

信用等级公告

联合〔2020〕251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信用状况及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）的信用状况进行综合分析和评估，确定辽宁成大股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，辽宁成大股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年二月十八日



辽宁成大股份有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：7 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：1.5 亿元用于疫情防控，剩余资金全部用于偿还到期有息债务

评级时间：2020 年 2 月 18 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

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

评级观点：

辽宁成大股份有限公司（以下简称“公司”）是一家集生物制药、商贸流通、金融服务、能源开发等多业并举的上市公司。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在生物制药领域品牌知名度及市场占有率、股权投资质量等方面具备的综合优势。同时，联合资信也关注到公司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和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

公司持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股权未抵质押，变现能力强，近年来广发证券投资收益稳定且现金分红情况良好。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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

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

优势

1. 公司是一家集生物制药、商贸流通、金融服务、能源开发等多业并举、协调发展的综合型上市公司，在行业前景、产业布局、股权投资、品牌知名度等方面优势显著。
2. 公司狂犬病疫苗知名度高、市场占有率高，盈利能力强；医药连锁产业发展良好。截至2019年9月底，公司拥有1487家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势。
3. 截至2019年9月底，公司分别持有广发证券16.40%股权和中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，2016—2018年分别为10.01亿元、4.38亿元和5.00亿元。
4. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 近年来，国际原油价格波动剧烈，公司能源业务持续亏损，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. 公司股权较分散，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%）。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。
3. 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	16.42	21.27	23.21	20.90
资产总额(亿元)	332.52	355.16	357.87	376.95
所有者权益(亿元)	200.04	213.69	216.16	228.87
短期债务(亿元)	97.58	94.34	89.72	67.89
长期债务(亿元)	10.00	25.48	35.00	58.00
全部债务(亿元)	107.58	119.82	124.72	125.89
营业总收入(亿元)	87.50	139.99	192.75	137.88
利润总额(亿元)	12.20	16.21	9.83	12.91
EBITDA(亿元)	20.64	24.49	19.45	--
经营性净现金流(亿元)	5.90	0.97	4.86	4.28
营业利润率(%)	20.42	14.69	11.72	13.73
净资产收益率(%)	5.35	6.97	3.95	--
资产负债率(%)	39.84	39.83	39.60	39.28
全部债务资本化比率(%)	34.97	35.93	36.59	35.49
流动比率(%)	48.53	57.93	65.97	83.52
经营现金流流动负债比(%)	5.06	0.89	4.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.06	4.83	3.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.21	4.89	6.41	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	281.93	305.92	315.52	328.32
所有者权益(亿元)	178.82	195.43	195.80	207.02
全部债务(亿元)	100.50	108.29	116.81	118.25
营业收入(亿元)	0.66	0.65	0.64	0.45
利润总额(亿元)	11.30	16.26	5.75	9.44
资产负债率(%)	36.57	36.12	37.94	36.95
全部债务资本化比率(%)	35.98	35.66	37.37	36.35
流动比率(%)	29.68	44.54	57.21	76.25
经营现金流流动负债比(%)	5.50	-12.79	-6.79	--

注：1.2019 年三季度财务数据未经审计；2.合并口径现金类资产已剔除受限货币资金；3.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

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/07/25	刘哲 李明	贸易企业评级方法（2018 年） 贸易行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2017/05/17	刘哲 刘然	贸易行业企业信用分析要点（2013 年） 贸易行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA	稳定	2011/03/04	王佳 崔玮	企业主体评级方法（2009 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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

辽宁成大股份有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

一、主体概况

辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”或“公司”）是在改组具有 40 多年经营历史的国有外贸专业公司辽宁省针棉毛织品进出口公司的基础上成立的股份有限公司。公司于 1993 年 6 月经辽宁省经济体制改革委员会辽体改发〔1993〕147 号文批准以定向募集方式设立，在辽宁省工商行政管理局注册登记，取得 210000004919553 号企业法人营业执照。1996 年 8 月 6 日，公司经中国证监会批准首次向社会公众发行人民币普通股 1200 万股，并于同年 8 月 19 日在上海证券交易所挂牌上市交易（股票代码：600739）。经公开发行、送转股、股票期权行权、股权激励及非公开发行等措施实施后，截至 2019 年 9 月底，公司注册资本为 15.30 亿元。根据辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“辽宁省国资委”）下发的辽国资产权〔2015〕100 号文件，辽宁省国资委持有的辽宁成大集团有限公司（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 9 月底，公司拥有子公司 11 家、参股公司 4 家，总部设有总裁办公室、规划发展部、投资与资产管理部、人力资源管理部、财务会计部、风险管理部、证券部、成大大学、能源事业部等 12 个职能部门（见附件 1-2）。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总计 357.87 亿元，所有者权益合计 216.16 亿元（其中包含少数股东权益 13.46 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 192.75 亿元，利润总额 9.83 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总计 376.95 亿元，所有者权益合计 228.87 亿元（其中包含少数股东权益 13.76 亿元）。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 137.88 亿元，利润总额 12.91 亿元。

公司注册地址：辽宁省大连市人民路 71 号；法定代表人：尚书志。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册总金额为 50 亿元的中期票据，本期拟发行 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债，以下简称“本期中期票据”），发行额度为 7 亿元，期限为 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本，募集资金中 1.5 亿元用于疫情防控，剩余资金全部用于偿还到期有息债务。

本期中期票据无担保。

本次募集资金中 1.5 亿元拟用于置换和补充公司子公司辽宁成大国际贸易有限公司（以下简称“成大国际”）和成大方圆医药连锁投资有限公司（以下简称“成大方圆”）采购疫情防控物资的资金支出。辽宁省财政厅联合辽宁省

卫生健康委、辽宁省商务厅下发的辽财税函〔2020〕40号文件中，明确了辽宁省第一批次直接用于防控疫情的物资进口单位名单和进口物资清单，公司子公司成大国际及其进口的防疫物资在上述名单中，进口防疫物资为口罩、防护服等，同时成大国际向辽宁省慈善总会捐赠了97万余只口罩和1000副护目镜；公司子公司成大方圆做作为辽宁省知名的医药零售企业，全力支持疫情防控物资保障工作，尽最大努力保证防疫物资供应，稳定防疫物资价格，通过其1400多家门店来满足人民群众防控需求，保障其健康需求。公司的子公司成大国际和成大方圆持续加大对防疫物资及药品的采购，成大国际从境外采购口罩、防护服、护目镜等疫情防控物资，成大方圆在国内采购口罩、消毒用品、防疫药品等疫情防控物资。

三、宏观经济和政策环境

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

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

资料来源：国家统计局、Wind

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；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增

速略有放缓,但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓,制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月,全国固定资产投资(不含农户)29.9 万亿元,同比增长 5.8%,增速有所放缓。其中,民间固定资产投资 18.0 万亿元,同比增长 5.7%,增速明显回落。从三大主要投资领域来看,2019 年 1—6 月,全国房地产开发投资 6.2 万亿元,同比增长 10.9%,增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点,主要源于近期房企融资约束持续加强,但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响,房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 4.1%,较上年同期明显下降,但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额,今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度,同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下,今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%,增幅明显回落。其中,汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2%的低位水平,是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升,消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月,全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元,同比增长 8.4%,增速较 1—3 月(8.3%)略有回升,较上年同期(9.4%)有所回落,较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速(1.2%)较 1—3 月转负为正。具体来看,生活日常类消费仍保持较高增速,升级类消费增速较快,服务类消费增幅明显。此外,网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长,消费结构进一步改善,在中国经济面临下行压力的背景下,消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进,贸易顺差有所扩大。2019

年 1—6 月,中国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元,同比增速(3.9%)较 1—3 月略有回升,较上年同期大幅回落,主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面,机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主,集成电路进口额增速(-6.9%)较上年同期下滑了 38.9 个百分点,是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年,国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程,中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下,中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大逆周期政策调节力度稳投资,同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长,推动经济健康高质量发展。从三大需求看,一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大,以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复,基础设施投资有望持续企稳;减税降费的落实将进一步修复企业盈利,激发企业主体活力,加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展,制造业投资有望企稳;在“房住不炒”的定位下,房地产投资增速或有所回落,但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求,可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响,加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强,居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素,外部需求或继续放缓;随着相关扩大进口政策的进一步实施,以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往,中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定,但国内经济下行压力有所加大,中国内需压力未消也会对进口产

生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、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。但新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳定向好走势。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。海关统计数据显示，2018年全年中国外贸进出口总值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2.33万亿元，收窄18.3%。

2017年6月，中国外贸出口先导指数结束连续8个月的上升首次出现下滑，截至2017年底中国外贸出口先导指数为41.10%，较上月回落0.70个百分点，进入2018年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至2018年4月底的41.00%，表明2018年中国出口仍面临一定压力。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

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。2018

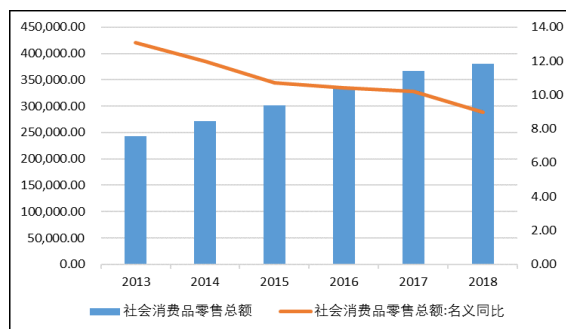
年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

(2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，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，2018年中国社会消费品零售总额380986.85亿元，名义口径同比增长8.98%。

图1 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind资讯

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

(3) 主要贸易品种运行情况

钢材

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。

2018 年，钢铁行业供给侧改革深入推进，钢铁行业去产能接近尾声。“蓝天保卫战”、环保督查、专项大检查等项目的持续开展，有效防范了“地条钢”死灰复燃、已化解的过剩产能复产及严禁违规新增产能，供给侧改革成效得到了较好的维护和巩固。钢铁行业景气程度处于较高水平。

产量方面，根据国家统计局数据，2018 年，中国生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，分别同比增长 3%、6.6%和 8.5%。

截至 2018 年底，钢铁行业已提前完成“十三五”确定的钢铁去产能 1.4~1.5 亿吨的上限指标。此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能。

整体来看，钢铁行业后期的去产能空间已经不大，主要集中于河北（河北省 2019 年预计将压减钢铁产能 1000 万吨）、江苏和山东等产钢大省，且未来去产能更多的涉及在产产能，去产能压力较大。此外，防止“地条钢”死灰复燃也对钢铁行业后期的健康发展具有重要意义。

从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业，其他重要的行业包括造船、石油石化、集装箱和铁道等。

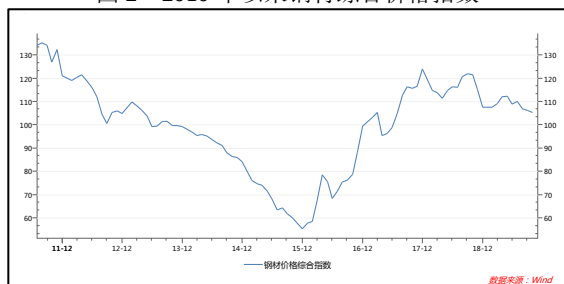
近年来，中国粗钢表观消费量总体呈上升趋势，2016 年为 7.09 亿吨，同比增长 2.0%，2016 年粗钢表观消费量得以增长主要由于基础设施、房地产和汽车行业的超预期增长，但造船、大型机械等制造业以及家电、能源等行业用钢需求有所减少；2017 年，全国粗钢表观消费量 7.68 亿吨，同比增长 8.2%，受益于全球经

济超预期复苏，国内经济下滑趋缓，主要下游行业钢材消费量均保持良好增长态势；2018 年全国粗钢表观消费量 8.70 亿元，同比增长 13.3%，达到历史最高水平，其中国产自给率超过 98%。

从终端下游占比来看，超过 50%的钢材用于建筑业（房地产和基建），其次是近 20%的钢材用于机械。建筑业消耗过半的钢铁，同时建筑行业周期性强，因此其是钢铁需求最主要影响因子。建筑业与固定资产投资密切相关，2018 年全年全社会固定资产投资 645675 亿元，同比增长 5.9%。2018 年以来，全国固定资产投资增速下滑明显，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。目前建筑业承接主要来自房地产和基建领域。房地产行业方面，2018 年以来，房地产行业各主要指标增速均处于下降趋势，楼市下行态势较大，直接影响建筑行业承揽情况。基建方面，虽然“补短板”和积极的财政政策促使基建投资增速在触底后发生反弹，但反弹空间有限。机械制造业方面，受国际经济总体走弱、产能过剩矛盾突出、工业品出厂价格持续下降、工业企业利润下降的影响，国内制造业企业投资意愿不足，全国制造业投资增速持续回落。

钢材定价一般参考钢厂出厂价格，根据交易品种（型钢、线材、板材等）的不同及钢厂结算模式的差异，分为按天结算（每天均出结算价），月结（按月度均价结算）或十天结（按十天平均结算价）等定价方式。钢材配套期货品种较为全面，贸易商一般根据自身风险敞口/库存水平采取在期货市场套期保值的方式降低价格波动风险。

图2 2010年以来钢材综合价格指数



数据来源：Wind 资讯

注：中钢协，1994 年=100

钢材价格方面，国际金融危机以来，受国外发达国家经济持续低迷、中国经济增速减缓、房地产政策调控等综合因素影响，下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降，市场需求大幅减少，主要钢铁产品处于供大于求状态，产能过剩矛盾凸显；根据中钢协公布的钢材综合价格指数，钢材价格2010年以后呈快速下跌态势，于2015年跌至谷底。2016年2月4日，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，受供给侧改革去产能政策的实施致使供给下降，同时焦炭及铁矿石等原燃料价格的上涨以及房地产、建筑、汽车等下游行业回暖等综合因素影响，黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场回暖，钢材价格于2016年止跌回升并呈现波动增长态势。2017年，多省发布了重点基础建设投资计划，基础建设项目对钢材的需求产生了进一步积极的影响，钢铁价格进一步上升。延续2017年下半年价格走势，2018年钢材价格总体处于相对高位，钢材综合价格指数平均为115.8点，同比增长7.6%。2018年上半年钢材价格指数基本稳定在110~120点，7月起价格持续上涨，至11月钢材价格开始快速下跌，截至12月底钢材综合价格指数跌至107.1点，较年内最高点下降13%。

近年来，钢材价格大幅波动一定程度上影响了钢贸商盈利的稳定性，下游客户弃货情形增加，钢贸商库存压力增大，行业内风险控制及内部管理执行不当，仓单重复质押、相互担保现象使得钢贸危机频发。钢贸风险增加也使得银行收紧放贷条件，钢贸行业进入调整期。

目前中国钢材贸易企业众多，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。

总体看，钢材贸易企业普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点；在行业竞争较为激烈的环境下，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。

2. 生物制药行业

(1) 疫苗行业概况

公司生物制药板块主要经营产品为成大速达人用狂犬病疫苗与成大利宝乙脑疫苗。

疫苗行业属于事关人类生命健康的多学科交叉、知识密集、技术含量高、资金密集的高新技术新兴产业，由于基因组学、合成生物学、重组化学、蛋白质组学、生物信息学及高通量筛选等最新生物技术的引入，疫苗行业已成为全球成长最活跃、发展最快速的产业之一。

2018年6月，生命科学商业情报公司Evaluate发布的报告《World Preview 2018, Outlook to 2024》指出，全球疫苗市场在2017年的规模为276.82亿美元，在未来7年（2018—2024），该市场将以7%的复合年增长率快速增长，并在2024年达到446.27亿美元。2017

年，销售额排名前十位的公司合计占据整个疫苗市场份额的 95.7%，这一比例在预测期内不会出现大的波动，2024 年为 94.3%，仅下降 1.4%。全球疫苗市场集中度很高，2017 年，葛兰素史克（以下简称“GSK”）、默沙东、赛诺菲、辉瑞四大巨头合计占据了整个疫苗市场份额的 90%。从区域竞争格局来看，美国成为最大的疫苗市场，市场规模约为 170 亿美元；在欧洲，德国为疫苗行业最大市场，市场规模约 17 亿美元；在亚洲、非洲和澳洲，日本为最大市场，市场规模约为 26 亿美元。从主要疫苗产品来看，2017 年，辉瑞的肺炎疫苗 Prevnar 13 销售额高达 56.9 亿美元，占全球疫苗市场份额的比重为 20.6%；默沙东的 Gardasil（用于预防 HPV 诱发的癌症）2017 年实现销售收入 23.8 亿美元，市场份额为 8.6%；2017 年，赛诺菲的 Pentacel（预防白喉、破伤风、百日咳、小儿麻痹症和 b 型流感嗜血杆菌[Hib]感染）和流感疫苗 Fluzone 销售额分别为 20.7 亿、18.0 亿美元，在全球前十大畅销疫苗产品中排名第三、四名。

中国是全球最大的人用疫苗生产国，根据中国食品药品检定研究院（以下简称“中检院”）数据披露，国内每年批签发疫苗 5 亿~10 亿瓶（支），全球排名第一。2012 年以来，由于国内缺少重磅品种上市，疫苗产值均保持在 150 亿元左右，行业增长陷入停滞。国内整体市场规模与全球市场总额相比占比较小，远小于中国人口占世界人口的比例。

国内疫苗主要分为一类疫苗和二类疫苗¹，一类疫苗经过 1992、2008 和 2016 年三次增补，目前共有卡介苗（BCG）、百白破、乙肝疫苗等 14 种，覆盖率均超过 90% 以上。另外，由于禽流感的疫情爆发，2009 年国家将甲型 H1N1 疫苗暂列一类疫苗目录。一类疫苗的生产企业主要为国企，如中生集团等。二类疫苗主要包括

Hib 结合疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、口服轮状疫苗、狂犬疫苗和流感疫苗等。二类疫苗由于不在国家疫苗接种规划目录里，费用由接种人员自行承担，接种率相对较低。此外，部分一类疫苗乙肝疫苗、甲肝疫苗再次接种或成人接种费用由接种人员自行负责，性质上也属于二类疫苗。二类疫苗生产企业多为民营企业。二类疫苗具有消费属性，价格普遍远高于一类疫苗，受益于 2016 年一票制后的渠道恢复、供应品种的增加、消费能力的提升以及年底流感疫情的爆发，2017 年二类疫苗的批签发量呈现近 20% 的增长。受 2018 年 7 月爆发“长春长生疫苗事件”影响，2018 年批签发量合计达 7.64 亿剂（按每人次折算），同比下滑 11.50%。2019 上半年疫苗批签发约 2.2 亿支，低于历史平均水平。随着下半年行业逐步好转，2019 年下半年累计批签发达到 3.3 亿支，表明行业开始恢复。按批签发量中标价计算，2019 年国内疫苗批签发货值规模达 460 亿元。

近年来，国内疫苗行业集中度持续提高。2018 年国内具有批签发记录的疫苗企业数量为 39 家（外资 4 家、本土 35 家）。

（2）行业政策

疫苗产品是关系社会公众健康和安全的特殊消费品，国家在临床前研究、临床研究、产品注册、疫苗生产、上市销售、接种使用等方面都制定了一系列的法律法规，以加强对疫苗行业的监管。在经历两次大型安全事故之后，监管体系逐渐升级向发达国家靠拢。

2016 年 3 月，山东疫苗事件逐渐发酵并波及全国 24 省，引起了政府的高度关注和追责。2016 年 4 月 13 日，国务院常务会议通过《国务院关于修改〈疫苗流通和预防接种管理条例〉的决定》，并于 4 月 25 日发布施行。严格疫苗流通管理，将自愿接种的第二类疫苗比照国家免疫规划用的第一类疫苗，全部纳入省级公共资源交易平台集中采购，不再允许药品批发企

¹第一类疫苗，是指政府免费向公民提供，公民应当依照政府的规定受种的疫苗，包括国家免疫规划确定的疫苗，省级人民政府在执行国家免疫规划时增加的疫苗，以及县级以上人民政府或者其卫生行政部门组织的应急接种或者群体性预防接种所使用的疫苗。第二类疫苗，是指由公民自费并且自愿受种的其他疫苗。

业经营疫苗。

2018年7月15日，国家药品监督管理局发布通告，长春长生冻干人用狂犬病疫苗生产存在记录造假等行为。这是长春长生母公司长生生物科技股份有限公司（以下简称“长生生物”）自2017年11月份被发现百白破疫苗效价指标不符合规定后不到一年，再曝疫苗质量问题。该事件引起了党中央及国家领导人的高度重视。2018年11月，国家市场监督管理总局发布《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》，向公众征求意见。2019年6月29日，《中华人民共和国疫苗管理法》（以下简称“《疫苗管理法》”）经十三届全国人大常委会第十一次会议表决通过，自2019年12月1日起施行。这是国内对疫苗管理进行的专门立法，未来国内将实行最严格的管理制度。

随着医疗卫生体制改革的进一步深化，国家陆续出台了新药报批审评、疫苗集中采购、疫苗冷链运输规范等方面的相关政策法规，行业监管的不断加强有利于进一步保障疫苗产品的质量，但同时也增加了生产企业经营成本，对疫苗产品的销售地区及销售价格造成一定影响，为整个行业竞争态势带来新的变化，从而影响疫苗生产企业的生产经营和盈利水平。

（3）狂犬病疫苗

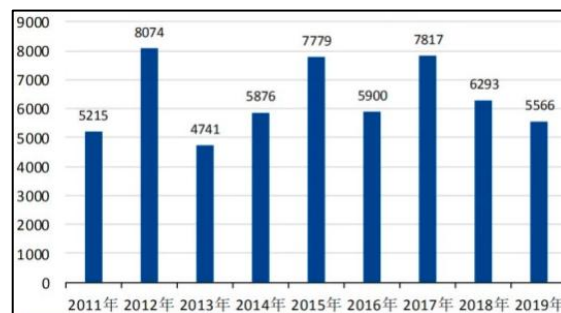
狂犬病是由狂犬病毒引起的一种急性传染病，传播途径主要是带毒咬伤、抓伤。目前，全球每年因患狂犬病死亡人数约3~5万人，中国每年犬伤患者大约4000万人次，仅次于印度，位居全球第二。狂犬病疫苗属于二类疫苗，目前中国狂犬疫苗市场规模为1300~1400万人份，其中，城市560万人份，主要重视产品的质量、品牌、价格等；农村市场规模800万人份，价格是最关键因素。

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3 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，“长春长生疫苗”事件前，长春长生生物科技有限公司（以下简称“长春长生”）居国内狂犬病疫苗供应商第三位，即使其7—9月连续三个月批签发量为0，2018年前三季度的排名依然居全国第四位（8%），前三位分别为辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”，占33%）、广州诺诚（18%）和宁波荣安（16%）。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67.64%；其次，广州诺诚与宁波荣安的批签发占比分别为8.49%和7.61%；此外，成都康华三代狂犬疫苗的批签发占比为4.16%。

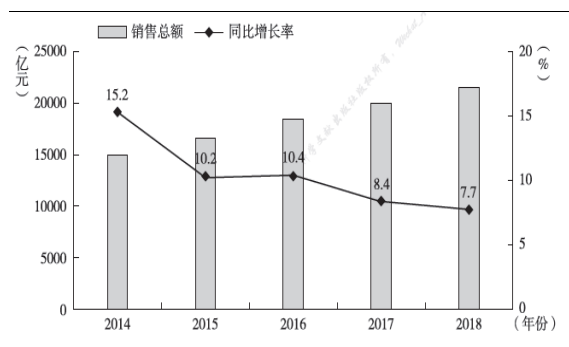
狂犬病疫苗的刚性需求使它的市场渗透率维持在高位，市场规模基本已经定型，若无特殊情况，新进入者取得较大市场份额的难度较高。

3. 医药流通行业

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。

图4 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。

随着“两票制”政策的全面推行，原有的药品流通市场结构和销售渠道发生变化。按销售渠道分类，2018年对生产企业销售额135亿元，占销售总额的0.6%，同比上升0.1个百分点；对批发企业销售额6454亿元，占销售总额的29.9%，同比下降6.2个百分点；对终端销售额14933亿元，占销售总额的69.2%，同比上升5.8个百分点；直接出口销售额64亿元，占销售总额的0.3%。在对终端销售中，对医疗机构销售额10413亿元，占终端销售额的69.7%，同比上升0.6个百分点；对零售终端和居民零售销售额4520亿元，占终端销售额的30.3%，

同比下降0.6个百分点。

与此同时，大中型药品批发企业借助“两票制”机会调整业务布局，通过内生增长和外延并购，实现规模和效益的整体提升，行业集中度进一步提高。从销售增速看，药品批发企业销售增速有所上升。2018年，前100位药品批发企业主营业务收入同比增长10.8%，增速同比上升2.4个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入同比增长12.9%，增速同比上升3.6个百分点；前10位同比增长14.2%，增速同比上升5.5个百分点。从市场占有率看，药品批发企业集中度有所提高。2018年，药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的72.0%，同比上升1.3个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场规模的39.1%，同比上升1.4个百分点。

总体看，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。随着行业内生性增长趋缓，预计药品流通行业将进入新一轮的外延并购周期，4家全国性企业有望进一步拓展全国流通网络覆盖面，区域性流通企业也将继续提升区域覆盖率，行业集中度有望进一步提升；除行业内的兼并重组外，药品流通企业也将通过整合供应链，向上游生产研发服务和下游终端销售服务方向拓展业务，以寻求新的利润增长点。

五、基础素质分析

1. 股权状况

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，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。

2. 企业规模及竞争力

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。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（2019年9月底持股比例为16.40%），持有其12.50亿股。

公司下属6家主要子公司，包括专门从事生物制药的成大生物；专门从事医药连锁的成大方圆；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”）、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，注册资本37480万元，公司出资额1.06亿元，占股本比例为60.54%。

成大生物主要生产与销售的品种是成大速达人用狂犬病疫苗与成大利宝人用乙脑疫苗。目前这两种产品均已经获得国家GMP证书，并准许生产销售，产品的生产技术水平和质量均达到国际先进水平。成大生物狂犬病疫苗产能已超过1200万人份（5支为1人份），乙脑疫

苗2000万支，并以自主品牌打开国际市场，远销印度、马拉维等12个国家和地区。目前，公司乙型脑炎灭活疫苗是美国唯一批准上市和正在使用的乙脑疫苗，日本、美国等发达国家都在接种使用。

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

截至2018年底，成大生物总资产为31.76亿元，所有者权益为29.46亿元；2018年实现营业收入13.91亿元，净利润6.13亿元。截至2019年9月底，成大生物总资产为36.28亿元，所有者权益为33.49亿元；2019年1—9月实现营业收入12.81亿元，净利润6.16亿元。

（2）成大方圆

成大方圆注册资本23000万元，为公司全资子公司，总部设在沈阳。

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

截至2018年底，成大方圆总资产为15.53亿元，所有者权益为6.96亿元；2018年实现营业收入30.27亿元，净利润0.16亿元。截至2019年9月底，成大方圆总资产为18.04亿元，所有者权益为7.32亿元；2019年1—9月实现营业收入21.74亿元，净利润0.38亿元。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员 12 人,包括 1 名总裁、9 名副总裁、1 名财务总监及 1 名董事会秘书。

公司董事长尚书志先生,1952 年生,硕士研究生学历,高级经济师,高级国际商务师。曾任辽宁省纺织品进出口公司业务员、科长、副总经理;辽宁省针棉毛织品进出口公司总经理;公司董事长兼总经理;成大集团董事长、党委书记。现任公司董事长、党委书记,广发证券董事。

公司董事、总裁葛郁先生,1962 年生,硕士研究生学历,高级国际商务师。曾任辽宁省纺织品进出口公司业务员;辽宁省针棉毛织品进出口公司科长;公司服装分公司经理、董事、副总裁;成大集团董事、副总裁(主持工作)。现任公司董事、总裁。

截至 2019 年 6 月底,公司共有在职员工 2655 人,从教育程度看,大专及以上学历占 65.12%,中专及以下人员占 34.88%;从岗位构成来看,生产人员占 38.23%,销售人员占 21.32%,技术人员 14.76%,财务人员占 4.44%,行政人员占 21.24%。

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

4. 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 1 月 9 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。4 笔欠息记录中,其中 2 笔发生在 2010 年 3 月 23 日以前,另外两笔分别发生在 2014 年和 2016 年,均系系统原因导致,相关银行已出具说明。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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

根据公司章程,股东大会是公司的权力机构,董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 9 名董事组成,其中 3 名为独立董事,设董事长 1 人,均由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由 3 名成员组成,设主席 1 人,由全体监事过半数选举产生。

2. 内部管理制度

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

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

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

其中,财务管理方面,公司制定了会计核算、资金管理、预算管理和税务管理等方面的

制度。根据《辽宁成大股份有限公司货币资金管理制度》的规定，公司人民币资金按照“收支两条线”的原则实行集中管控；外币资金不实行集中管控，公司财务会计部根据收支计划对子公司外币账户收支情况进行监控。公司将所有资金集中，实现资金的统一调配、统一控制、统一使用；通过统一商业银行，规范各单位的银行账户，减少资金沉积，增强企业和银行的博弈能力。公司建立了资金计划管理模式，通过资金计划，平衡企业未来的资金的收支平衡，降低企业财务风险，提高资金的使用效率。

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

总体看，公司治理结构清晰，管理制度完善，整体管理水平较高。

七、重大事项

1. 控股股东变更为辽宁国资

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

2018 年 11 月 22 日，公司收到控股股东提供的中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，辽宁国资持有 169889039 股并成为公司控股股东。权益变动之前，成大集团持有公司 169889039 股股份，占公司总股本的 11.11%；辽宁国资不持有公司股份。权益变动后，成大集团不持有公司股份；辽宁国资持有公司股份 169889039 股，占公司股份总数

的 11.11%。公司控股股东由成大集团变更为辽宁国资，公司实际控制人未发生变更，仍为辽宁省国资委。

2. 成大生物终止发行 H 股股票并在香港联交所上市

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 股发行并上市事项尚需提交成大生物股东大会审议。联合资信将持续关注上述事项进展。

3. 拟转让成大方圆不低于 35%的股权

公司于 2019 年 11 月 5 日对外公告称：为了不断增强公司可持续发展能力，持续推动公司医疗医药产业的健康发展，公司拟通过产权交易所公开挂牌转让全资子公司成大方圆不低于 35%的股权。相关事项的预挂牌工作已经公司第九届董事会第十四次（临时）会议审议通过。

公司本次拟通过产权交易中心预挂牌出售

全资子公司成大方圆不低于 35%的股权仅为信息预披露，不构成交易要约，最终交易方、成交价格、支付方式等交易主要内容目前尚无法确定。公司将根据评估结果履行相应的后续审议程序，并报送辽宁省国资管理部门备案审批后，按照国有资产交易的相关规定，通过产权交易所公开正式挂牌转让上述股权。联合资信将持续关注该事项进展。

4. 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。

八、经营分析

1. 经营概况

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”）。

近三年，公司收入规模快速增长。2018年，公司实现营业收入192.75亿元，同比增长37.69%。商品流通业务是公司收入的最重要来源，近三年占营业收入的比重持续上升，2018年该板块收入同比增加57.20亿元至162.42亿元，主要由于受供给侧改革影响，钢价回升，钢贸环境改善，公司主动扩大钢贸业务所致；进出口贸易板块近三年收入波动下降，2018年同比下降32.75%至13.92亿元，主要系成大发展经营的油品贸易量减少所致；生物制药板块发展规模与市场需求及每年各地区防控中心按照国家批复指标进行采购的数量直接相关，近三年生物制药板块收入不断增长，2018为13.91亿元。

能源开发收入全部来自新疆宝明，吉林成大弘晟能源有限公司（以下简称“成大弘晟”）于2018年8月完成股权出让。

毛利率方面，近三年公司综合毛利率不断下降，2018年为12.00%。其中，生物医药板块盈利能力很强，毛利率始终维持在85%左右；进出口贸易板块毛利率波动上升，2018年为14.04%，同比增加5.41个百分点，主要系低毛利的化工产品贸易额下降所致；受公司低毛利的大宗贸易业务规模占比提高影响，公司商品流通业务毛利率持续下降，2018年为5.56%；2018年底，新疆宝明项目完成技改，正逐步恢复生产，导致能源开发业务毛利率为-2.22%。

2019年1—9月，公司实现营业收入137.88亿元，同比下降2.69%，主要系商品流通板块中大宗商品业务规模下滑所致。毛利率方面，进出口贸易板块毛利率同比减少7.36个百分点，主要系毛利低于纺织品的水产品贸易量同比大幅增加所致；商品流通业务毛利率同比增加1.29个百分点至6.42%；能源开发板块毛利率转正。公司综合毛利率为14.12%，同比增加1.69个百分点。

近三年，随着钢贸业务规模的扩大，公司收入规模快速增长；但贸易业务盈利能力较弱，能源开发业务持续亏损，主业利润主要来源于生物制药板块。

表2 公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

板块	2016年			2017年			2018年			2019年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
进出口贸易	20.03	22.90	9.31	20.70	14.79	8.63	13.92	7.22	14.04	9.90	7.18	11.11
商品流通	56.16	64.19	12.93	105.22	75.16	7.44	162.42	84.27	5.56	114.04	82.71	6.42
生物制药	10.30	11.77	85.63	12.76	9.11	87.43	13.91	7.21	85.16	12.81	9.29	85.75
能源开发	0.52	0.60	3.74	0.89	0.64	-0.83	1.98	1.03	-2.22	1.03	0.75	0.50
其他	0.48	0.55	65.65	0.42	0.30	64.15	0.52	0.27	64.33	0.10	0.07	52.49
合计	87.50	100.00	20.89	139.99	100.00	15.02	192.75	100.00	12.00	137.88	100.00	14.12

资料来源：公司提供

2. 生物制药

公司生物制药板块运营主体为成大生物，经营产品为成大速达人用狂犬病疫苗与成大

利宝乙脑疫苗。近三年，生物制药板块收入持续增长，毛利率始终保持很高水平，是公司利润主要来源之一。2018年，公司生物制药板块

业务实现收入13.91亿元，同比增长9.01%。

受国家进一步加强对疫苗市场的监管力度及新版GMP标准提高的影响，2010年以来其他厂家获得批签发证书的合格产品大幅度减少，国内狂犬病疫苗市场呈现出供求紧张局面。成大生物狂犬病疫苗的市场占有率一直稳定在50%左右，销售收入、市场占有率和利润指标在国内狂犬病疫苗行业排名中名列榜首。2018年，成大生物人用狂犬病疫苗共销售689.50万人份，同比增长14.47%。

成大人用乙脑灭活疫苗2018年共销售146.53万支，同比下降5.23%。

(1) 产品研发

成大生物研发中心与各大高校、科研院所保持着长期的合作关系，并下设 70 人的研发团队。目前，研发部门共分三个开发方向：包括人用病毒性疫苗、人用细菌性疫苗及动物疫苗项目。2016—2018 年，公司生物制药板块研发投入分别为 5864 万元、5167 万元和 7496 万元。

成大生物已经开展和即将论证的研发项目及品种如下：四价流感病毒裂解疫苗、甲型肝炎灭活疫苗（人二倍体细胞）、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、冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）。

(2) 产品生产

成大生物引进国际领先的大规模工业化疫苗生产技术平台-生物反应器高密度微载体悬浮细胞培养技术，该技术是由世界卫生组织（WHO）和洛克菲勒基金会（RF）资助开发，

历时 15 年完成的高技术成果。生产流程为：配液-灭菌除菌-建立毒种库-建立 Vero 细胞库-细胞罐工序-超滤浓缩灭活液-纯化-合苗-洗瓶-灌封-轧盖-灯检-包装-最终完成成品。随着工艺规程、机器部件等技术的改进，成大生物全年投料损失率不断降低，产品污染率降低，投料损失减少，产成品成率提高。

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

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

产量方面，2018 年成大生物狂犬疫苗产量为 742 万人份，同比下降 11.71%，主要系 2017 年底库存量较高所致。人用乙脑灭活疫苗产量同比下降 51.16%至 109 万支，主要系该产品接种受季节性波动影响明显，市场销售旺季在 4~6 月，且 2018 年初库存量较为充足，故成大生物产销协调于 2018 年下半年集中投入生产。截至 2018 年底，公司狂犬疫苗和人用乙脑疫苗库存分别为 273.83 万人份和 99.72 万支。2019 年 1—9 月，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，狂犬疫苗产销量分别为 605 万人份和 602 万人份，同比分别增长 18.23%和 6.20%。

表 3 公司主要疫苗产销情况

产品		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
狂犬疫苗	产量（万人份）	330	841	742	605
	销量（万人份）	641	602	690	602
乙脑疫苗	产量（万支）	267	160	109	177
	销量（万支）	99	155	147	105
兽用疫苗	产量（万头份）	--	--	--	--
	销量（万头份）	2	--	--	--

资料来源：公司提供

注：兽用疫苗因销量长期低于预期，于 2017 年 2 月起停产

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

成大生物生产用原材料主要包括人血白蛋白、牛血清和管制瓶等，成大生物与供应商结算采取信用及支票电汇等结算方式，2018 年前五大供应商合计采购 6583.37 万元，占成大生物总采购比重的 31.90%。

(3) 产品销售

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

成大生物外销产品通过国外经销商进行业务拓展与销售服务。成大生物根据不同的国家特点制定适合其国家的销售策略，以在各国寻找本地总代理的模式为主，对于市场需求大的国家，对其市场进行细化，进行区域划分和层级划分，并在重点市场进行临床支持，在其相应国家进行有针对性的临床试验和上市后观察。2016—2018 年，公司生物制药国外收入分别为 4287 万元、7690 万元和 9968 万元。

结算方面，公司采用赊销方式，还款周期一般为 6 个月。公司采用控制客户信用的方法进行应收账款管理，即根据客户区域内每个产品的市场容量、市场占有率、客户级别、客户信用及行业内客户的回款习惯等因素，为每个客户制定信用期限并核定信用额度，要求客户的应收账款在信用期限之内，不符合要求的特

别发货需要得到销售经理的逐级审批。截至目前，成大生物拥有客户 1800 余家，区域覆盖程度较高。

表 4 公司生物制药收入情况（单位：亿元）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
狂犬疫苗	9.80	11.74	12.86	12.07
乙脑疫苗	0.50	1.02	1.04	0.74
合计	10.30	12.76	13.91	12.81

资料来源：公司提供

2018 年，成大生物前五大客户分别是泰国、北京市疾控中心、孟加拉、埃及、东莞市疾病预防控制中心，占总销售额的 12.49%，集中度较低。

3. 商品流通

(1) 医药连锁

公司医药连锁业务的经营主体为子公司成大方圆。“成大方圆”被认定为“中国驰名商标”，是全国医药行业第一个服务类“中国驰名商标”。截至 2019 年 9 月底，成大方圆共有门店 1487 家，其中辽宁省内 1163 家，占比达 78.21%。2018 年，成大方圆实现收入 30.27 亿元。

表 5 截至 2019 年 9 月底成大方圆门店连锁情况

省份	门店数量（个）	比重（%）
辽宁	1163	78.21
内蒙	227	15.27
河北	60	4.03
吉林	23	1.55
山东	14	0.94
合计	1487	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。

2018 年，公司医药连锁业务从前五名供应商合计采购 7.78 亿元，占总采购额的 34.22%，集中度一般。

表 6 2018 年公司医药连锁前五名供应商
(单位: 万元)

供应商名称	采购金额
辽宁省医药对外贸易有限公司	34680.93
国药控股沈阳有限公司	20006.06
深圳华润三九医药贸易有限公司	8474.54
辽宁九州通医药有限公司	7331.85
诺和诺德(中国)制药有限公司	7284.51
合计	77777.89

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

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。

钢铁产品：公司业务围绕钢铁产业链，充分利用资金、品牌和专业优势，业务领域向上下游不断延伸，目前已初步形成以大宗钢铁原料贸易业务为主，钢材销售和钢材进出口业务为辅的具有一定规模和影响力的钢铁贸易企业，产品涉及焦炭、铁矿砂、钢坯、型材、建材以及钢材深加工产品等主营产品。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。

表 7 2019 年 1—9 月钢铁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	26.35	线材、螺纹钢、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	6.88	矿砂、焦炭、线材、盘螺、螺纹钢、钢坯
天津宝利瑞达贸易有限公司	4.35	矿砂
本溪北营钢铁(集团)股份有限公司	3.87	螺纹钢
唐山市举恒商贸有限公司	3.47	焦煤
合计	44.92	--

资料来源: 公司提供

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。

表 8 2019 年 1—9 月钢铁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	28.60	矿砂、焦炭、地矿
唐山市双盈工贸有限公司	3.63	焦煤
中铁铁龙(营口)国际物流贸易有限公司东丰分公司	3.28	焦炭
江西鑫润航达供应链管理有限公司	2.53	焦炭

表 9 公司内贸业务情况(单位: 万元)

分品种	销售收入			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
钢铁产品	52445.00	585253.73	1092101.86	800779.98
化工产品	89367.48	30157.53	18413.74	--
煤炭	89528.52	102307.87	186753.94	104306.91
粮油	285.48	--	45.73	--
木材产品	3920.69	1699.48	316.27	--
纺织品	18788.00	22338.59	25631.90	17707.00
水产品	--	839.15	342.47	2153.13
其他	3283.16	4159.94	5225.21	1033.56

沈阳联天红贸易有限公司	2.36	线材、螺纹
合计	40.41	--

资料来源: 公司提供

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, 上游采购一般需支付 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。2016—2018 年, 由于钢贸环境改善, 公司主动扩大钢贸业务, 2018 年钢贸业务实现收入 109.21 亿元, 同比增长 86.60%。

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。公司自 2012 年开始煤炭贸易以来, 贸易额提升显著, 2018 年达到 18.68 亿元。

合计	257618.33	746756.30	1328831.12	1141444.90
----	-----------	-----------	------------	------------

资料来源：公司提供

4. 进出口贸易

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

纺织品大类商品：公司主要经营毛织、棉织、梭织、针织服装等纺织品的出口业务，出口国家以日本、美国和欧洲为主，国内原料的采购与成品加工主要选择与东北、山东等地区

的工厂合作。目前，公司的目标客户主要是一些中小经销商，订单金额小而分散，产品低端且附加值较小。公司在纺织品大类贸易业务领域，全部为自营的业务方，公司与国外客户（其中 50%为老客户）洽谈订单细节并签订合同。公司按照洽谈的订单合同委托国内客户进行贴牌生产，同时自行采购订单所需的原材料。与国外客户结算采取约 50%国外信用证，约 50%现金结算。

表 10 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			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
纺织品大类	82252.00	95574.19	95686.21	58481.00
化工产品	72168.06	84750.71	21052.98	1874.24
杂粮豆类产品	332.22	--	1333.74	--
木材产品	5813.90	7184.70	2234.49	--
水产品	1731.87	5342.70	15978.66	34237.35
医药	3244.30	3511.22	2921.41	4374.45
钢铁	34799.00	10603.94	--	5.17
其他	--	--	21.42	--
合计	200341.35	206967.46	139228.91	98972.21

资料来源：公司提供

5. 能源开发

油页岩资源的综合利用和开发是公司投资计划重点项目。

（1）成大弘晟

成大弘晟成立于 2007 年 12 月，是公司的全资子公司，投资开发桦甸油页岩综合项目。成大弘晟第一期（两组炉）于 2010 年点火试运行成功，并于 2012 年 6 月正式投产，公司累计投资成大弘晟 31.18 亿元。

2016 年 1 月 29 日，由于页岩油市场价格持续下跌，成大弘晟难以摆脱经营困境。公司经过统筹考虑，决定长期停止成大弘晟的生产

运营活动，并将因改变报表编制基础而产生的 11.09 亿元损失，计入了 2015 年当期损益。

2017 年 9 月 14 日，由于当地资源赋存条件限制导致成大弘晟开采能力不足和成本过高，以及国际原油市场油价大幅度下跌影响，公司决定转让成大弘晟全部股权。成大弘晟净资产评估价值为 3.05 亿元，公司决定按照此评估结果报请国有资产管理部门进行核准审批后，按照国有资产交易的相关规定，通过产权交易中心进行公开正式挂牌转让上述股权。

挂牌期内，征集到意向受让方桦甸丰泰热电有限责任公司（以下简称“丰泰热电”）。2018

年8月29日,大连产权交易所确认了公司与丰泰热电签订的《产权交易合同》(编号:182066),最终交易价款为17670万元。由于公司对成大弘晟享有债权8097.47万元,故出让成大弘晟股权收回资金合计25767.47万元。

(2) 新疆宝明

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。

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。

项目进展情况

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

在极端不利的市场条件下,新疆宝明合理

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

2018年,新疆宝明共生产页岩油10.74万吨,项目产能利用率较低,项目年度收益受到较大影响。

新疆宝明油页岩综合开发利用一期总投资为43.41亿元,截至2019年6月底,新疆宝明已投入42.28亿元,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。目前新疆宝明主要进行后续工程尾款支付。新疆宝明油页岩综合开发利用技术改造项目总投资1.10亿元,新疆宝明已投入0.97亿元(截至2019年6月底),全部来自自有资金,现正逐步恢复生产。未来资金投入不大。

截至2018年底,新疆宝明资产总额为51.43亿元,所有者权益为-3.03亿元。2018年,新疆宝明实现营业收入1.98亿元,利润总额-3.98亿元,亏损同比减少0.74亿元。其中财务费用1.80亿元,主要为费用化利息支出;固定资产折旧0.60亿元;销售及管理费用0.74亿元;存货减值损失0.30亿元。截至2019年9月底,新疆宝明总资产为54.70亿元,所有者权益为-0.25亿元;2019年1—9月实现营业收入1.03亿元,净利润-3.34亿元。

6. 股权投资

公司于1999年4月参股广发证券,广发证券于2010年2月12日在A股市场借壳上市,公司持股禁售期至2013年2月12日。2011年8月,广发证券以非公开发行股票的方式向10名特定投资者发行了45260万股人民币普通股(A股),公司未参与此次非公开发行,持股比例由24.93%变更为21.12%。2015年4月,广发证券H股上市后,公司持股比例降至16.40%。截至2019年9月底,公司对广发证券直接持股

比例为 16.40%，为广发证券第三大股东，持有 12.50 亿股。

2016—2018 年，广发证券对公司贡献的投资收益分别达到 13.19 亿元、14.12 亿元和 7.05 亿元，分别占当期营业利润比例的 94.35%、74.99%和 69.80%。2016—2018 年，公司收到广发证券现金分红分别为 10.01 亿元、4.38 亿元和 5.00 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 9 月底，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2018年底，广发证券（合并）资产总额为3891.06亿元，所有者权益合计886.29亿元（其中包含少数股东权益36.11亿元）；2018年，广发证券实现营业收入152.70亿元，利润总额60.04亿元。

截至2019年9月底，广发证券（合并）资产总额为3832.20亿元，所有者权益合计950.14亿元（其中包含少数股东权益35.92亿元）；2019年1—9月，广发证券实现营业收入173.58亿元，利润总额77.57亿元。

2015年12月30日，公司以现金82.66亿元人民币成功竞得中华保险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2018年底，中华保险总资产为694.70亿元，净资产为171.44亿元；2018年，中华保险实现营业收入434.23亿元，净利润10.15亿元。2018年，中华保险贡献权益法核算的投资收益1.72亿元。截至2019年9月底，中华保险总资产为789.22亿元，净资产为181.96亿元；2019年1—9月，中华保险实现营业收入372.46亿元，净利润10.15亿元。

表 11 公司主要金融机构股权投资情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2019 年 1—9 月	
	广发证券	中华保险	广发证券	中华保险
初始投资额(亿元)	4.60	82.66	4.60	82.66
期末账面值(亿元)	139.46	89.53	149.97	91.44
持有/处置获得投资收益(亿元)	7.05	1.72	9.21	1.77
现金分红(亿元)	5.00	--	--	--

资料来源：公司提供

注：1.表中现金分红金额为公司当年实际收到的现金金额（含税）；2.上述股权均未质押

7. 经营效率

2016—2018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均持续上升，三年均值为11.01次、8.33次和0.45次，2018年分别为14.16次、9.86次和0.54次。近三年，公司整体经营效率有所提升。

8. 未来发展

公司将努力优化现有经营领域，创新商业模式。促进生物制药、商贸流通、能源开发和金融服务四个经营领域的协调发展，努力探索并实现在医疗健康领域的突破；进一步调整经营结构，优化资源配置，逐步形成

产融协同，资产、资本经营并举的新格局。在各个经营领域内，实行专业化发展，打造行业地位突出，影响力显著，竞争力强劲的一流专业化企业，不断提升公司价值和影响力。

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

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

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

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

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

为提升投资价值，实现价值共享，公司全力支持广发证券实现“中国领先、亚太一

流的证券金融集团”的战略目标，提升行业地位和影响力；要深入研究保险行业特点及发展趋势，共同促进中华保险业务领域不断向纵深拓展，努力实现跨越式发展。同时，积极推进与广发证券和中华保险的战略合作，促进公司产融协同，为公司发展增加动力。

总体看，公司发展规划重点集中在生物制药、医药连锁、股权投资等领域，其中，公司在生物疫苗和医药连锁领域拥有较高的品牌知名度和竞争实力，发展前景良好；公司积极调整大宗商品贸易结构，有助于在一定程度上保持业务盈利能力；广发证券和中华保险对公司利润形成有力补充；公司能源开发业务受页岩油市场波动影响，持续亏损，联合资信将继续关注公司页岩油项目运营情况。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年三季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2016 年，不再纳入合并范围的子公司有 2 家，其中包含出售成大沿海产业（大连）基金管理有限公司和清算辽宁康心美商业连锁有限公司。2017 年，新设子公司 3 家，注销子公司 1 家。2018 年，公司通过收购新增合并子公司 1 家，处置子公司 1 家。2019 年 1—9 月，公司合并范围未发生变化。近年来，合并范围变化对财务数据的可比性影响小。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 357.87 亿元，所有者权益合计 216.16 亿元（其中包含少数股东权益 13.46 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 192.75 亿元，利润总额 9.83 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产

总计 376.95 亿元，所有者权益合计 228.87 亿元（其中包含少数股东权益 13.76 亿元）。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 137.88 亿元，利润总额 12.91 亿元。

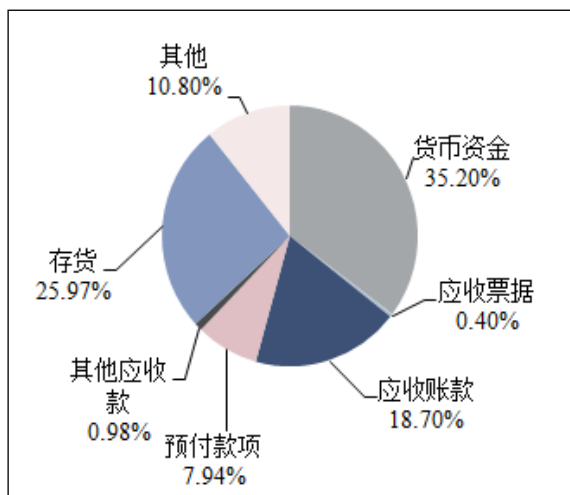
2. 资产质量

近三年，公司资产总额持续增长。截至 2018 年底，公司资产总额为 357.87 亿元，较上年底变化不大，其中流动资产占 19.02%，非流动资产占 80.98%。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产持续增长。截至 2018 年底，公司流动资产为 68.07 亿元，较上年底变化不大，流动资产中占比较大的主要为货币资金、应收账款和存货。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2018 年年报

2016—2018 年，公司货币资金分别为 16.81 亿元、22.43 亿元和 23.96 亿元。截至 2018 年底，公司货币资金主要为银行存款（占 87.27%），受限货币资金为 0.98 亿元。

2016—2018 年，公司应收账款持续下降。截至 2018 年底，公司应收账款为 12.73 亿元。从账龄看，列入账龄组合的应收账款中 1 年以内占 88.70%。2018 年，公司对应收账款计提坏账准备 1.85 亿元，计提比例 12.70%，计提较充分。

2016—2018 年，公司存货持续增长。截

至 2018 年底，公司存货为 17.68 亿元。从构成看，库存商品占 65.05%、半成品占 10.92%、发出商品占 9.28%。公司库存商品主要是药品及钢材。2018 年，公司对存货计提跌价准备 0.70 亿元，计提比例为 3.81%。

2016—2018 年，公司其他流动资产波动增长。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 7.26 亿元，同比增长 69.90%，主要是其他债权 4.50 亿元（固定收益型理财产品）及待抵扣进项税 2.27 亿元。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产波动增长。截至 2018 年底，公司非流动资产为 289.79 亿元，主要由长期股权投资（占 79.20%）和固定资产（占 12.31%）构成。

2016—2018 年，公司长期股权投资持续增长。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 229.53 亿元，主要由对广发证券和中华保险的投资构成，2018 年底账面余额分别为 139.68 亿元和 89.54 亿元，分别占 60.85%和 39.01%。公司持有的广发证券和中华保险的股权均未质押。

2016—2018 年，公司固定资产波动增长。截至 2018 年底，公司固定资产为 35.67 亿元，同比增长 12.03%。从构成看，房屋及建筑物占 63.33%，机器设备占 34.62%。公司累计计提折旧 12.57 亿元，计提固定资产减值准备 47.27 万元。

2016—2018 年，公司在建工程分别为 1.22 亿元、6.71 亿元和 6.28 亿元。截至 2018 年底，公司在建工程主要由新疆宝明矿业有限公司油页岩综合开发利用一期项目 1.06 亿元和新疆宝明油页岩综合开发利用技术改造项目 4.23 亿元构成。上述两个项目预算数分别为 43.41 亿元和 10.95 亿元，工程进度分别为 99.99%和 90.00%，工程累计投入占预算比例分别为 75.03%和 83.17%。

2016—2018 年，公司其他非流动资产分别为 10.22 亿元、10.20 亿元和 1.54 亿元。截

至 2018 年底，公司其他非流动资产同比下降 84.94%，主要系成大弘晟股权转让所致。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 376.95 亿元，较 2018 年底增长 5.33%，流动资产占 19.12%，非流动资产占 80.88%。其中，交易性金融资产为 4.24 亿元，较上年年底增加 4.24 亿元，主要系公司委托理财增加所致；其他流动资产为 3.46 亿元，较上年年底减少 3.79 亿元，主要系公司购买的国债逆回购到期赎回所致；长期股权投资为 242.04 亿元，较上年年底增加 12.51 亿元，主要系权益法下确认的投资损益增加所致；固定资产较上年年底增加 3.30 亿元，在建工程较上年年底减少 2.31 亿元，主要系新疆宝明技改项目转固所致。

总体看，公司流动资产中货币资金、应收账款及存货占比较高；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，公司资产质量较好。

3. 所有者权益和负债

(1) 所有者权益

近三年，公司所有者权益持续增长。截至 2018 年底，公司所有者权益为 216.16 亿元，较上年年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益为 202.70 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 7.55%，资本公积占 31.61%，盈余公积占 4.07%，未分配利润占 56.72%，权益结构变化不大。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益为 228.87 亿元，较 2018 年底增长 5.88%。其中，其他综合收益为 3.42 亿元，较 2018 年底增加 3.37 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。权益结构较 2018 年底变动不大。

总体看，公司所有者权益稳步增长，但未分配利润占比高，权益稳定性一般。

(2) 负债

近三年，公司负债总额有所增长。截至 2018 年底，公司负债总额为 141.70 亿元，同比变化不大。负债构成方面，流动负债占 72.82%，非流动负债占 27.18%，非流动负债占比有所增长。

2016—2018 年，公司流动负债逐年下降。截至 2018 年底，公司流动负债合计 103.18 亿元，同比下降 5.25%。流动负债以短期借款（占 38.53%）和其他流动负债（占 33.92%）为主。

2016—2018 年，公司短期借款分别为 47.63 亿元、61.51 亿元和 39.76 亿元。截至 2018 年底，公司短期借款同比下降 35.37%。其中，信用借款占 87.80%，保证借款占 12.20%。

2016—2018 年，公司应付账款持续下降。截至 2018 年底，公司应付账款为 7.88 亿元，同比下降 14.90%，主要为应付货款、工程和设备款。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 11.90 亿元，同比大幅增长，主要由一年内到期的长期借款 1.90 亿元和将于 2019 年 11 月 16 日到期的 10 亿元中期票据“16 辽成大 MTN001”构成。

2016—2018 年，公司其他流动负债分别为 37.00 亿元、29.00 亿元和 35.00 亿元，全部为公司发行的短期融资券和超短期融资券。

近三年，公司非流动负债持续增长。截至 2018 年底，公司非流动负债为 38.52 亿元，同比增长 18.28%，主要由长期借款 5.00 亿元和应付债券 30.00 亿元构成。

有息债务方面，近三年，公司有息债务规模持续增长。截至 2018 年底，公司全部债务为 124.72 亿元，同比增长 4.09%，其中短期债务为 89.72 亿元，同比下降 4.90%，长期债务为 35.00 亿元，同比增长 37.36%。

债务指标方面，近三年，公司资产负债率持续小幅下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续增长。截至 2018 年底，上述指标分别为 39.60%、36.59%和 13.94%。

截至2019年9月底,公司负债合计148.09亿元,较2018年底增长4.50%,增长主要来自非流动负债,其中应付债券增加28.00亿元至58.00亿元(主要系发行了“19辽成大MTN001”“19辽成大MTN002”“19辽成大MTN003”和“19成大01”),非流动负债占比上升至41.72%。截至2019年9月底,公司全部债务为125.89亿元,较上年底增长0.94%。同期,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39.28%、35.49%和20.22%。

近年来,随着新疆宝明油页岩项目的持续投入,公司负债规模有所增长,有息债务结构虽有调整,但仍以短期债务为主,债务结构有待进一步优化。

4. 盈利能力

近三年,公司营业收入规模快速增长。2018年,公司实现营业收入192.75亿元。同期,受贸易板块毛利率较低且收入比重上升影响,公司营业利润率同比减少2.97个百分点至11.72%。

近三年,公司期间费用分别为19.49亿元、21.11亿元和22.17亿元。2018年,公司期间费用同比增长5.02%,主要系销售费用增长所致。公司费用对主业利润侵蚀影响大。

2016—2018年,公司分别实现投资收益16.09亿元、20.50亿元和8.73亿元,主要由当期权益法核算下广发证券产生的投资收益构成。公司盈利对投资收益依赖程度高。受此影响,2018年,公司利润总额为9.83亿元,同比下降39.36%。

从盈利指标来看,近三年,公司总资产收益率和净资产收益率均呈波动下降趋势。2018年,公司总资产收益率和净资产收益率同比均有所下滑,分别为4.30%和3.95%。

2019年1—9月,公司实现营业收入137.88亿元,同比下降2.69%;实现利润总额12.91亿元,同比增长41.52%,其中投资收益

为11.12亿元,同比增长46.74%,主要系联营企业投资收益增长所致。同期,公司营业利润率为13.73%,同比增加1.58个百分点,主要系低利润率的大宗贸易占比下降所致。

近年来,公司整体经营规模不断增长,主要利润来源为广发证券及中华保险的投资收益,对公司盈利水平影响大。整体看,公司主营业务盈利能力偏弱,投资收益规模较大且具有一定持续性。

5. 现金流分析

从经营活动看,2016—2018年,公司经营现金流入快速增长。2018年,公司经营现金流入量167.24亿元,同比增长27.87%,主要是销售商品、提供劳务收到的现金。同期,公司经营活动现金流出亦大幅增长,为162.38亿元。2018年,公司经营活动现金流量净额为4.86亿元。从收入实现质量来看,2018年,公司现金收入比为85.27%,公司收入实现质量一般。

从投资活动看,近三年,公司投资活动现金流入保持稳定。2018年,公司投资活动现金流入33.41亿元,其中收回投资收到的现金25.48亿元,主要是理财产品到期收回;取得投资收益收到的现金5.33亿元,主要是广发证券现金分红。2016年,公司支付中华控股股权82.66亿元,当期投资活动现金流出94.32亿元。2017—2018年,投资活动现金流出规模保持稳定。2018年,公司投资活动现金流出33.39亿元,主要由投资支付的现金构成。2018年,公司投资活动现金流量净额0.02亿元。

从筹资活动看,近三年,公司筹资活动现金流入量逐年减少。2018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,2018年公司筹资活动现金净流量为-3.50亿元。

2019年1—9月,公司经营活动现金流量净额为4.28亿元;公司投资活动现金净流出

4.62 亿元，主要是银行理财的现金支出及成大生物固定资产及在建工程增加；筹资活动现金流净额为-6.18 亿元。

近年来，公司经营获现能力有所下降，投资现金流以银行理财为主，考虑到公司在建工程规模较小，未来资本支出压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率均持续增长。截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 65.97% 和 48.84%。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 83.52% 和 57.67%。考虑到公司持有的 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，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 20.64 亿元、24.49 亿元和 19.45 亿元，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均有所波动，2018 年分别为 3.18 倍和 6.41 倍，公司长期偿债能力同比有所弱化。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信 128.15 亿元，尚未使用额度为 88.02 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。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 315.52 亿元，同比变动不大；其中流动资产占 15.37%，非流动资产占 84.63%。截至 2018 年底，母公司流动资产主要由货币资金（8.15 亿元）和其他应收款（39.95 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 32.79 亿元，应收成大钢铁 5.86 亿元。非流动资产主要由长期股权投资（252.75 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 2018 年底，母公司负债合计 119.72

亿元，同比变动不大。其中，流动负债占 70.77%。截至 2018 年底，母公司负债主要由短期借款（34.91 亿元）、一年内到期的非流动负债（11.90 亿元）和应付债券（30.00 亿元）构成。

盈利能力方面，2018 年，母公司实现营业收入 0.64 亿元；期间费用 4.72 亿元；投资收益为 9.89 亿元，实现利润总额 5.75 亿元。

截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额为 328.32 亿元，非流动资产占 85.34%。其中，货币资金较上年底减少 5.48 亿元至 2.67 亿元；其他应收款较上年底增加 5.48 亿元至 45.43 亿元；长期股权投资为 265.36 亿元，较上年底增加 12.61 亿元，主要系广发证券实现投资收益所致。截至 2019 年 9 月底，母公司全部债务为 118.25 亿元，较上年底保持稳定，其中短期债务占 50.95%。2019 年 1—9 月，母公司取得投资收益 12.37 亿元，利润总额为 9.44 亿元；取得投资收益收到的现金为 1.86 亿元。

总体看，母公司自身无实际经营性业务，利润主要来自投资收益。母公司债务负担重，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补充。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 7 亿元，占 2019 年 9 月底长期债务的 12.07%，占全部债务的 5.56%，对公司现有债务规模有一定影响。

截至 2019 年 9 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 39.28%、35.49% 和 20.22%。本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，上述指标将分别上升至 40.39%、36.73% 和 22.12%。考虑到本期中期票据募集资金将部

分用于偿还有息债务，公司实际债务负担可能低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额的偿债倍数分别为12.35倍、18.69倍和23.89倍；公司经营活动现金流量净额对本期中期票据发行金额的偿债倍数分别为0.84倍、0.14倍和0.69倍；公司EBITDA对本期中期票据发行金额的保障倍数分别为2.95倍、3.50倍和2.78倍；公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据本金覆盖程度强。

总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

十一、 结论

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

公司目前主要利润来源为广发证券及中华控股的投资收益，近年均获得较稳定的现金分红。目前，公司整体资产质量较好，广发证券和中华控股股权变现能力强。但公司能源业务持续亏损，且与本部关联往来资金规模较大，对本部整体资产流动性造成一定影响。同时，公司股权分散，直接融资比例较高，债务结构有待优化。

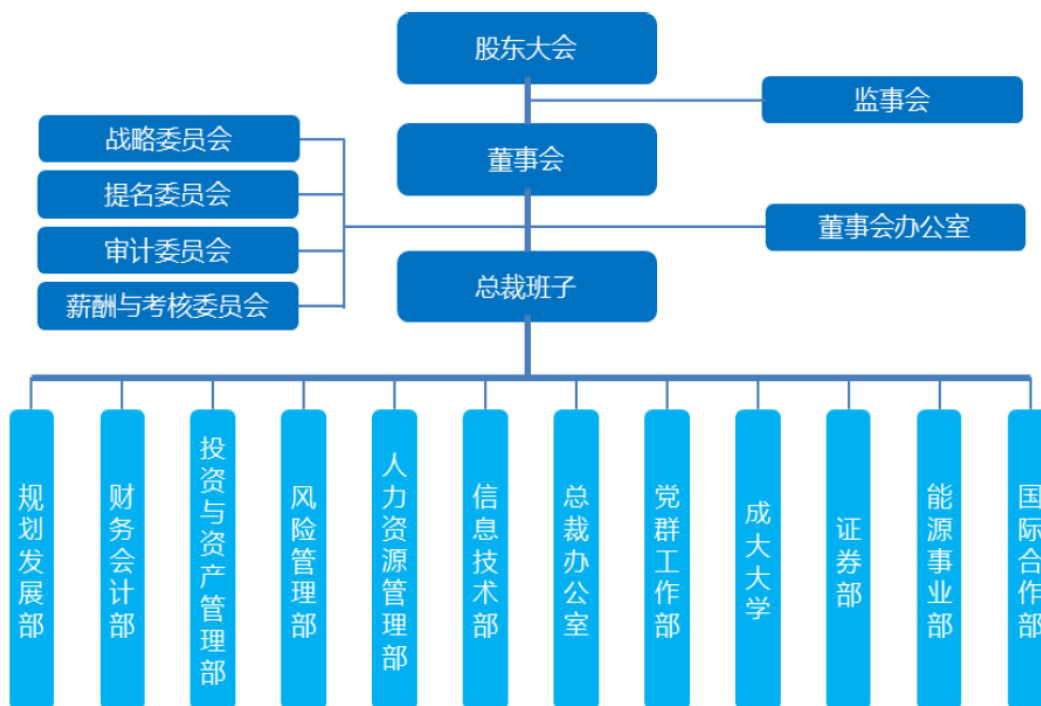
公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。公司未来发展规划重点集中在生物制药和股权投资等领域，随着股权投资效益持续呈现，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	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	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	国内外贸易	93.60	--	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	国内外贸易	100.00	--	投资设立
成大方圆医药集团有限公司	沈阳市和平区中山路 205 号	医药投资管理	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	生物药品研发、生产	60.54	--	同一控制下企业合并
沈阳成大弘晟能源研究院有限公司	沈阳市和平区南三经街 2 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	矿石及矿产品购销	60.50	--	非同一控制下企业合并

资料来源：公司审计报告

注：《新疆宝明矿业有限公司章程》第二十三条规定，股东会会议由股东按照以下比例行使表决权：（1）辽宁成大股份有限公司：百分之六十二（62%）；（2）陕西古海能源投资有限公司：百分之二十一点七一（21.71%）；（3）陕西宝明矿业有限责任公司：百分之十六点二九（16.29%）

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.42	21.27	23.21	20.90
资产总额(亿元)	332.52	355.16	357.87	376.95
所有者权益(亿元)	200.04	213.69	216.16	228.87
短期债务(亿元)	97.58	94.34	89.72	67.89
长期债务(亿元)	10.00	25.48	35.00	58.00
全部债务(亿元)	107.58	119.82	124.72	125.89
营业收入(亿元)	87.50	139.99	192.75	137.88
利润总额(亿元)	12.20	16.21	9.83	12.91
EBITDA(亿元)	20.64	24.49	19.45	--
经营性净现金流(亿元)	5.90	0.97	4.86	4.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.59	9.37	14.16	--
存货周转次数(次)	5.70	7.52	9.86	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.41	0.54	--
现金收入比(%)	96.78	92.02	85.27	85.59
营业利润率(%)	20.42	14.69	11.72	13.73
总资本收益率(%)	5.13	5.98	4.30	--
净资产收益率(%)	5.35	6.97	3.95	--
长期债务资本化比率(%)	4.76	10.65	13.94	20.22
全部债务资本化比率(%)	34.97	35.93	36.59	35.49
资产负债率(%)	39.84	39.83	39.60	39.28
流动比率(%)	48.53	57.93	65.97	83.52
速动比率(%)	35.78	42.57	48.84	57.67
经营现金流动负债比(%)	5.06	0.89	4.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.21	4.89	6.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.06	4.83	3.18	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标中；现金类资产已剔除受限货币资金

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.45	3.86	8.16	2.67
资产总额(亿元)	281.93	305.92	315.52	328.32
所有者权益(亿元)	178.82	195.43	195.80	207.02
短期债务(亿元)	90.50	82.81	81.81	60.25
长期债务(亿元)	10.00	25.48	35.00	58.00
全部债务(亿元)	100.50	108.29	116.81	118.25
营业收入(亿元)	0.66	0.65	0.64	0.45
利润总额(亿元)	11.30	16.26	5.75	9.44
EBITDA(亿元)	16.10	20.92	11.44	--
经营性净现金流(亿元)	5.12	-10.88	-5.76	-4.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	172.42	594.26	--	--
存货周转次数(次)	42.45	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	1.77	2.17	2.02	1.59
营业利润率(%)	87.65	87.90	88.32	87.90
总资本收益率(%)	5.76	6.89	3.66	--
净资产收益率(%)	6.32	8.32	2.94	--
长期债务资本化比率(%)	5.30	11.53	15.16	21.88
全部债务资本化比率(%)	35.98	35.66	37.37	36.35
资产负债率(%)	36.57	36.12	37.94	36.95
流动比率(%)	29.68	44.54	57.21	76.25
速动比率(%)	29.68	44.54	57.21	76.25
经营现金流动负债比(%)	5.50	-12.79	-6.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.24	5.18	10.21	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.35	4.48	2.01	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标中

附件 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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 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

联合资信评估有限公司关于

辽宁成大股份有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

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