

辽宁成大股份有限公司

2024 年度第一期中期票据

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕6586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及其拟发行的 2024 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定辽宁成大股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，辽宁成大股份有限公司 2024 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十三日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

五、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。

六、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。

七、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。

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

2024 年度第一期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA+/稳定	AA+/稳定	2024/07/23

债项概况 本期债项基础发行规模为 0.00 亿元，发行规模上限为 10.00 亿元，期限为 3 年；按年付息，到期一次性还本；募集资金用于偿还有息债务。

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元化经营的上市公司；治理结构较为完善，管理体系规范；股权结构分散，实际控制人可能发生变更。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优势显著，受市场竞争加剧等因素影响，近年来营业收入及盈利能力有所下滑；商品流通业务受业务机会减少等因素影响，收入规模有所下降；能源开发业务为页岩油矿的开采与销售，近年来经营持续亏损，现已临时停产，需关注公司本部对其资金拆借款的回收风险；持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股权流动性强且市值高，权益法确认的投资收益为利润总额的核心来源。受上述细分业务经营变化影响，近年来公司利润总额出现下滑，2023 年净利润发生亏损。财务方面，公司资产流动性及质量良好；债务负担适宜，债务期限结构有待优化，偿债能力指标表现有所弱化，本部持有的上市公司股权市值对利息债务具备保障能力。本期债项的发行对公司债务结构影响较大，公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力较强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 公司实施“医疗医药健康产业与金融投资”双轮驱动的总休发展战略，未来，随着生物制药和股权投资效益逐步体现，公司综合实力有望提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资产质量、资本实力或盈利能力显著提升等。

可能引致评级下调的敏感性因素：实际控制人发生变更；贸易商品价格大幅波动导致风控措施失效，盈利能力及偿债能力大幅弱化；财务指标显著弱化；再融资环境恶化等。

优势

- **生物制药业务在品牌知名度及市场占有率方面优势显著。**成大生物人用狂犬病疫苗自 2008 年以来于中国出售的人用狂犬病疫苗产品中销量稳居第一。
- **股权类资产质量好且流动性强。**截至 2024 年 3 月末，公司直接持有广发证券境内上市内资股（A 股）12.50 亿股，占其总股本 16.40%，未质押，期末参考市值 166.90 亿元。2021—2023 年分别贡献投资收益 19.45 亿元、13.87 亿元和 11.29 亿元，对公司的现金分红分别为 6.15 亿元、6.83 亿元和 4.78 亿元。

关注

- **公司股权结构分散，实际控制人可能发生变更。**截至 2024 年 5 月 16 日，公司注册资本和股本均为 15.30 亿元，控股股东辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“辽宁国资”）对公司的持股比例为 11.11%，第一大股东韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”）对公司的持股比例为 15.30%，公司股权结构分散，存在控股股东及实际控制人变动的风险。
- **盈利能力有所下滑。**2023 年，受医药医疗、供应链及能源开发板块核心业务经营实体盈利能力下降，加之广发证券及中华联合保险集团股份有限公司权益法确认的投资收益同比下滑综合影响，公司当期净利润为-0.12 亿元。
- **能源开发业务经营主体持续亏损，对本部资金占用量大。因露天矿采场所需新增用地手续尚未取得，现已临时停产。**公司对能源业务的资金投入规模大，截至 2023 年末，公司本部对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 68.17 亿元，较上年末增长 11.86%，账龄偏长；2021—2023 年，新疆宝明净利润分别为-1.01 亿元、-7.41 亿元和-12.88 亿元。同时，因露天矿采场所需新增用地手续尚未取得，新疆宝明采矿作业受到直接影响，于 2024 年 1 月临时停产。
- **债务期限结构有待优化。**截至 2023 年末，公司合并口径全部债务 140.31 亿元，短期债务占 76.30%；本部全部债务 130.39 亿元，短期债务占 79.27%。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：无				--
评级结果				AA ⁺

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

主要财务数据

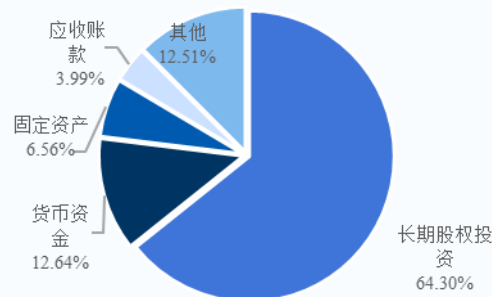
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	89.36	87.69	70.28	67.87
资产总额（亿元）	480.18	481.48	469.01	473.15
所有者权益（亿元）	314.77	322.28	316.23	318.15
短期债务（亿元）	124.79	101.20	107.05	92.50
长期债务（亿元）	25.53	44.81	33.26	33.34
全部债务（亿元）	150.32	146.00	140.31	125.84
营业总收入（亿元）	183.73	145.65	107.83	24.61
利润总额（亿元）	26.34	17.15	1.09	0.91
EBITDA（亿元）	36.63	27.54	11.43	--
经营性净现金流（亿元）	3.14	14.27	1.20	-3.57
营业利润率（%）	12.39	18.07	16.89	13.41
净资产收益率（%）	7.91	4.52	-0.04	--
资产负债率（%）	34.45	33.06	32.57	32.76
全部债务资本化比率（%）	32.32	31.18	30.73	28.34
流动比率（%）	101.30	120.98	97.63	96.05
经营现金流动负债比（%）	2.30	12.88	1.03	--
现金短期债务比（倍）	0.72	0.87	0.66	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	5.58	4.19	1.69	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.10	5.30	12.28	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	403.39	405.20	408.36	411.17
所有者权益（亿元）	255.63	263.76	268.41	271.35
全部债务（亿元）	144.27	134.31	130.39	115.35
营业总收入（亿元）	0.11	0.09	0.09	0.02
利润总额（亿元）	16.21	13.14	5.94	1.50
资产负债率（%）	36.63	34.91	34.27	34.01
全部债务资本化比率（%）	36.08	33.74	32.70	29.83
流动比率（%）	74.85	89.17	77.37	76.51
经营现金流动负债比（%）	-4.15	5.40	-1.32	--

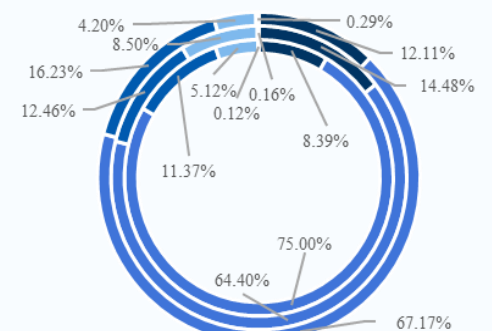
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2021—2023 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2023 年末公司资产构成

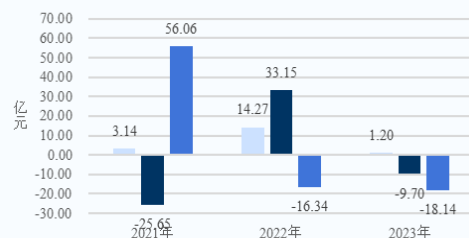


2021—2023 年公司收入构成



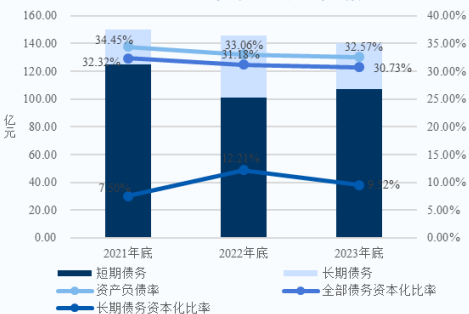
■ 进出口贸易 ■ 商品流通 ■ 生物制药 ■ 能源开发 ■ 其他业务

2021—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2021—2023 年末公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+/稳定	2024/06/25	刘丙江 景雪	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘丙江 liubj@lhratings.com

项目组成员：景雪 jingxue@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

辽宁成大股份有限公司（以下简称“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，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 2024 年 5 月 16 日，公司注册资本和股本均为 15.30 亿元，辽宁国资持有公司 11.11% 的股权（质押率 10.30%），韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”）持有公司 15.30% 股权（质押率 16.08%）。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，公司控股股东为辽宁国资，实际控制人为辽宁省国资委。

公司经营业务涉及医药医疗、金融投资、供应链服务（贸易）和能源开发四大板块，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2024 年 3 月末，公司本部设规划发展部、财务会计部、投资与资产管理部等职能部门；合并范围内二级子公司 10 家。

截至 2023 年末，公司资产总额 469.01 亿元，所有者权益 316.23 亿元（含少数股东权益 28.29 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 107.83 亿元，利润总额 1.09 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额 473.15 亿元，所有者权益 318.15 亿元（含少数股东权益 27.89 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 24.61 亿元，利润总额 0.91 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、本期债项概况

公司拟发行“辽宁成大股份有限公司 2024 年度第一期中期票据”（以下简称“本期债项”），本期债项基础发行规模为 0.00 亿元，发行规模上限为 10.00 亿元，期限为 3 年，按年付息，到期一次性还本。

本期债项无信用增进。

本期债项募集资金将用于偿还有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

四、行业分析

1 医药制造行业

2023 年，受医保控费力度加大、新药研发力度加大、疫情相关用品需求下降、行业内部调整等因素影响，医药制造企业营业收入和利润总额同比有所下降。医药行业是对政策依赖较高的行业，仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，控费仍是行业主旋律，鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求，积极推动仿制药发展，鼓励优质中医药企业发展。2023 年开展的医疗反腐行动长期有益行业健康发展。未来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望逐渐复苏。详见《医药制造行业 2024 年度行业分析》。

2 贸易行业

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑、以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速同比放缓，进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品贸易方面，2023 年，中国固定资产投资增速 3.0%，增速放缓，基建投资景气度仍在高位，房地产新开工面积同比下降 20.4%。受供求关系的影响，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受中国国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

展望 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。同时，中国出口产品结构将持续改善，高附加值的机电产品出口占比有望持续提升，大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见《2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司医药医疗业务保持领先的市场地位；持有的上市公司股权市值高，可贡献可观的投资收益。

公司主营业务分布于医药医疗、金融投资、供应链服务（贸易）和能源开发四大板块。在医药医疗方面，子公司辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”，证券代码：688739.SH，截至 2024 年 3 月末公司直接持股 54.67%，期末参考市值 64.13 亿元，未质押）为科创板上市公司，核心产品包括人用狂犬病疫苗及乙脑灭活疫苗，自 2008 年以来在国内人用狂犬病疫苗市场的占有率连续 15 年保持第一，处于绝对的龙头地位，乙脑灭活疫苗为目前中国唯一在售的乙脑灭活疫苗产品。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 2024 年 3 月末，公司直接持有广发证券境内上市内资股（A 股）12.50 亿股，占其总股本 16.40%，期末参考市值 166.90 亿元。2021—2023 年，广发证券分别对公司贡献投资收益 19.45 亿元、13.87 亿元和 11.29 亿元，对公司的现金分红分别为 6.15 亿元、6.83 亿元和 4.78 亿元。

2 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业和管理经验，员工岗位和学历结构能够满足公司运营及发展需要。

截至 2024 年 3 月末，公司高级管理人员共 5 人，包括 1 名总裁、2 名副总裁、1 名财务总监及 1 名董事会秘书；截至 2023 年末，公司合并口径共有员工 3356 人，其中生产人员 1030 人、销售人员 704 人、技术人员 881 人、财务人员 93 人、行政人员 648 人；从教育程度来看，研究生学历 346 人、大学本科学历 1305 人、专科学历 1054 人、高中及以下学历 651 人。

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，广发证券非执行董事。

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。

3 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 2024 年 5 月 9 日，公司本部无未结清不良信贷信息；已结清信贷信息存在 3 个关注类短期借款账户（均为 2003 年发生且均已正常还款）。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 7 月 16 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

六、管理分析

1 法人治理

公司设立了股东大会、董事会和监事会，治理结构较为完善。

公司按照《公司法》和《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，董事长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，监事会主席由全体监事过半数选举产生。

2 管理水平

公司建立了规范的管理制度，能够满足公司的日常经营管理需要。

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，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。

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司主营业务格局保持稳定，营业总收入规模持续下降，毛利率波动增长。

2021—2023 年，公司主营业务格局保持稳定。2022 年，公司营业总收入同比下降 20.73%。其中，商品流通业务作为公司的主要收入来源，受钢铁贸易应对行业系统风险，规模同比下降影响，收入规模同比下降 31.94%；医疗物资出口带动进出口业务收入同比增长 36.79%；受益于页岩油销售价格上涨，能源开发板块收入同比增长 31.46%。2023 年，公司营业总收入同比下降 25.97%，主要系医疗物资出口规模下降、商品流通业务因价格下跌，贸易机会减少导致收入下降等原因所致，其他核心板块业务收入同比亦有不同幅度下滑。

从毛利率来看，2022 年，毛利率较高的医疗物资出口业务带动进出口贸易板块毛利率同比增加 26.13 个百分点；商品流通业务毛利率同比保持稳定；生物制药业务保持高毛利率水平；受益于油价上涨，能源开发业务毛利率同比增加 5.49 个百分点。2023 年，进出口贸易板块毛利率因医疗物资出口减少而明显下降，商品流通板块毛利率同比保持稳定，生物医药板块毛利率因核心产品竞争加剧而小幅下滑，能源开发板块毛利率因临时停产下降幅度大。上述因素综合作用下，2023 年公司综合毛利率同比下降 1.14 个百分点。

图表 1 • 2022—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	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	15.41	8.39%	10.37%	21.08	14.48%	36.50%	13.06	12.11%	19.12%
商品流通	137.80	75.00%	1.26%	93.79	64.40%	1.32%	72.43	67.17%	1.85%
生物制药	20.88	11.37%	89.85%	18.15	12.46%	87.11%	17.50	16.23%	83.65%
能源开发	9.41	5.12%	11.04%	12.37	8.50%	16.53%	4.52	4.20%	2.37%
其他业务	0.23	0.12%	66.40%	0.25	0.17%	60.55%	0.32	0.29%	42.27%
合计	183.73	100.00%	12.68%	145.65	100.00%	18.50%	107.83	100.00%	17.36%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

经营主体方面，2023 年，成大生物净利润同比出现下滑，主要系收入下降的同时成本上升以及当期计提资产减值损失（主要为乙脑灭活疫苗存货跌价损失以及长期股权投资减值损失）所致；辽宁成大国际贸易有限公司（以下简称“成大国际”）以及辽宁成大贸易发展有限公司（以下简称“成大贸易”）主营的进出口贸易业务因当期医疗物资出口规模下降等原因导致业绩下滑；辽宁成大钢铁贸易有限公司（以下简称“成大钢铁”）净利润同比增长，主要系成本降幅高于收入降幅所致；新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）营业收入同比下降，亏损加大，主要系页岩油产量较低及计提长期资产减值所致。

图表 2 • 公司下属主要经营主体 2023 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	所在业务板块	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	净利润同比
成大生物	生物制药	100.81	95.99	17.50	4.66	-34.73%
成大国际	进出口贸易	4.46	1.88	12.86	0.67	-82.69%
成大贸易	进出口贸易、商品流通	10.69	1.88	28.63	-0.39	上年为-0.15 亿元
成大钢铁	商品流通	17.19	7.47	44.00	0.46	43.75%
新疆宝明	能源开发	31.85	-40.67	4.71	-12.88	上年为-7.41 亿元
公司合并口径	--	469.01	316.23	107.83	-0.12	上年为 14.55 亿元

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 业务经营分析

（1）生物制药

成大生物每年根据市场需求及外部环境调整生产计划，2021—2023 年，受市场需求变化及竞争加剧影响，核心产品人用狂犬病疫苗销量与销售收入持续下降，加之对乙脑灭活疫苗存货以及长期股权投资计提减值，成大生物盈利能力持续下降。

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。在采购方面，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，主要采取“集中采购”模式，2023 年，成大生物前五大供应商采购金额为 0.62 亿元，占年度采购总额的 32.19%（上年为 35.23%），集中度不高；生产方面，成大生物主要采取“以销定产”模式，根据年度销售目标和疫苗市场的供求关系预测，结合实际的疫苗生产能力和产品库存情况制定年度生产计划；销售方面，成大生物国内销售全部采用直销模式，由省级疾病预防控制中心组织在省级公共资源交易平台集中招标准入，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。国际销售采用经销模式，通过专业的国际经销商向国际市场开展疫苗销售业务，产品出口至泰国、菲律宾、埃及和印度等一带一路沿线多个国家和地区。在经销模式下，由国际经销商直接向公司支付疫苗采购款，再由其销售至进口国家的最终客户。2023 年，成大生物前五大客户销售额为 2.10 亿元，占年度销售总额的 11.64%（上年为 10.89%），集中度较低。

从产销量来看，2022 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 50.07%和 16.12%，主要系成大生物根据对市场需求和市场竞争的研判，调整生产计划，减少当期产量，保证合理库存水平所致。同期，成大生物乙脑灭活疫苗车间系统升级改造完毕，产品市场逐步恢复，产销量同比均大幅上升。2023 年，成大生物人用狂犬病疫苗产量同比增长 27.98%，销量及收入同比略有下降，主要系市场竞争加剧等原因所致；乙脑灭活疫苗产量同比下降 53.63%，主要系根据对市场需求和市场竞争的研判调整生产计划所致，销量同比增长 64.52%，主要系扩充营销团队、积极拓展网络终端所致。2023 年成大生物计提存货跌价损失及合同履约成本减值损失 0.56 亿元，系乙脑灭活疫苗效期较短所致；对联营企业成都史纪生物制药有限公司计提长期股权投资减值损失 0.53 亿元。

图表 3 • 成大生物 2021—2023 年疫苗产销情况

产品		2021 年	2022 年	2023 年
人用狂犬病疫苗	产量（万支）	3863.70	1929.27	2468.99
	销量（万支）	3231.38	2710.43	2447.11
	收入（亿元）	20.87	17.65	16.43
乙脑灭活疫苗	产量（万支）	60.60	487.78	226.18
	销量（万支）	0.95	40.74	67.02
	收入（亿元）	0.01	0.50	1.07

注：除上述疫苗外，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

（2）进出口贸易

公司进出口贸易收入主要来自纺织品大类，该品类经营情况保持稳定；2021—2023 年，随着医疗物资出口规模的变动，进出口贸易收入有一定波动。

公司进出口贸易业务由子公司成大国际和成大贸易负责经营，经营品种涉及纺织品大类、水产品、中药材等，收入主要来源于纺织品大类。2022 年，公司进出口贸易业务新增医疗物资的出口，收入规模显著增长；2023 年以来，公司进出口贸易不再经营医疗物资出口，收入规模同比有所下降。

业务模式方面，公司纺织品大类主要经营毛织、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；纺织品大类贸易业务全部为自营的经营模式，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国际信用证、T/T 和 O/A 的方式。2023 年，公司进出口贸易前五大供应商和前五大客户的集中度分别为 25.28%和 37.34%，集中度不高。

图表 4 • 2021—2023 年公司进出口贸易业务情况（单位：亿元）

贸易品种	2021 年销售收入	2022 年销售收入	2023 年销售收入	结算模式	平均销售账期
纺织品大类	11.69	12.42	12.60	电汇、信用证	120 天~180 天
水产品	2.19	0.74	0.21	T/T, 信用证	90 天~120 天
中药材	0.33	0.33	0.25	O/A	60 天~90 天
粮油产品	1.21	--	--	--	--
医疗物资	--	7.59	--	--	--
合计	15.41	21.08	13.06	--	--

资料来源：公司提供

（3）商品流通

2021—2023 年，受钢铁、煤炭等产品市场需求减少以及部分贸易商品价格变化影响，公司商品流通业务收入持续下降，上游集中度较高，业务盈利水平低。

公司商品流通业务主要包括钢铁、煤炭、粮油等产品的内贸业务，主要由子公司成大钢铁和成大贸易经营，产品的销售均采用直销模式。其中，钢铁产品采取自营模式，一方面与钢厂洽谈所需原料签订销售合同，或与钢材需求企业签订销售合同；另一方面与原料供应企业或国内各钢厂签订采购合同。公司向上游供应商以预付货款或货到付款的方式采购，以应收账款或现款结算的方式销售，对下游钢材需求企业收取 10~15% 的订货保证金；煤炭业务主要与国有大中型电厂及煤炭贸易商合作，介入其采购及销售渠道，结算方式主要为现金，结算账期为 2 个月左右；粮油业务主要模式为“季采年销”，在华南和华北等产地委托贸易商收粮，另有部分货源来自港口贸易，下游客户主要为贸易商和饲料加工企业，结算方式为现款现货。2023 年，公司商品流通业务前五大供应商和前五大客户的集中度分别为 50.29% 和 35.89%，上游集中度较高。

业务规模方面，2022 年，国内钢铁市场需求下降，钢材价格在下半年急剧下跌，市场波动加剧，公司为应对市场形势变化主动收缩业务规模，钢铁产品收入规模同比下降 44.41%。煤炭业务受物流中断等因素影响，2022 年收入规模同比下降 13.41%。公司粮油业务加快经营模式探索与实践，规模同比上升。2023 年，受宏观经济环境影响，市场需求下降，公司钢铁、煤炭等产品的业务机会减少，除粮油品种贸易收入同比小幅增长外，其他主要贸易品种收入同比均有所下降。

图表 5 • 2021—2023 年公司商品流通业务情况（单位：亿元）

贸易品种	2021 年销售收入	2022 年销售收入	2023 年销售收入	结算模式	平均资金占用周期
钢铁产品	105.55	58.67	44.00	电汇、银行承兑	45 天~60 天
煤炭	25.40	21.99	14.83	电汇	45 天~90 天
粮油	5.84	12.73	13.29	电汇	--
纺织品	0.90	0.33	0.26	电汇、银行承兑	120 天~180 天
中药材	0.08	0.08	0.05	电汇	60 天~90 天
水产	0.03	--	--	--	--
合计	137.80	93.79	72.43	--	--

资料来源：公司提供

（4）能源开发

公司能源开发业务主要为油页岩综合利用，业绩受油价波动影响大。2023 年，因露天矿采场所需新增用地手续尚未取得，采矿作业受到直接影响，现已临时停产，能源开发板块收入和毛利率同比大幅下降。此外，公司本部对能源开发业务经营主体资金拆借款余额大，账龄偏长，且呈增长态势，需关注后续资金回收情况。

新疆宝明负责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，石长沟项目页岩油设计产能为 60 万吨/年；主要产品为页岩油，以新疆地区销售为主，部分销往沿海地区，已建立起连续稳定的销售渠道，定价基础参考页岩油抚矿招标价。

2023 年 5 月 30 日，公司公告称，2022 年，中央第五生态环境保护督察组对新疆维吾尔自治区和新疆生产建设兵团开展了第二轮生态环境保护督察。督察报告指出，新疆宝明石长沟矿区排土场和采矿区等共计违法占用天然牧草地 2.3 万亩，新疆宝明因涉嫌非法占用农用地被新疆吉木萨尔县公安局依法立案侦查。根据督察报告要求，按照地方政府“边开采、边治理”的原则，新疆宝明已委托相关机构组织编制石长沟矿区草原专项恢复方案。经公司 2024 年 1 月 30 日第十届董事会第二十三次（临时）会议审议，为减少亏损及更好地落实督察整改工作，同意新疆宝明临时停产，临时停产时间初步预计为 6 个月。截至 2024 年 7 月 18 日，新疆宝明尚未恢复生产。

2024 年 3 月 8 日，新疆宝明收到吉木萨尔县公安局《撤销案件决定书》（吉公（森）撤案字（2024）17 号），根据《中华人民共和国刑法》第十三条、三十七条和《中华人民共和国刑事诉讼法》第十六条第一项之规定，吉木萨尔县公安局决定撤销此案。新疆宝明认真落实中央生态环境保护督察整改相关要求，积极落实草原专项恢复方案，推进矿区生态环境修复工作，2023 年春季完成修复 2504.07 亩，并通过验收，秋季完成修复 7533.09 亩，并通过验收。新疆宝明与新疆昌吉回族自治州林业和草原局签订《新疆宝明矿业有限公司非法破坏草原植被生态环境损害赔偿协议书》，共计赔偿 3244.15 万元，已支付完毕。

2022 年，公共卫生事件导致露天矿采剥设备实动率不足、物流运输不畅；受矿石赋存条件变化影响，原矿质量下降，含泥矿石增加，页岩油生产量和销售量同比均有所下降。同期，新疆宝明实现销售收入 12.46 亿元，同比增长 31.19%，主要系页岩油销售价格上涨；实现

净利润-7.41 亿元，主要系页岩油产量同比下降，生产成本同比上升，同时计提长期资产减值（4.38 亿元）所致；2023 年，由于新疆宝明暂未取得项目所需新增用地手续，采矿受到直接影响，矿石产量大幅减少，导致页岩油产量严重低于预期。全年实现销售收入 4.71 亿元，同比下降 62.20%，实现净利润-12.88 亿元，亏损同比大幅增加。

2021—2023 年末，公司本部对新疆宝明的其他应收款持续增长，截至 2023 年末为 68.17 亿元，较上年末增长 11.86%，账龄偏长，对公司资金占用量大。

（5）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，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；2023 年，中华联合保险集团股份有限公司（以下简称“中华保险”）业绩下滑，公司权益法下确认的投资收益贡献减少。

公司于 1999 年 4 月参股广发证券。广发证券是国内首批综合类券商之一，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。2022 年，受宏观经济形势等多重因素的影响，广发证券实现营业总收入 251.32 亿元，同比下降 26.62%；归属于上市公司股东的净利润为 79.29 亿元，同比减少 26.95%。2023 年，受宏观经济形势等多重因素的影响，广发证券实现营业总收入 233.00 亿元，同比下降 7.29%；归属于上市公司股东的净利润为 69.78 亿元，同比下降 12.00%。截至 2024 年 3 月末，公司直接持有广发证券境内上市内资股（A 股）12.50 亿股，占其总股本 16.40%，期末参考市值 166.90 亿元。2021—2023 年，广发证券分别对公司贡献投资收益 19.45 亿元、13.87 亿元和 11.29 亿元，对公司的现金分红分别为 6.15 亿元、6.83 亿元和 4.78 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，相关权益计入长期股权投资科目中。2022 年，中华保险实现营业收入 605.55 亿元，同比增长 7.08%，净利润 7.52 亿元，同比增长 58.32%。2023 年，在综合赔付率上升和投资收益下降的共同影响下，中华保险实现净利润 0.93 亿元，同比大幅下降。2021—2023 年，中华保险分别对公司贡献投资收益 0.84 亿元、1.23 亿元和 0.17 亿元，对公司的现金分红分别为 0.15 亿元、0.15 亿元和 0.15 亿元。

3 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“医药医疗健康产业与金融投资”双轮驱动的总体规划。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。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年合并及母公司财务报告，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，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2024 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，公司新设立 1 家贸易业务全资孙公司，注销 3 家贸易业务全资孙公司；2023 年，公司新纳入合并范围子公司 1 家，为成大生物新增设子公司深圳成大生物投资有限公司；2024 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据可比性的影响有限。

1 资产质量

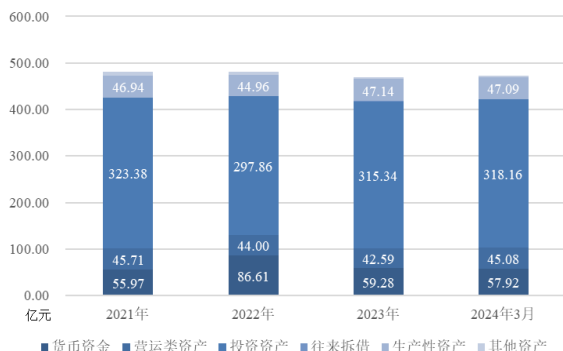
2021—2023 年末，公司资产规模保持稳定；资产中以股权类资产为主的非流动资产占比高，所持广发证券股权变现能力强且未质押。综合来看，公司整体资产流动性及资产质量好。

2021—2023 年末，公司资产额保持稳定。截至 2023 年末，公司资产总额为 469.01 亿元，较上年末变动不大。从构成来看，公司资产中流动资产占 24.25%，以非流动资产为主；主要为货币资金（占 12.64%）、应收账款和存货等营运类资产（占 9.08%）、交易性金融资产和长期股权投资等投资类资产（占 67.24%）以及固定资产等生产性资产（占 10.05%）。其中，货币资金较上年末下降 31.56%至 59.28 亿元、交易性金融资产大幅增加至 11.00 亿元，主要为当期购买委托理财以及偿还到期债务等所致；应收账款较上年末变动不大，账龄短（1 年内占 90.01%），集中度一般（前五大占比 30.60%）；存货较上年末小幅下降，主要为库存商品和半成品等，当期新增存货跌价准备/合同履约成本减值准备 1.57 亿元；长期股权投资较上年末增长 2.52%，主要由广发证券（203.52 亿元）和中华保险（95.58 亿元）股权构成，均未质押，2023 年权益法下确认的投资收益合计 11.40 亿元，宣告发放现金股利或利润 4.93 亿元；固定资产较上年末增长 4.64%，主要为

房屋建筑物以及机器设备。截至 2024 年 3 月末，公司合并资产总额为 473.15 亿元，较 2023 年末变动不大。

资产受限方面。2023 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 1.81 亿元，占同期末资产总额的 0.39%，资产受限比例极低。

图表 6 • 公司各类资产变化情况



注：营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用
资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 7 • 2023 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	0.17	保证金
存货	0.12	质押
固定资产	0.28	抵押
投资性房地产	0.66	抵押
长期股权投资	0.57	质押
合计	1.81	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年末，公司所有者权益规模变化不大，权益稳定性一般。

2021—2023 年末，公司所有者权益规模保持稳定。截至 2023 年末，公司所有者权益为 316.23 亿元。其中，实收资本占 4.84%、资本公积占 26.44%、未分配利润占 56.52%、少数股东权益占 8.95%，权益稳定性一般。截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益较 2023 年末保持稳定。

（2）负债

2021—2023 年末，公司全部债务规模持续下降，债务负担适宜，债务期限结构有待优化。

2021—2023 年末，公司负债总额持续下降。截至 2023 年末，公司负债总额较上年末下降 4.04%，其中流动负债占 76.25%；公司全部债务持续下降，截至 2023 年末为 140.31 亿元，较上年末下降 3.90%，其中短期债务占 76.30%，占比较上年末增加 6.99 个百分点；从构成来看，公司全部债务中银行借款占 61.89%、发行债券占 37.87%，2023 年平均融资成本为 4.71%；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 32.57%、30.73%和 9.52%，分别较上年末下降 0.49 个百分点、下降 0.44 个百分点、下降 2.69 个百分点。截至 2024 年 3 月末，公司负债总额为 155.00 亿元，较上年末变化不大；全部债务 125.84 亿元（不含其他流动负债中的有息债务），资产负债率和全部债务资本化比率分别为 32.76%和 28.34%。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入持续下降；2022 年以来，公司期间费用及减值损失对利润的侵蚀加剧，加之投资收益下滑，综合导致利润总额下降明显，2023 年净利润发生亏损。

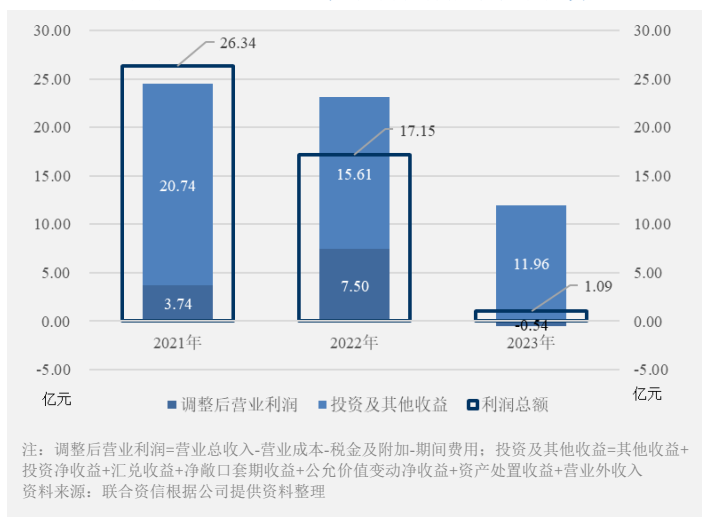
2021—2023 年，公司营业总收入持续下降，毛利润波动下降。2023 年，公司营业总收入同比下降 25.97%，毛利润同比下降 30.51%；期间费用率持续提升，费用对毛利润的侵蚀加大；2023 年，公司计提存货跌价损失（5.83 亿元，主要为新疆宝明和成大生物计提存货跌价准备）以及固定资产减值损失（2.63 亿元，主要为新疆宝明固定资产减值），减值损失同比增加。投资收益方面，公司投资收益构成主要来自权益法核算的长期股权投资收益，2021—2023 年投资收益规模由于广发证券和中华保险的业绩下滑而有所下降。受上述因素影响，2021—2023 年公司利润总额持续下降，2023 年同比下降 93.63%，营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均较上年下滑，净利润为-0.12 亿元。2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 19.01%，利润总额同比下降 72.55%，主要系成大生物成本增长较快导致生物制药业务盈利能力下滑，以及投资收益同比下降等原因所致。

图表8 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	183.73	145.65	107.83	24.61
毛利润	23.29	26.94	18.72	3.40
投资收益	20.83	15.70	11.58	2.44
减值损失(合计)	2.08	-5.84	-9.92	-0.39
利润总额	26.34	17.15	1.09	0.91
营业利润率	12.39%	18.07%	16.89%	13.41%
期间费用率	10.35%	12.92%	17.39%	--
总资本收益率	6.76%	4.51%	1.45%	--
净资产收益率	7.91%	4.52%	-0.04%	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表9 • 2021—2023年公司利润构成及变化趋势



4 现金流

2021—2023 年，公司经营获现能力有所波动，筹资活动前现金流量净额转负，实际对外融资需求可控。

2021—2023 年，随着进出口贸易以及商品流通业务规模下降，公司经营活动现金流入量及流出量均持续下降，经营活动现金净流量有一定波动，2022 年规模较大主要系贸易板块业务结算周期影响以及医疗物资出口销售增加所致，2023 年因不再从事医疗物资出口销售等原因而出现下滑；公司投资活动现金流入主要系委托理财资金到期收回产生，投资活动现金流出主要由理财支出及成大生物购建生产设施支出构成，2021—2023 年波动增长。2023 年，因委托理财资金尚未到期收回，投资活动现金流入同比有所下降，投资活动现金转为净流出；2021—2023 年公司筹资活动现金流入持续下降，筹资活动现金流出波动增长，主要系子公司对外分配股利以及回购股份等因素影响所致，2023 年公司筹资活动现金净流出略有加大。2024 年 1—3 月，公司筹资活动前现金流转为小幅净流出，筹资活动现金净流入规模不大。

图表 10 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	181.70	167.23	124.68	29.04
经营活动现金流出小计	178.56	152.96	123.48	32.61
经营现金流量净额	3.14	14.27	1.20	-3.57
投资活动现金流入小计	38.55	93.83	61.71	6.87
投资活动现金流出小计	64.20	60.68	71.41	6.81
投资活动现金流量净额	-25.65	33.15	-9.70	0.06
筹资活动前现金流量净额	-22.51	47.42	-8.50	-3.51
筹资活动现金流入小计	167.60	131.81	116.65	21.77
筹资活动现金流出小计	111.53	148.15	134.80	19.55
筹资活动现金流量净额	56.06	-16.34	-18.14	2.21
现金收入比	97.54	112.74%	113.28%	115.48%
现金及现金等价物净增加额	33.53	31.21	-26.73	-1.31

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

5 偿债指标

2021—2023 年，公司偿债指标表现有所弱化，考虑到公司持有的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，均为偿债能力提供有力支撑。

2021—2023 年末，公司流动比率和速动比率波动下降，流动资产对流动负债的保障能力弱；2023 年经营活动现金流相关指标弱化，现金类资产对短期债务覆盖能力一般。

2021—2023 年，公司 EBITDA 持续下降，对全部债务的保障能力偏弱，对利息支出的覆盖能力一般。

图表 11 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	101.30%	120.98%	97.63%	96.05%
	速动比率	86.48%	104.31%	83.08%	77.92%
	经营现金/流动负债	2.30%	12.88%	1.03%	-3.01%
	经营现金/短期债务（倍）	0.03	0.14	0.01	-0.04
	现金类资产/短期债务（倍）	0.72	0.87	0.66	0.73
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	36.63	27.54	11.43	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.10	5.30	12.28	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.02	0.10	0.01	-0.03
	EBITDA/利息支出（倍）	5.58	4.19	1.69	--
	经营现金/利息支出（倍）	0.48	2.17	0.18	-2.11

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

截至 2023 年末，公司获得银行授信总额 125.93 亿元，未使用授信余额 35.37 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司及成大生物为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2023 年末，公司对外担保余额为 0.66 亿元，系公司全资子公司辽宁成大医疗服务管理有限公司对其联营公司成大医院（大连）有限公司的连带责任担保。

6 公司本部财务分析

公司本部收入规模很小，利润主要来自投资收益；承担了主要融资职能，债务以短期债务为主，债务结构有待优化，持有的上市公司市值可对存量有息债务形成覆盖。

截至 2023 年末，公司本部资产总额为 408.36 亿元，资产结构仍以非流动资产为主，其中现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 10.78 亿元；其它应收款 76.44 亿元，主要为对新疆宝明等子公司的资金支持；长期股权投资 318.45 亿元，较上年末变化不大，主要为对联营企业的投资（占 94.08%）。截至 2024 年 3 月末，公司本部直接持有的成大生物及广发证券股票市值合计 231.03 亿元，均未质押。

截至 2023 年末，公司本部所有者权益 268.41 亿元，较上年末保持稳定；全部债务 130.39 亿元，较上年末下降 2.92%，占合并口径全部债务的 92.93%，短期债务占 79.27%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 34.27%和 32.70%，债务负担适中；本部现金类资产对短期债务覆盖不足（0.10 倍）。

本部主要承担管理职能以及主要融资职能，2023 年实现营业总收入 0.09 亿元，收益主要来自投资收益，2023 年为 15.57 亿元；本部取得投资收益收到的现金（9.02 亿元）对分配股利、利润或偿付利息支付的现金（8.84 亿元）覆盖能力尚可。

九、ESG 分析

公司高度重视环保与节能工作，新疆宝明草原专项恢复工作持续推进；积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善，ESG 信息披露质量高。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可。

环境方面，公司高度重视环保与节能工作，积极推行清洁生产，持续推动工艺与技术的改造升级。成大生物在生产过程中，采用环保的原材料和清洁能源，实现清洁生产，所有投产的建设项目均开展了环境影响评价及竣工环境保护验收工作，并依据相关法律法规取得《排污许可证》；新疆宝明围绕清洁能源开展业务，2023 年完成矿泥压滤处理技术改造、污水氨氮吹脱改造等环保工程建设，对生产过程中产生的“污废”采取循环再利用。新疆宝明积极落实草原专项恢复方案，推进矿区生态环境修复工作。2023 年春季完成修复 2504.07 亩、秋季完成修复 7533.09 亩。

社会责任方面，公司为纳税信用 A 级单位，2023 年度共缴纳各项税款 34479.95 万元；积极解决就业，2023 年末女性员工占比 39%、少数民族员工占比 18%；公司制定了“蛟龙”“金鹰”“彩蝶”等人才培养项目，加快高潜人才的成长速度；公司坚持创新发展，截至 2023 年末，新疆宝明已获国家知识产权局授权 10 项专利、成大生物累计申请国内专利 281 项。

治理方面，法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度较为健全；已连续 13 年编制社会责任报告，ESG 信息披露质量高。

十、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响较大。

公司本期债项发行金额上限为 10.00 亿元，分别占 2023 年末公司长期债务和全部债务的 30.07%和 7.13%，对公司现有债务结构影响较大。以 2023 年末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 32.57%、30.73%和 9.52%上升至 33.98%、32.22%和 12.03%，考虑到本期债项募集资金拟用于偿还有息债务，发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力较强。

图表 12 • 本期债项偿还能力测算

项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	43.26
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	2.88
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.03
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.79

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十一、评级结论

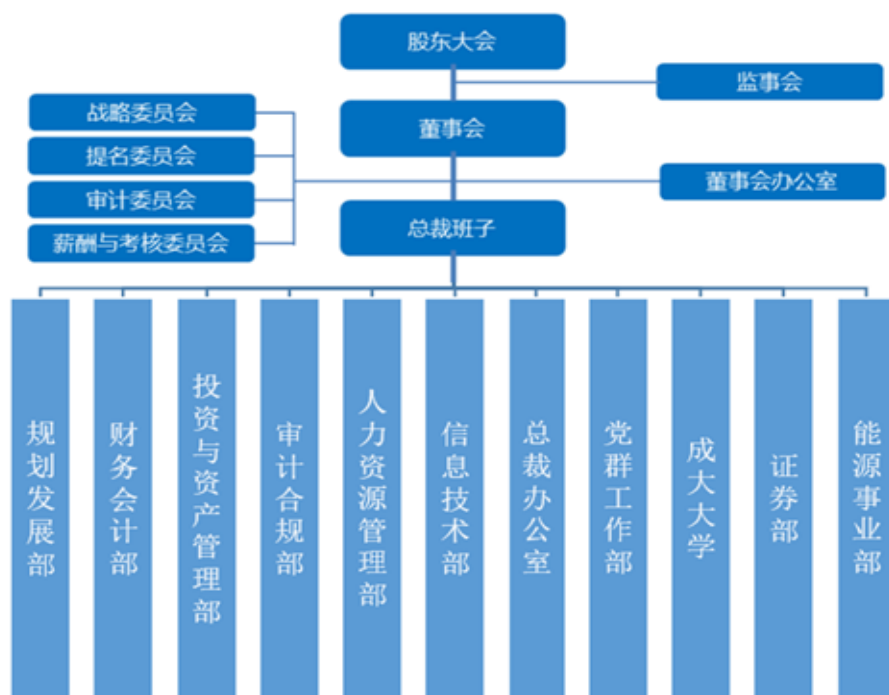
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债项信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公开信息整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要子公司情况（截至 2023 年末）

子公司名称	注册资本（万元）	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	6000	国内外贸易	51.00%	--	投资设立
辽宁成大贸易发展有限公司	20000	国内外贸易	100.00%	--	投资设立
辽宁成大钢铁贸易有限公司	74000	国内外贸易	100.00%	--	投资设立
辽宁田牌制衣有限公司	3211	服装加工制造	100.00%	--	投资设立
辽宁成大生物股份有限公司	41645	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	510	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	15696.20	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	10000	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	50	物业管理	100.00%	--	投资设立
辽宁成大医疗服务管理有限公司	10000	商务服务	100.00%	--	投资设立

资料来源：联合资信根据企业年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	89.36	87.69	70.28	67.87
应收账款（亿元）	17.87	18.71	18.73	17.35
其他应收款（亿元）	0.64	0.68	0.83	0.69
存货（亿元）	20.20	18.47	16.96	21.51
长期股权投资（亿元）	287.06	294.16	301.57	305.47
固定资产（亿元）	35.07	29.39	30.75	30.49
在建工程（亿元）	2.27	5.35	4.96	4.96
资产总额（亿元）	480.18	481.48	469.01	473.15
实收资本（亿元）	15.30	15.30	15.30	15.30
少数股东权益（亿元）	34.91	35.20	28.29	27.89
所有者权益（亿元）	314.77	322.28	316.23	318.15
短期债务（亿元）	124.79	101.20	107.05	92.50
长期债务（亿元）	25.53	44.81	33.26	33.34
全部债务（亿元）	150.32	146.00	140.31	125.84
营业总收入（亿元）	183.73	145.65	107.83	24.61
营业成本（亿元）	160.44	118.71	89.11	21.20
其他收益（亿元）	0.27	0.27	0.31	0.07
利润总额（亿元）	26.34	17.15	1.09	0.91
EBITDA（亿元）	36.63	27.54	11.43	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	179.21	164.20	122.14	28.42
经营活动现金流入小计（亿元）	181.70	167.23	124.68	29.04
经营活动现金流量净额（亿元）	3.14	14.27	1.20	-3.57
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.65	33.15	-9.70	0.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	56.06	-16.34	-18.14	2.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.43	7.93	5.75	--
存货周转次数（次）	9.63	6.14	5.03	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.30	0.23	--
现金收入比（%）	97.54	112.74	113.28	115.48
营业利润率（%）	12.39	18.07	16.89	13.41
总资本收益率（%）	6.76	4.51	1.45	--
净资产收益率（%）	7.91	4.52	-0.04	--
长期债务资本化比率（%）	7.50	12.21	9.52	9.49
全部债务资本化比率（%）	32.32	31.18	30.73	28.34
资产负债率（%）	34.45	33.06	32.57	32.76
流动比率（%）	101.30	120.98	97.63	96.05
速动比率（%）	86.48	104.31	83.08	77.92
经营现金流动负债比（%）	2.30	12.88	1.03	--
现金短期债务比（倍）	0.72	0.87	0.66	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	5.58	4.19	1.69	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.10	5.30	12.28	--

注：1. 公司 2024 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. 2021—2023 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务及其相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.01	16.19	10.78	8.03
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	69.53	70.05	76.44	78.11
存货（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01
长期股权投资（亿元）	308.77	316.07	318.45	322.38
固定资产（亿元）	0.46	0.45	0.42	0.41
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	403.39	405.20	408.36	411.17
实收资本（亿元）	15.30	15.30	15.30	15.30
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	255.63	263.76	268.41	271.35
短期债务（亿元）	119.10	89.78	103.36	88.32
长期债务（亿元）	25.18	44.53	27.03	27.03
全部债务（亿元）	144.27	134.31	130.39	115.35
营业总收入（亿元）	0.11	0.09	0.09	0.02
营业成本（亿元）	0.04	0.04	0.05	0.01
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	16.21	13.14	5.94	1.50
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	1.38	11.58	6.58	0.64
经营活动现金流量净额（亿元）	-5.08	5.23	-1.49	-4.43
投资活动现金流量净额（亿元）	3.49	8.35	10.04	-0.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	14.98	-20.41	-12.99	1.71
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	4.36	3.52	4.26	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	3.51	1.66	0.00	0.00
营业利润率（%）	34.08	21.40	12.63	-6.68
总资本收益率（%）	5.61	4.85	3.11	--
净资产收益率（%）	6.35	4.98	2.22	--
长期债务资本化比率（%）	8.97	14.44	9.15	9.06
全部债务资本化比率（%）	36.08	33.74	32.70	29.83
资产负债率（%）	36.63	34.91	34.27	34.01
流动比率（%）	74.85	89.17	77.37	76.51
速动比率（%）	74.84	89.16	77.36	76.50
经营现金流动负债比（%）	-4.15	5.40	-1.32	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.18	0.10	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2024 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. 2021—2023 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务及其相关指标核算；4. “*” 表示该指标分母为零

资料来源：联合资信根据公司年报整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/ (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“贵公司”）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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。