利率快速提升。

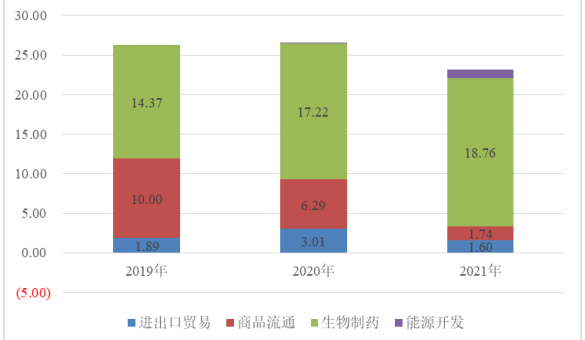
2022年1－3月，受钢铁、煤炭贸易及狂犬疫苗收入规模下降影响，公司营业收入同比下降10.38%；受益于进出口贸易开展的防疫物资出口业务毛利率较高，综合毛利率同比增加11.53个百分点。

图 2　2019－2021 年营业收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图 3　2019－2021 年毛利润构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

表 5　2019－2021 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
进出口贸易	14.43	8.13	13.10	15.26	9.00	19.72	15.41	8.39	10.37
商品流通	143.08	80.63	6.99	125.03	73.79	5.03	137.80	75.00	1.26
生物制药	16.77	9.45	85.69	19.96	11.78	86.25	20.88	11.37	89.85
能源开发	2.89	1.63	-2.67	8.73	5.15	0.52	9.41	5.12	11.04
其他	0.28	0.16	77.69	0.48	0.28	75.14	0.23	0.12	66.40
合计	**177.46**	**100.00**	**14.88**	**169.45**	**100.00**	**15.89**	**183.73**	**100.00**	**12.68**

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）

子公司名称	持股比例（%）	是否上市	是否发债	截至 2021 年底		2021 年		资产负债率（%）
				资产总额	负债	营业收入	净利润	
主要控股子公司								
成大生物	54.67	是	否	97.93	4.41	20.88	8.92	4.50
成大国际	51.00	否	否	4.71	3.62	12.60	0.26	76.86
成大贸易	100.00	否	否	8.27	5.81	35.07	0.12	70.25
成大钢铁	100.00	否	否	17.41	10.67	105.55	0.68	61.29
新疆宝明	60.50	否	否	45.24	65.63	9.50	-1.01	145.07
公司合并口径	**--**	**是**	**是**	**480.18**	**165.41**	**183.73**	**24.89**	**34.45**
主要参股公司								
广发证券	17.94	是	是	5358.55	4250.54	342.50	120.55	79.32
中华保险	19.60	否	否	904.72	704.94	565.50	4.75	77.92

资料来源：公司提供

2.　生物制药

成大生物人用狂犬病疫苗市场占有率高，盈利能力强。2021年以来，随着行业内人用狂犬病疫苗生产企业产能的提升，国内人用狂犬病疫苗的供应紧张情况有所缓解，加之疫情影响下国内外市场需求下降，市场供需趋于平衡，成大生物收入增速放缓，2022年一季度收入同比下降。

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。2021年，随着市场供需趋于平衡，公司生物制药板块收入增速有所放缓，同比增长4.63%；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，成大生物人用狂犬病疫苗获得批签发的批次为458批，批签发数量为1034.79万人份，同比增长13.44%，在国内的市场占有率连续多年排名第一。2022年1－3月，公司生物医药板块实现收入3.66亿元，同比下降38.46%，主要系受疫情影响，国内外市场需求下降，以及国内人用狂犬病疫苗竞争加剧所致。

（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，采用以自主研发为主导，合作研发为辅助的研发模式，并持续增强自主研发团队的综合实力，拥有一支 170 名专业技术人员组成的自有研发团。2021 年，成大生物研发投入为 3.11 亿元，研发投入金额及占营业收入的比例在同行业中处于较高水平。

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2021年底，成大生物拥有13个主要在研项目，其中四价鸡胚流感病毒裂解疫苗和人用狂犬疫苗四针法已进入III期临床试验。

（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。成大生物原材料采购主要采取“集中采购”模式。2021 年，成大生物的生物制药业务材料成本为 0.90 亿元，同比下降 28.14%。前五大供应商采购金额占比为 59.05%，集中度同比有所提升。

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。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。

2021年，成大生物人用狂犬病疫苗的产量和销售量同比分别下降10.24%和14.59%，主要是其他人用狂犬病疫苗生产企业产能的提升，国内人用狂犬病疫苗的供应紧张情况有所缓解，市场供需趋于平衡，加之人用狂犬病疫苗出口受国际新冠疫情的影响较大综合所致。成大生物境外销售收入占比约为10%，2021年受产品主要出口的国家由于疫情防控和新冠疫苗接种等原因，在人用狂犬病疫苗的采购和接种方面放缓了进度，出口销售出现一定下降。同时，乙脑疫苗的推广和接种受疫情影响较大，成大生物调整疫苗生产计划，优先保障人用狂犬病疫苗的生产供应，并对人用乙脑灭活疫苗车间进行系统升级，2021年成大生物乙脑疫苗产销量同比分别下滑64.75%和98.23%。

表 7　公司主要疫苗产销情况

产品		2019 年	2020 年	2021 年
狂犬疫苗	产量	931.73 万人份	1076.13 万人份	3863.70 万支
	销量	797.79 万人份	901.15 万人份	3231.38 万支
	收入（亿元）	15.67	19.24	20.87
乙脑疫苗	产量（万支）	295.64	171.94	60.60
	销量（万支）	123.07	53.70	0.95
	收入（亿元）	0.86	0.32	0.01

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

成大生物境内销售全部采用直销模式。按照有关法律规定，疫苗企业向中国境内各区县级疾控中心销售非免疫规划疫苗前必须在相关省级公共资源交易平台的公开招标程序中中标，从而获得进入该省市场的资格。进入省级市场后，由各区县级疾控中心在中标名单中遴选并与疫苗企业签订合同，区县级疾控中心的结算周期一般为 3～6 个月。境外方面，成大生物通过专业的国际经销商进行境外销售，由国际经销商直接支付产品价款，再由国际经销商销售至终端客户。成大生物与国际经销商的业务关系保持长期稳定，与主要国际经销商的合作时间在 5 年以上，多数经销商采取信用证方式结算。2021 年，公司人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）中标价格区间为 75 元/支～120 元/支；人用乙脑灭活疫苗（Vero 细胞）的中标价格区间为 112 元/支～136 元/支。2021 年，成大生物前五大客户收入占比为 9.10%，集中度较低。销售均价方面，2019－2021 年，狂犬疫苗销售均价持续增长。

3. 商品流通

2021 年，钢铁、电煤和粮食等品种业务规模扩大带动公司商品流通业务规模同比增长。

公司商品流通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、粮油等。

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，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，为钢铁企业提供原料的同时销售产成品。公司钢贸以控货业务为主，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。对下游客户一般收取 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。

煤炭：公司煤炭业务贸易模式为以销定采，以中国华能集团有限公司、中国华电集团有限公司等电力企业为依托，介入其采购及销售渠道，集中资金优势，降低煤炭采购成本，衔接其销售网络，为整个价值链提供增值服务。公司煤炭业务的供应商以民营煤炭生产企业为主，结算方式主要为现金及少量银行承兑汇票，结算账期为 2 个月。

2021 年，公司钢铁业务应对市场形势变化，着力向钢材消费重点区域拓展，经营规模同比扩大。电煤业务把握煤炭供需紧张、价格上涨的市场行情，销售规模实现大幅增长。公司大力培育粮食业务，拓展上下游渠道，营业收入显著提升。公司粮油业务主要品种为玉米，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。

2022年1－3月，受冬奥会环保要求及地区疫情因素影响，煤炭发运量同比下降，钢铁原料运输受限且价格波动较大，公司阶段性降低了钢铁原料的采购规模，钢铁产品和煤炭贸易收入同比分别下降37.66%和61.97%；受益于粮油业务规模扩大，粮油贸易业务收入同比增长98.10%；综合作用下，商品流通业务收入同比下降30.59%。

表 8　公司内贸业务情况（单位：万元）

分品种	销售收入		
	2019 年	2020 年	2021 年
钢铁产品	983236.90	987710.93	1055499.37
煤炭	122575.08	74855.00	253974.91
粮油	--	4030.07	58359.73
纺织品	28438.00	10376.32	8994.53
中药材	632.11	746.01	798.14
水产	2153.13	1002.19	327.27
其他	2831.26	4772.08	--
合计	**1139866.48**	**1083492.61**	**1377953.95**

资料来源：公司提供

表 9　2021 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	占比（占内贸总采购额，%）	商品名称
内蒙古亿汇德煤炭物流有限公司	19.43	13.85	煤炭
吉林鑫达钢铁有限公司[2]	19.27	13.73	线材、钢坯、型钢
河北鑫达钢铁集团有限公司	15.91	11.34	螺纹、钢坯、带钢、型钢
江西鑫润航达供应链管理有限公司	11.32	8.07	螺纹、钢坯、带钢、型钢
本溪北营钢铁（集团）股份有限公司	4.93	3.52	螺纹
合计	**70.86**	**50.50**	--

资料来源：公司提供

表 10　2021 年国内贸易业务前五名客户

（单位：亿元）

客户名称	销售金额	占比（%）	商品名称
山西平朔河港物流发展有限公司	19.61	14.23	煤炭
河北鑫达钢铁集团有限公司	18.88	13.71	矿砂、焦炭、地矿、生铁
辽宁瀚达钢铁贸易有限公司	5.30	3.85	螺纹、线材、盘螺
唐山市双盈工贸有限公司	4.57	3.31	焦煤
潍坊鼎盛钢铁有限公司	4.25	3.08	线材、螺纹
合计	**52.61**	**38.18**	--

资料来源：公司提供

1.　进出口贸易

2021 年进出口贸易总体规模同比保持稳定，2022 年一季度在防疫物资出口带动下，进出口贸易收入同比增长 2.33 倍。

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、化工产品和中药材等产品，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。公司在纺织品大类贸易业务领域，全部为自营的业务方式，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。新冠疫情以来，成大国际积极拓展防疫物资出口业务，主要面向日本、欧洲市场。

2021年，纺织品大类商品贸易规模同比小幅下降8.33%。2022年1－3月，公司实现防疫物资贸易收入7.43亿元，带动公司进出口贸易规模同比增长2.33倍。

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		
	2019 年	2020 年	2021 年
纺织品大类	95783.22	127486.02	116868.44
防疫物资	--	--	--
化工产品	1853.40	746.51	--
粮油产品	--	--	12056.95
水产品	43775.66	20858.44	21902.13
中药材	2919.74	3469.76	3252.83
钢材	5.17	--	--
合计	**144337.19**	**152560.72**	**154080.35**

资料来源：公司提供

[2]吉林鑫达钢铁有限公司（以下简称“吉林鑫达”）和河北鑫达钢铁集团有限公司（以下简称“河北鑫达”）为同一实际控制人控制且均存在行政处罚及失信记录。河北鑫达 2019 年曾被国家公共信用信息中心列为联合惩戒失信企业，吉林鑫达 2017 年曾被唐山市中级人民法院列为失信被执行人。

2. 能源开发

2021 年，随着油价回升，新疆宝明盈利能力有所改善，同比减亏。

新疆宝明成立于 2005 年 6 月，注册资本为 1.55 亿元，公司于 2010 年投资 1.50 亿元增资入股新疆宝明，持有其 60.50%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 13.97%的股权，陕西宝明矿业有限责任公司持有新疆宝明 25.53%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吴家湾等油页岩矿探矿权。

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和吴家湾等油页岩露天矿区，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，截至2020年底已全部转固。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民营加工企业，加工企业将页岩油深加工并在当地进行销售，结算账期约为3个月左右。定价基础参考页岩油抚矿招标价。新疆宝明石长沟项目页岩油设计产能为60万吨/年。

表 12　2021 年页岩油产销情况

项目	2021 年	同比变化（%）
生产量（万吨）	27.99	-20.05
销售量（万吨）	30.22	-28.02
库存量（万吨）	7.17	-24.45
收入（亿元）	9.50	7.42
净利润（亿元）	-1.01	94.20

资料来源：公司提供

2020年，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年新疆宝明页岩油产销量同比均有所下降，主要系：①2021年前三季度，页岩油销售价格仍处于较低水平，为控制亏损，新疆宝明平衡生产安排，降低产量；②2021年中突发疫情及年初新疆宝明调整更换采矿队伍，阶段性影响了供矿能力；③采矿进入破碎带，矿体破碎率超出预期，现阶段块精矿（经过洗选的大粒径油页岩矿石）相对减少。同时，由于2021年页岩油销售价格大幅提升，销售毛利增加，以及油价回升带来的相关存货跌价准备转回，新疆宝明销售收入同比增长7.42%，剔除上年计提大额资产减值准备因素，净利润同比减亏89.75%。

3. 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，2021 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。

（1）广发证券

公司于 1999 年 4 月参股广发证券。截至 2021 年底，广发证券无控股股东和实际控制人，公司及其一致行动人持有广发证券 A 股和 H 股占广发证券总股本的比例为 17.94%，其中公司

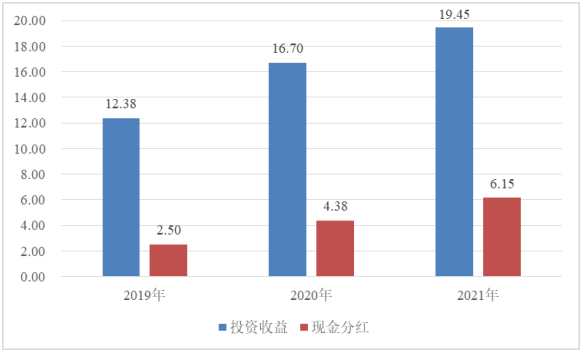
持有广发证券 H 股 115300000 股，并通过成大钢铁的全资子公司成大钢铁香港有限公司持有广发证券 H 股 1473600 股，合计 H 股 116773600 股，占广发证券总股本的 1.53%。截至 2022 年 3 月底，公司持有广发证券境内上市内资股（A 股）股份 12.50 亿股，占其总股本的 16.40%（未质押，期末参考市值为 219.78 亿元）。

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，2015 年 4 月 10 日在香港联交所主板挂牌上市。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。

2021年广发证券被分类评价为A类AA级证券公司，各项业务均有序开展，当期实现营业收入342.50亿元，同比增长17.48%；归属于上市公司股东的净利润为108.54亿元，同比增长8.13%。

图 4　2019－2021 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。

2021年，中华保险实现营业收入565.50亿元，同比增长3.37%，净利润4.75亿元，同比下降64.12%。2021年，中华保险对公司贡献的投资收益为0.84亿元，现金分红0.15亿元。

4. 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，促进金融板块对产业的支持，提升金融投资的价值。

在“十四五”战略规划期，成大生物继续专注于疫苗行业，以本次发行上市为契机，通过募集资金投资项目的建设，进一步优化生产工艺并提升生产能力，巩固核心产品的市场竞争优势。同时，成大生物将加快推进在研项目的研发进程，重点发展创新疫苗和多联多价疫苗，丰富和优化产品管线。远期成大生物将以人用疫苗为着力点，聚焦于有较强市场竞争力的生物制品，逐步延伸至细胞与基因治疗和诊断试剂等领域，形成生物医药产业群。

供应链服务（商品流通业务）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，优化业务模式，提升经营效率，稳健提升规模与效益，实现有质量的增长。

能源开发方面，公司将继续以“提高产量、

降低成本”为基本目标，积极应对矿量供应等困难，以及新冠疫情等影响，进一步优化生产布局、提高生产效率。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年财务报告，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2022年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2021年，公司合并范围新设2家3级子公司，注销1家3级子公司。2022年一季度，公司注销一家成大钢铁下属子公司。由于成大方圆医药连锁投资有限公司（以下简称“成大方圆”）于2020年8月出表，对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2021 年底，公司合并资产总额为 480.18 亿元，所有者权益合计 314.77 亿元（含少数股东权益 34.91 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 183.73 亿元，利润总额 26.34 亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额为479.72亿元，所有者权益合计319.14亿元（含少数股东权益37.17亿元）；2022年1－3月，公司实现营业收入35.59亿元，利润总额6.53亿元。

2. 资产质量

公司资产中，以股权类资产为主的非流动资产占比高，但所持广发证券股权变现能力强且未质押，流动资产中现金类资产占比较高，综合来看，公司整体资产流动性及资产质量好。截至2021年底，公司合并资产总额为480.18亿元，较上年底增长22.63%，主要系当期生物制药科创版上市，融入资金大幅增加以及按权益法核算的长期股权投资账面价值增加所致。其中，流动资产占28.75%，非流动资产占71.25%。公司资产以非流动资产为主，流动资产占比较上年底上升较快。

表 13　2019－2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

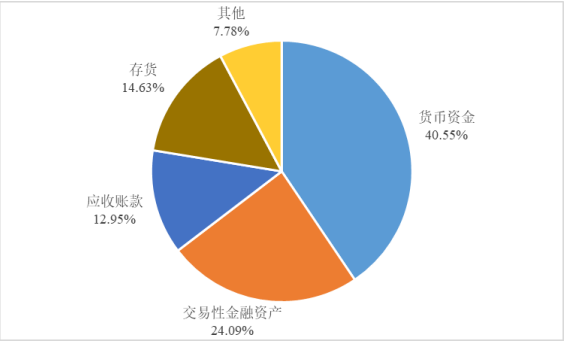
科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**85.80**	**21.87**	**67.64**	**17.28**	**138.03**	**28.75**	**135.43**	**28.23**
货币资金	21.34	24.87	21.24	31.40	55.97	40.55	45.68	33.73
交易性金融资产	8.86	10.32	5.09	7.53	33.25	24.09	36.53	26.97
应收账款	13.79	16.07	13.81	20.42	17.87	12.95	17.86	13.19
存货	21.67	25.26	13.11	19.38	20.20	14.63	21.75	16.06
非流动资产	**306.54**	**78.13**	**323.93**	**82.72**	**342.14**	**71.25**	**344.29**	**71.77**
长期股权投资	242.37	79.07	270.74	83.58	287.06	83.90	288.16	83.70
固定资产（合计）	39.79	12.98	36.42	11.24	35.07	10.25	34.29	9.96
资产总额	**392.34**	**100.00**	**391.58**	**100.00**	**480.18**	**100.00**	**479.72**	**100.00**

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，流动资产合计 138.03 亿元，较上年底增长 104.06%，主要系货币资金和交易性金融资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 40.55%）、交易性金融资产（占 24.09%）、应收账款（占 12.95%）和存货（占 14.63%）构成。

图 5　截至 2021 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 2021 年底，公司货币资金为 55.97 亿元，较上年底增长 163.48%，主要系成大生物上市股权融资资金增加及公司备付资金增加所致。货币资金中有 1.35 亿元受限资金，受限比例为 2.41%，主要为银行承兑汇票保证金和不允许提前支取或赎回的大额存单。

截至 2021 年底，公司交易性金融资产为 33.25 亿元，较上年底增长 552.78%，主要系以公允价值计量的委托理财投资增加所致。

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 2021 年底，公司应收账款账面价值为 17.87 亿元，较上年底增长 29.37%，主要系成大生物疫苗业务受疫情影响回款账期延长所致。从账龄看，1 年以内的占 94.46%，占比较上年底有所提高。截至 2021 年底，公司累计计提坏账准备 1.33 亿元。按组合计提坏账准备的占 96.79%，其中，应收其他客户占 87.54%。

表 14　截至 2021 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	3.41	17.76	0.10
新疆美汇特石化产品有限公司	2.16	11.24	0.06
成大生物客户 1	0.41	2.12	0.01
河北省卫防生物制品供应中心	0.35	1.83	0.35
上海览尚服饰有限公司	0.30	1.57	0.01
合计	**6.63**	**34.52**	**0.54**

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司存货为 20.20 亿元，较上年底增长 54.08%，主要系能源板块存货价值回升及大宗商品贸易备货增加所致。从构成看，库存商品占 41.98%、半成品占 32.35%。公司库存商品主要为疫苗产品及页岩油。截至 2021 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.08 亿元，本期转回或转销 2.99 亿元。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产合计 342.14 亿元，较上年底增长 5.62%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 83.90%）和固定资产（合计）（占 10.25%）构成。

截至 2021 年底，公司长期股权投资为 287.06 亿元，较上年底增长 6.03%，主要系广发证券确认投资收益所致。截至 2021 年底，广发证券和中华保险的期末余额分别为 189.48 亿元和 94.60 亿元，占比分别为 66.01%和 32.95%。公司持有的广发证券和中华保险的股权均未质押。

截至 2021 年底，公司固定资产（合计）为 35.07 亿元，较上年底下降 3.72%。从构成看，房屋及建筑物占 58.03%，机器设备占 39.39%。公司累计计提折旧 19.92 亿元，其中本期增加 3.23 亿元。

截至 2021 年底，公司受限资产合计 2.40 亿元。其中，公司以现有办公楼-成大大厦作为抵押物（期末账面价值为 1.05 亿元），为公司在中国银行大连市分行取得的人民币 12 亿元的综合授信额度提供抵押担保。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额为 479.72 亿元，规模及构成均较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，随着利润积累及成大生物上市，公司所有者权益快速增长，但未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益合计 314.77 亿元，较上年底增长 25.88%，主要系成大生物上市带动资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.91%，少数股东权益占比为 11.09%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 4.86%、26.62%、0.86%和 53.95%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计 319.14 亿元，较上年底变化不大。

（2）负债

截至 2021 年底，公司负债以流动负债为主；

有息债务规模增长；受益于权益规模的快速增长，杠杆率有所下降，整体债务负担尚可，但短期债务占比高且有所上升，债务刚性较强，债务结构亟待调整。

截至 2021 年底，公司负债总额为 165.41 亿元，较上年底增长 16.88%，主要系债权融资规模有所增加所致。其中，流动负债占 82.38%，非流动负债占 17.62%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2021 年底，公司流动负债合计 136.27 亿元，较上年底增长 41.99%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 43.14%）、一年内到期的非流动负债（占 27.18%）和其他流动负债（占 19.42%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 58.78 亿元，较上年底增长 108.44%，主要系公司本期银行借款增加所致。其中，信用借款占 74.30%，抵押借款占 20.44%，保证借款占 5.26%。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债为 37.04 亿元，较上年底增长 105.78%，主要为一年内到期的应付债券 36.97 亿元。

截至 2021 年底，公司其他流动负债为 26.46 亿元，较上年底下降 21.93%，其中包括短期融资券 5.25 亿元、超短期融资券 5.06 亿元及债权融资计划 16.02 亿元。

截至 2021 年底，公司非流动负债合计 29.14 亿元，较上年底下降 36.02%，主要系一年内到期的应付债券重分类所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 7.72%）和应付债券（占 78.68%）构成。

截至2021年底，公司新增长期借款为2.25亿元，全部为信用借款，利率为4.65%。

截至2021年底，公司应付债券22.93亿元，较上年底下降45.41%。

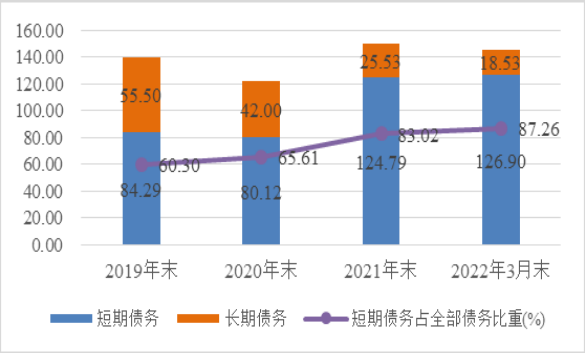
表 15　截至 2021 年底应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	发行金额
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
21 成大 01	2021/4/28	三年	16.00
合计	--	--	**58.00**

注：表内债券包括计入一年内到期的非流动负债的部分
资料来源：公司审计报告

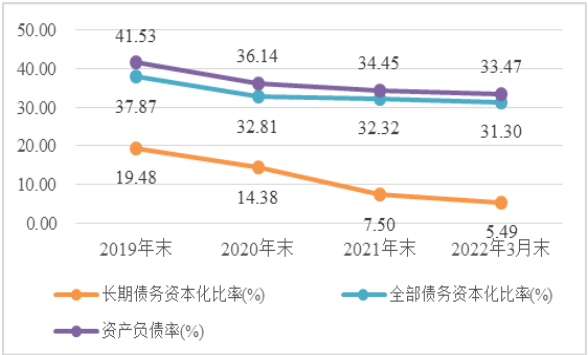
截至 2022 年 3 月底，公司负债总额为 160.58 亿元，较上年底下降 2.92%。其中，流动负债占 86.21%，非流动负债占 13.79%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

图 6　2019－2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 7　2019－2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 150.32 亿元，较上年底增长 23.08%。债务结构方面，短期债务占 83.02%，长期债务占 16.98%，以短期债务为主，其中，短期债务 124.79 亿元，较上年底增长 55.74%；长期债务 25.53 亿元，较上年底下降 39.22%。从债务指标来看，随着资本实力的提升，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有所下降，截至 2021 年底分别为 34.45%、32.32%和 7.50%，较上年底分别下降 1.69 个百分点、下降 0.49 个百分点和下降 6.88 个百分点。公司债务负担较轻。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务为 145.43 亿元，较上年底下降 3.25%。债务结构方面，短期债务占 87.26%。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，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分别为 33.47%、31.30%和 5.49%，较上年底分别下降 0.97 个百分点、下降 1.02 个百分点和下降 2.01 个百分点。

从债务期限分布看，截至2022年3月底，2022年4－12月有息债务较为集中，存在一定偿付压力。

表 16　截至 2022 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年 4－12 月	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	83.05	38.68	18.25	--	**139.98**
占比（%）	59.33	27.63	13.04	--	**100.00**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

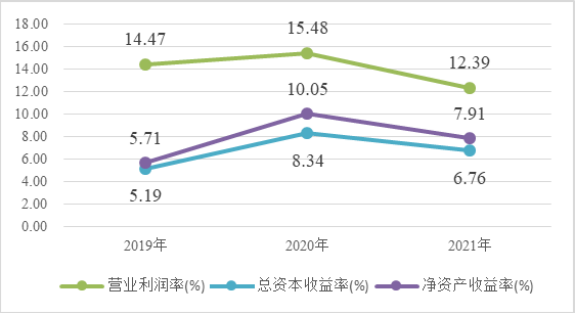
2021年，公司营业收入同比增长；毛利润主要来自成大生物，期间费用对毛利润的侵蚀较大，广发证券贡献的投资收益对利润总额形成有效支撑且可持续性强。整体看，公司盈利水平较好。

2021年，公司实现营业收入183.73亿元，同比增长8.43%，主要系商品流通板块规模增加所致；营业利润率为12.39%，同比下降3.09个百分点，主要系毛利率较高的防疫物资出口规模同比减少及公司退出医药流通业务所致。

从期间费用看，2021年，公司费用总额为19.02亿元，同比下降15.64%，主要系2020年度包含子公司成大方圆1－7月销售费用所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为29.26%、25.20%、12.50%和33.04%。公司费用对利润侵蚀较大。

非经常性损益方面，2021年，公司投资收益为20.83亿元，同比下降34.71%，主要系2020年投资收益包含处置成大方圆股权产生的投资收益12.18亿元。2021年，投资收益占营业利润比重为79.00%，对营业利润影响较大。

图 8　2019－2021 年公司盈利指标



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.76%和7.91%，同比分别下降1.58个百分点、下降2.14个百分点。公司各盈利指标表现良好。

2022年1－3月，公司实现营业收入35.59亿元，同比下降10.38%，主要系商品流通业务及成大生物收入规模同比下降所致；营业利润率为26.32%，同比增长11.40个百分点。

5. 现金流

2021 年，受销售规模波动及成大生物回款账期延长等因素影响，公司经营现金净流入量有所下滑。投资活动以成大生物购建生产设施及公司理财为主，经营活动净现金流无法满足投资支出，存在一定的对外融资需求。

表 17　公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	156.91	147.05	181.70	38.87
经营活动现金流出小计	148.28	139.30	178.56	36.49
经营现金流量净额	**8.62**	**7.75**	**3.14**	**2.38**
投资活动现金流入小计	51.01	102.79	38.55	9.21
投资活动现金流出小计	70.36	86.60	64.20	14.84
投资活动现金流量净额	**-19.35**	**16.19**	**-25.65**	**-5.64**
筹资活动前现金流量净额	**-10.73**	**23.94**	**-22.51**	**-3.25**
筹资活动现金流入小计	115.17	69.32	167.60	42.85
筹资活动现金流出小计	108.30	91.25	111.53	50.23
筹资活动现金流量净额	**6.87**	**-21.93**	**56.06**	**-7.39**
现金收入比（%）	87.01	85.56	97.54	108.05

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入 181.70 亿元，同比增长 23.56%，主要系商品流通板块收入规模增加所致；经营活动现金流出 178.56 亿元，同比增长 28.19%。2021 年，公司经营活动现金净流入 3.14 亿元，同比下降 59.52%，主要系成大生物回款账期延长所致。2021 年，公司现金收入比为 97.54%，同比提高 11.99 个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入 38.55 亿元，同比下降 62.50%；投资活动现金流出 64.20 亿元，同比下降 25.86%，主要系理财投资变动所致。2021 年，公司投资活动现金净流出 25.65 亿元，同比净流入转为净流出，主要系 2020 年成大方圆出表实现资金流入所致。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额为-22.51 亿元，同比下降 194.03%，仍存在一定对外融资需求。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入 167.60 亿元，同比增长 141.76%，其中，吸收投资收到的现金 43.71 亿元系成大生物上市募集资金；筹资活动现金流出 111.53 亿元，同比增长 22.23%。2021 年，公司筹资活动现金净流入 56.06 亿元，同比净流出转为净流入。

2022 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.38 亿元、-5.64 亿元和-7.39 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现良好。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，且具备直接融资渠道等，均为偿债能力提供有力支撑。

表 18　公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	83.30	70.49	101.30
	速动比率（%）	62.26	56.83	86.48
	经营现金/流动负债（%）	8.37	8.08	2.30
	经营现金/短期债务（倍）	0.10	0.10	0.03
	现金类资产/短期债务（倍）	0.36	0.33	0.72
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	24.82	36.89	36.63
	全部债务/EBITDA（倍）	5.63	3.31	4.10
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	0.06	0.02
	EBITDA/利息支出（倍）	4.09	6.23	5.58
	经营现金/利息支出（倍）	1.42	1.31	0.48

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的70.49%和56.83%分别提高至101.30%和86.48%，流动资产对流动负债的保障程度偏弱。2021年，公司经营现金流动负债比率为2.30%，同比下降5.77个百分点。同期，公司经营现金/短期债务为0.03倍，同比下降0.07倍。截至2021年底，公司现金短期债务比由上年底的0.33倍提高至0.72倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍较弱。整体看，公司短期偿债指标表现一般。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。

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA为36.63亿元，同比下降0.71%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占8.80%）、计入财务

费用的利息支出（占17.92%）、利润总额（占71.92%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的6.23倍下降至5.58倍，EBITDA对利息的覆盖程度高；公司全部债务/EBITDA由上年的3.31倍提高至4.10倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可；经营现金/全部债务由上年的0.06倍下降至0.02倍，经营现金对全部债务的保障程度偏弱；经营现金/利息支出由上年的1.31倍下降至0.48倍，经营现金对利息支出的保障程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债指标表现良好。

对外担保方面，截至2022年3月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司银行授信总额度为112.42亿元，其中尚未使用额度为25.45亿元。

7. 公司本部（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；考虑到对中华保险及能源业务的投入对母公司资金占用严重且回收期可能偏长，而本部债务以短期债务和直接融资为主，债务结构有待优化。

截至2021年底，母公司资产总额为403.39亿元，较上年底增长10.15%，主要系备付资金增加所致。其中，非流动资产占77.28%。从构成看，流动资产主要由货币资金21.98亿元（占23.98%）和其他应收款（合计）（占75.86%）构成。其中，其他应收款较上年底增加6.04亿元，主要系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59.93亿元，占85.55%。非流动资产主要由长期股权投资（占99.05%）构成，包括广发证券和中华保险。

截至2021年底，母公司负债总额为147.76亿元，较上年底增长19.38%。其中，流动负债占82.88%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占45.48%）、一年内到期的非流动负债（占30.19%）和其他流动负债（占21.50%）构成；非流动负债主要由长期借款（占8.89%）和应付债券（占90.64%）构成。截至2021年底，母公司资产负债率为36.63%，全部债务资本化比率36.08%，母公司整体债务负担不重。截至2021年底，母公司全部债务为144.27亿元，占合并口径的95.98%，母公司承担了合并口径主要的融资职能。其中，短期债务占比为82.55%，现金短期债务比为0.18倍。同时，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。

截至2021年底，母公司所有者权益为255.63亿元，较上年底增长5.44%，主要系利润积累所致。在所有者权益中，实收资本为15.30亿元（占5.98%）、资本公积为63.15亿元（占24.70%）、未分配利润为166.23亿元（占65.03%）。未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

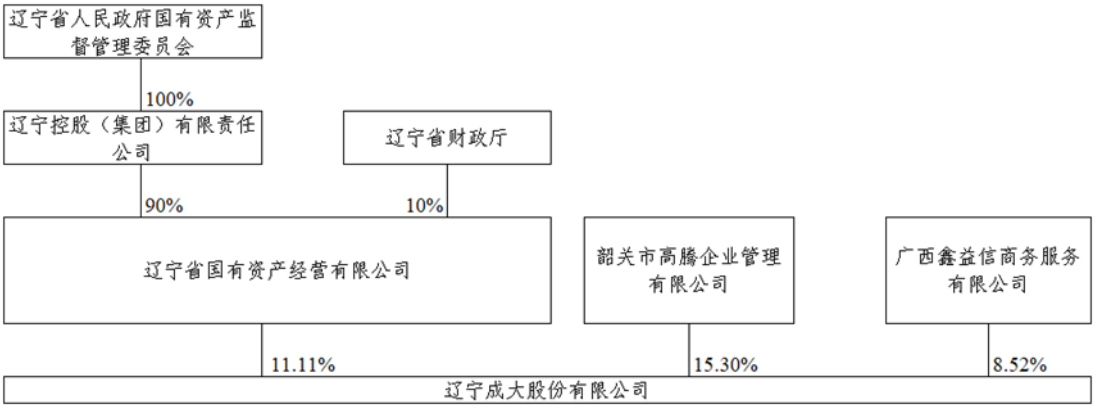
2021年，母公司营业收入为0.11亿元，利润总额为16.21亿元。同期，母公司投资收益为20.59亿元，投资收益为公司本部主要利润来源。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为-5.08亿元，投资活动现金流净额3.49亿元，筹资活动现金流净额14.98亿元。

十一、结论

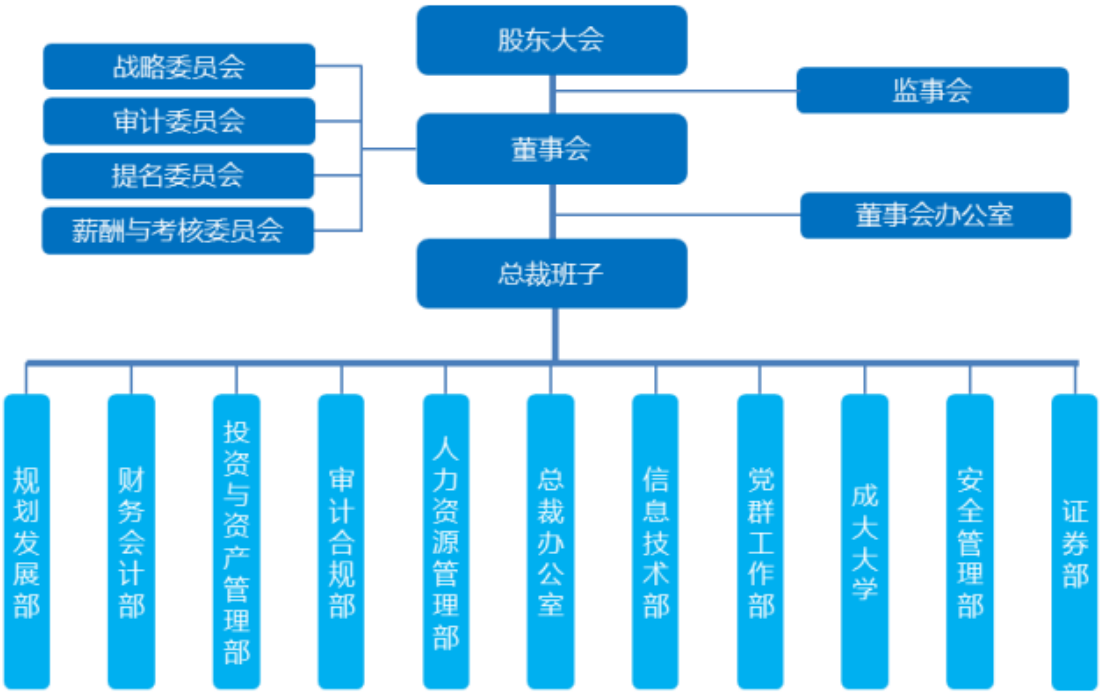
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA$^+$，维持“20辽成大（疫情防控债）MTN001”的信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 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 2022 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 2021 年底辽宁成大股份有限公司主要子公司情况

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	100.00	--	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	54.67	--	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	油母页岩综合开采利用	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：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	30.73	26.63	89.36	82.31
资产总额（亿元）	392.34	391.58	480.18	479.72
所有者权益（亿元）	229.39	250.06	314.77	319.14
短期债务（亿元）	84.29	80.12	124.79	126.90
长期债务（亿元）	55.50	42.00	25.53	18.53
全部债务（亿元）	139.79	122.12	150.32	145.43
营业收入（亿元）	177.46	169.45	183.73	35.59
利润总额（亿元）	14.64	26.99	26.34	6.53
EBITDA（亿元）	24.82	36.89	36.63	--
经营性净现金流（亿元）	8.62	7.75	3.14	2.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.94	11.87	11.43	--
存货周转次数（次）	7.68	8.20	9.63	--
总资产周转次数（次）	0.47	0.43	0.42	--
现金收入比（%）	87.01	85.56	97.54	108.05
营业利润率（%）	14.47	15.48	12.39	26.32
总资本收益率（%）	5.19	8.34	6.76	--
净资产收益率（%）	5.71	10.05	7.91	--
长期债务资本化比率（%）	19.48	14.38	7.50	5.49
全部债务资本化比率（%）	37.87	32.81	32.32	31.30
资产负债率（%）	41.53	36.14	34.45	33.47
流动比率（%）	83.30	70.49	101.30	97.83
速动比率（%）	62.26	56.83	86.48	82.11
经营现金流动负债比（%）	8.37	8.08	2.30	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.33	0.72	0.65
EBITDA 利息倍数（倍）	4.09	6.23	5.58	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.63	3.31	4.10	--

注：1. 公司 2022 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 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.10	8.62	22.01	17.16
资产总额（亿元）	344.01	366.22	403.39	397.10
所有者权益（亿元）	208.79	242.45	255.63	255.52
短期债务（亿元）	75.91	74.93	119.10	118.58
长期债务（亿元）	55.50	42.00	25.18	18.19
全部债务（亿元）	131.41	116.93	144.27	136.77
营业收入（亿元）	0.63	0.23	0.11	0.02
利润总额（亿元）	11.99	36.32	16.21	0.53
EBITDA（亿元）	11.99	36.32	16.21	--
经营性净现金流（亿元）	-4.02	-13.46	-5.08	4.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	13.22	4.36	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	2.41	2.12	3.51	0.00
营业利润率（%）	88.55	63.33	34.08	-7.56
总资本收益率（%）	3.52	10.11	4.06	--
净资产收益率（%）	5.73	14.98	6.35	--
长期债务资本化比率（%）	21.00	14.77	8.97	6.64
全部债务资本化比率（%）	38.63	32.54	36.08	34.86
资产负债率（%）	39.31	33.80	36.63	35.66
流动比率（%）	79.96	88.38	74.85	68.37
速动比率（%）	79.96	88.37	74.84	68.36
经营现金流动负债比（%）	-5.06	-16.49	-4.15	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.12	0.18	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.96	3.22	8.90	--

注：1. 公司 2022 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+平均应收款项融资）
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持