

信用评级公告

联合〔2021〕313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⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年一月十二日



辽宁成大股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2021年1月12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 (打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	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				调整予级
公司持有的金融投资类股权变现能力强，投资收益稳定，分红情况良好				1

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

分析师：李明

郭蕾

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

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，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综合优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司能源开发业务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、股权分散等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司未来发展规划重点集中在生物制药、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。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低。

优势

1. 多元业务布局有助于分散单一行业经营风险。公司是一家集生物制药、商贸流通、金融服务、能源开发等多业并举、协调发展的综合型上市公司，在行业前景、产业布局、股权投资、品牌知名度等方面优势显著。
2. 生物制药业务市场占有率高，盈利能力强。公司人用狂犬病疫苗产销量持续多年位居国内第一，2019年的批签发量占比达到73.08%，品牌认可度较高。2017—2019年，公司生物制药业务毛利率保持在85%以上，盈利能力强。
3. 股权类资产质量好且流动性强。截至2020年9月底，公司直接持有上市公司广发证券股份有限公司（A股）16.24%股权。该股权期末参考市值为195.33亿元，且未质押；2017—2019年分别贡献投资收益14.12亿元、7.06亿元和12.38亿元，对公司的现金分红分别为4.38亿元、5.01亿元和2.50亿元。公司上述股权资产价值高、收益贡献大且变现能力强。

关注

1. 能源业务持续亏损，资金占用量大。公司对能源业务的资金投入规模较大，截至2020年9月底，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 55.02 亿元。由于页岩油的价格一直在低位徘徊，2017—2019 年及 2020 年前三季度，新疆宝明净利润分别为-4.72 亿元、-3.99 亿元、-4.32 亿元和 -8.59 亿元。上述资金占用成本及经营亏损对公司业绩影响大。

2. **股权分散，实际控制人可能发生变更。**公司控股股东辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“辽宁国资”）持股比例低（截至 2020 年底为 11.11%），且公司股东韶关市高腾企业管理有限公司 2020 年 1 月以来通过集中竞价、购买股权等方式增持公司股权至持股比例达到 15.30%（截至 2020 年底），超过辽宁国资成为第一大股东（但自 2020 年 2 月 8 日起承诺 12 个月内不谋求对公司的实际控制权）。
3. **母公司债务负担重且债务结构有待优化。**2016 年，公司以 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，2017—2019 年，上述股权投资贡献的投资收益分别为 2.13 亿元、1.72 亿元和 2.27 亿元，无现金分红。公司有息债务主要集中在母公司，母公司债务负担重，短期债务及直接融资占比较高。考虑到上述重大资产投资及对能源业务的投入对母公司资金占用严重且短期内无法收回，公司债务结构有待优化。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	21.27	23.21	28.59	39.60
资产总额(亿元)	355.16	357.80	392.34	396.87
所有者权益(亿元)	213.69	216.10	229.39	250.77
短期债务(亿元)	94.34	89.72	84.29	81.51
长期债务(亿元)	25.48	35.00	55.50	46.00
全部债务(亿元)	119.82	124.72	139.79	127.51
营业收入(亿元)	139.99	192.75	177.46	123.76
利润总额(亿元)	16.21	9.93	14.64	27.24
EBITDA(亿元)	24.49	19.55	24.82	--
经营性净现金流(亿元)	0.97	4.86	8.62	6.71
营业利润率(%)	14.69	11.72	14.47	17.78
净资产收益率(%)	6.97	3.99	5.71	--
资产负债率(%)	39.83	39.60	41.53	36.81
全部债务资本化比率(%)	35.93	36.59	37.87	33.71
流动比率(%)	57.93	65.97	83.30	83.15
经营现金流动负债比(%)	0.89	4.71	8.37	--
现金短期债务比(倍)	0.23	0.26	0.34	0.49
EBITDA 利息倍数(倍)	4.83	3.20	4.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	6.38	5.63	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	305.92	315.52	344.01	365.20
所有者权益(亿元)	195.43	195.80	208.79	235.27
全部债务(亿元)	108.29	116.81	131.41	123.65
营业收入(亿元)	0.65	0.64	0.63	0.18
利润总额(亿元)	16.26	5.75	11.99	29.42
资产负债率(%)	36.12	37.94	39.31	35.58
全部债务资本化比率(%)	35.66	37.37	38.63	34.45
流动比率(%)	44.54	57.21	79.96	102.02
经营现金流动负债比(%)	-12.79	-6.79	-5.06	--

注: 1. 公司 2020 年三季度财务报表未经审计; 2. 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计入短期债务

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

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	2020/06/09	李明 陈婷	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	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

声 明

一、本报告引用的资料主要由辽宁成大股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2021 年 1 月 12 日至 2022 年 1 月 11 日有效；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

主体长期信用评级报告

一、主体概况

辽宁成大股份有限公司（以下简称“公司”或“辽宁成大”）是在改组具有 40 多年经营历史的国有外贸专业公司辽宁省针棉毛织品进出口公司的基础上成立的股份有限公司。公司于 1993 年 6 月经辽宁省经济体制改革委员会辽体改发〔1993〕147 号文批准以定向募集方式设立。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）。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 2020 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 2020 年 9 月底，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 2020 年 9 月底，公司总部设有总裁办公室、规划发展部、投资与资产管理部、人力资源管理部、财务会计部、风险管理部、证券部、成大大学、能源事业部等 12 个职能部门（见附件 1-2）。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总计 392.34 亿元，所有者权益合计 229.39 亿元（其中包含少数股东权益 13.73 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 177.46 亿元，利润总额 14.64 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总计 396.87 亿元，所有者权益合计 250.77 亿元（其中包含少数股东权益 12.85 亿元）。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 123.76 亿元，利润总额 27.24 亿元。

公司注册地址：辽宁省大连市人民路 71 号；法定代表人：尚书志。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9% 和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，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. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年前三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；

制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅 (11.7%) 显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为 -13.4%、0.1% 和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其

主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4

万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为 -0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57

万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、

注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度中国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢

复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

三、行业分析

1. 贸易行业

(1) 国际贸易

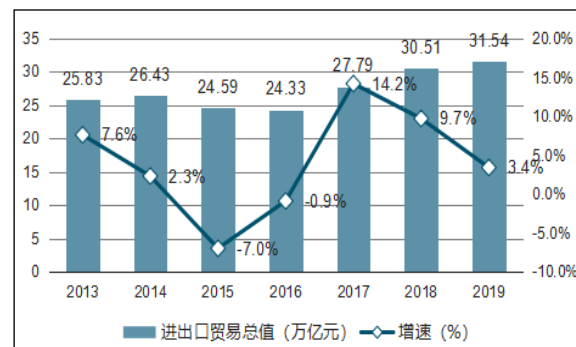
近年来，世界经济增速放缓，不稳定因素增多，国内外风险挑战明显上升，国内相继出台了一系列稳外贸、稳外资及减税降费政策，有效降低了企业负担，虽然中美贸易摩擦余温未消，但是在国内完善的工业门类 and 制造业体系的支撑和一带一路政策的推进下，2019 年全年外贸进出口仍保持稳定增长。2020 年初新冠疫情爆发以来国内外需求短期承压，考虑到政府采取的一系列稳定外贸发展的措施，预计 2020 年中国外贸有望保持总体平稳。

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，全年实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；

出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回升，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑。

图 1 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

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

从外贸参与主体来看，2019 年，民营企业进出口 13.48 万亿元，增长 11.4%，占中国外贸总值的 42.7%，比 2018 年提升 3.1 个百分点。其中，出口 8.9 万亿元，增长 13%；进口 4.58 万亿元，增长 8.4%。外商投资企业进出口 12.57 万亿元，占中国外贸总值的 39.9%。国有企业进出口 5.32 万亿元，占 16.9%。民营企业首次超过外商投资企业，成为中国第一大外贸主体。

2020 年以来，新型冠状病毒肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升，世界贸易组织预测 2020

年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。2020 年一季度，中国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元人民币，比去年同期下降 6.4%。其中，出口 3.33 万亿元，下降 11.4%；进口 3.24 万亿元，下降 0.7%；贸易顺差 983.3 亿元，减少 80.6%。随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，在疫情期间，民营企业根据疫情发展规律，调整生产计划，适当做出生产预案，中国 4 月当月出口 1.41 万亿元，同比增长 8.2%，由负转正。

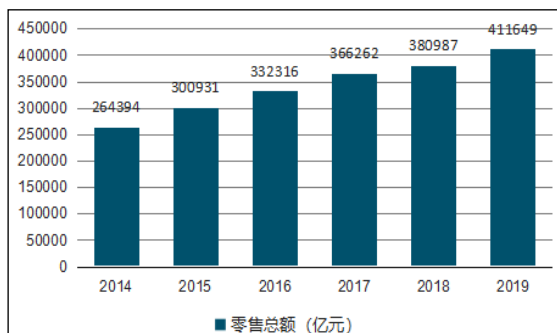
同时，考虑到各地各部门采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，全年来看，中国外贸有望保持总体平稳。

（2）国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，社会消费品零售总额保持增长，但增速持续下滑。

根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。

图 2 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产

业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

（3）主要贸易品种（钢材）运行情况

2019 年，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格有所下行。钢材贸易企业行业竞争较为激烈，资金获取能力强、行业经验丰富、区域市场占有率相对较高的钢材贸易企业在议价能力、销售渠道、资金实力等方面都具备一定优势。

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

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

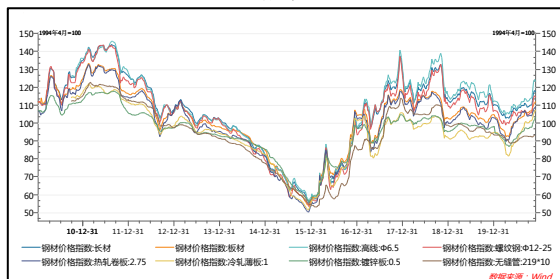
2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 5.3%、8.3%和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8%。

2019 年有关基建稳增长政策不断释放，降低基础设施项目最低资本金比例，提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 1 万亿元，发改委开展为期半年的“疏解治理投资堵点”专项行动，《交通强国建设纲要》《西部陆海新通

道总体规划》《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》等重点领域、重点区域规划随之出台。与此同时，项目批复也有所加快，2019年发改委批复的基建项目已超过60个，总投资额超1.5万亿元，从项目类型来看，多集中在铁路、轨道交通、机场扩建等领域。交通运输部计划2020年交通运输将完成铁路投资8000亿元，公路水路投资1.8万亿元，民航投资900亿元。2020年各项措施的集中发力，基建投资回升态势有望延续。同时，随着铁路、轨道交通等高密度用钢项目在基建总量中占比攀升，基建投资用钢强度明显提升，基建用钢有望成为2020年钢铁需求亮点。

2019年钢材价格指数总体平稳，呈窄幅波动走势。5月初达到最高113.1点，10月底震荡下降至年内最低104.3点。全年中国钢材价格指数均值为107.98点，同比下降6.77点，降幅为5.9%。2019年，钢材价格的波动幅度较往年偏小，对于钢材贸易企业来说，可操作空间小，获利空间小。2020年以来，中国钢材价格先抑后扬，宽幅震荡扬升。2020年一季度，因为疫情负面冲击，全国钢材市场行情低迷。随着钢材需求得到强化，从4月份开始走出低谷，持续性震荡扬升。截至11月10日，全国钢材综合价格指数，比2020年低点（4月8日）上涨了15.6%。其中长材指数上涨15.3%，板材指数上涨18.9%。

图3 2010年1月1日—2020年11月27日钢材价格指数



注：中钢协，1994年=100

数据来源：Wind

目前中国钢材贸易企业众多，普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点，行业

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

2. 生物制药行业

由于行业事件导致长生生物停产及行业监管趋严，2019年国内狂犬疫苗批签发量同比下滑，公司下属子公司成大生物市场份额大幅提升成为狂犬疫苗行业龙头。

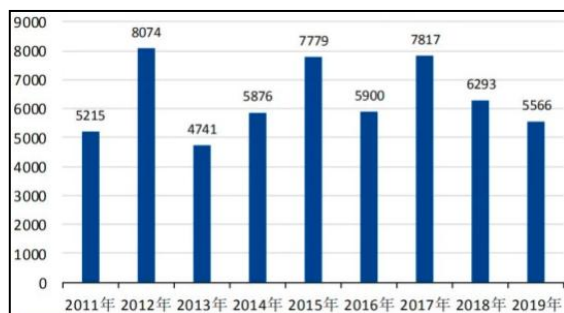
公司生物制药板块主要经营产品为人用狂犬病疫苗与乙脑疫苗，生物制药板块收入主要来源于狂犬疫苗。

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

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

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

图4 2011—2019年国内狂犬疫苗批签发量
(单位: 万支)



数据来源: 中检院、安信证券研究中心

注: 数据统计截止日期为2019年12月29日

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

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

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月底, 辽宁国资持有公司11.11%的股权, 为公司控股股东, 持股比例低, 公司实际控制人为辽宁省国资委。

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

韶关高腾没有在未来12个月内谋求公司控制权的意向, 且实际可支配的公司股份表决权不足以对公司股东大会的决议产生重大影响, 也无法决定董事会半数以上成员的选任, 而且韶关高腾通过自愿承诺设定了可提名的董事人选人数上限。韶关高腾并未取得公司控制权。综上所述, 根据《公司法》《收购管理办法》的相关规定, 本次交易后, 辽宁成大第一大股东发生变化, 而实际控制人未发生变化。

截至2020年底, 韶关高腾已完成股权转让并增持公司股票, 合计持有15.30%股权且已质押49.09%。

2. 企业规模和竞争力

公司集商贸流通、生物制药、能源开发和金融服务等多业并举, 持有的广发证券资产质量好, 成大生物是全球销量最大的人用狂犬病疫苗生产企业, 医药连锁业务在辽宁地区具有较强的竞争优势。

经过近二十年的发展, 公司由小型国有外贸专业公司发展成为集商贸流通、生物制药、能源开发和金融服务等多业并举、协调发展的综合型上市公司。其中, 金融投资方面, 公司系广发证券股份有限公司 (以下简称“广发证券”) 大股东之一, 截至2020年9月底, 公司持有广发证券境内上市内资股 (A股) 股份12.38亿股, 占其总股本16.24%。2017—2019年, 广发证券分别贡献投资收益14.12亿元、7.06亿元和12.38亿元, 对公司的现金分红分别为4.38亿元、5.01亿元和2.50亿元。

公司下属5家主要子公司, 包括专门从事生物制药的成大生物; 专门从事国内外贸易的辽宁成大国际贸易有限公司 (以下简称“成大国际”)、辽宁成大贸易发展有限公司 (以下简称“成大贸易”) 和辽宁成大钢铁贸易有限公司 (以下简称“成大钢铁”); 专门从事能源开发的新疆宝明矿业有限公司 (以下简称“新疆宝明”)。

成大生物成立于2002年6月, 2014年12

月在全国股份转让系统挂牌公开转让（证券代码：831550.OC）。截至2020年9月底，公司持股比例为60.74%。成大生物是全球销量最大的人用狂犬病疫苗生产企业，其核心产品人用狂犬病疫苗及人用乙脑灭活疫苗均为非免疫规划疫苗市场的领先产品，按批签发数量计，人用狂犬病疫苗自2008年以来于中国市场销量稳居第一，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。截至2019年底，成大生物总资产为37.36亿元，所有者权益为34.25亿元；2019年实现营业收入16.77亿元，同比增长20.59%，实现净利润6.98亿元，同比增长11.41%。2020年1—9月，成大生物实现营业收入16.62亿元，同比增长29.74%，实现净利润8.31亿元，同比增长34.90%。

表2 成大生物财务数据（单位：亿元）

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
资产总额	27.88	31.69	37.36	43.99
所有者权益	25.07	29.40	34.25	40.31
营业收入	12.76	13.91	16.77	16.62
净利润	5.55	6.20	6.98	8.31
现金分红	3.75	1.87	2.25	--

资料来源：公司提供

3. 人员素质

公司高层管理人员具备丰富的管理经验；员工岗位符合公司业务设置，符合公司发展需要。

截至2020年11月底，公司董事会由9名董事组成，高级管理人员共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。

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。

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年底，公司共有在职员工3267人，从教育程度看，研究生（含博士、硕士）占7.62%，大学（含大专）占56.78%，中专及以下人员占35.60%；从岗位构成来看，生产人员占41.05%，销售人员占17.36%，技术人员占17.08%，财务人员占3.83%，行政人员占20.69%。

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12月14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。

五、管理分析

公司建立了较为完善的治理结构和良好的管理机制，能够满足公司的日常经营管理需要。

1. 法人治理结构

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，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。

六、重大事项

1. 控股股东由成大集团变更为辽宁国资

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,拟首次公开发行人民币普通股(A股)股票并在科创板上市

公司于2018年11月24日对外公告称:控股子公司成大生物正在进行发行境外上市外资股(H股)并申请在香港联合交易所有限公司(以下简称“香港联交所”)主板挂牌上市的相关工作。成大生物于2018年11月23日收到中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)出具的《关于核准辽宁成大生物股份有限公司发行境外上市外资股的批复》(证监许可(2018)1915号)。根据该批复,中国证监会核准成大生物新发行不超过143673333股境外上市外资股,每股面值人民币1元,全部为普通股。完成本次发行后,成

成大生物可在香港联交所主板上市。

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

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

表3 募集资金用途（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

注：上述项目的最终名称以政府主管部门核准或备案（如需）的名称为准

成大生物于2020年4月28日向上海证券交易所提交了首次公开发行股票并在科创板上市的申请材料。根据上海证券交易所2020年9月25日发布的《科创板上市委2020年第80次审议会议结果公告》，审议结果为：同意成大生物发行上市（首发）。成大生物股票自2020年11月6日起终止在全国中小企业股份转让系统挂牌。成大生物本次发行上市尚需取得中国证券监督管理委员会同意注册的决定。

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

3. 出售成大方圆

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

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

公司通过大连产权交易所连续公开挂牌转让成大方圆股权，挂牌期内，征集到意向受让方国药控股国大药房有限公司（以下简称“国大药房”）。2020年7月24日，大连产权交易所确认了公司与国大药房签订的《产权交易合同》。根据上述合同，交易价款为18.60亿元（定价依据：市场评估法评估后的股东全部权益价值为18.59亿元，增值额为12.64亿

元），公司已全额收到。相关工商变更备案登记手续已于 2020 年 7 月 30 日办理完毕。

成大方圆于 2020 年 8 月起不再纳入公司合并范围，对公司合并口径财务数据影响尚有限，且能够提高公司的现金储备。

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。

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

韶关高腾于 2020 年 2 月 9 日作出《未来 12 个月内不谋求控制权的承诺函》，承诺“1、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，我公司认可并尊重辽宁国资委作为辽宁成大实际控制人的地位，且不通过任何方式单独或与其他方共同谋求对辽宁成大的实际控制权。2、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，在《辽宁成大股份有限公司章程》规定的董事会总人数不变的情况下，我公司提名非独立董事人选不超过 1 名，独立董事人选不超过 1 名。3、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，若《辽宁成大股份有限公司章程》规定的董事会总人数发生变化的情况下，我公司提名的董事人数不超过董事会总人数的三分之一。4、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，若我公司继续增持辽宁成大股份的，仍将遵守上述承诺。”本次交易后，公司董事会人员格局仍未发生变化，

董事会的多数人选仍为辽宁省国资委提名，辽宁省国资委仍然控制董事会，进而实质支配公司的行为。结合韶关高腾的持股比例以及相关承诺，本次股份转让完成后，韶关高腾没有在未来 12 个月内谋求公司控制权的意向，且实际可支配的公司股份表决权不足以对公司股东大会的决议产生重大影响，也无法决定董事会半数以上成员的选任，而且韶关高腾通过自愿承诺设定了可提名的董事人选人数上限。韶关高腾并未取得公司控制权。综上所述，根据《公司法》和《收购管理办法》的相关规定，本次交易后，辽宁成大第一大股东发生变化，而实际控制人未发生变化。

上述股份转让事项的过户登记手续已于 2020 年 2 月 19 日办理完毕。

2020 年 4 月 13 日，韶关高腾使用自有资金通过集中竞价的方式增持公司 1300000 股。本次增持后，韶关高腾共持有公司 191918414 股，占公司总股本的 12.55%。

截至 2020 年 9 月底，韶关高腾共持有公司 192900014 股，占公司总股本的 12.61%。其中，已质押 94691494 股，占其持有的股份数的 49.09%。

由于公司实际控制人并非第一大股东，若韶关高腾在 12 个月后不继续承诺放弃对上市公司实际控制权的谋求，则公司面临实际控制人变更引发的相关公司治理风险。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自商品流通板块，2017—2019 年，公司根据大宗商品市场情况调整贸易规模，导致收入随之有所波动。同期，公司毛利润逐年增长，主要由生物制药和商品流通板块贡献。

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”）。

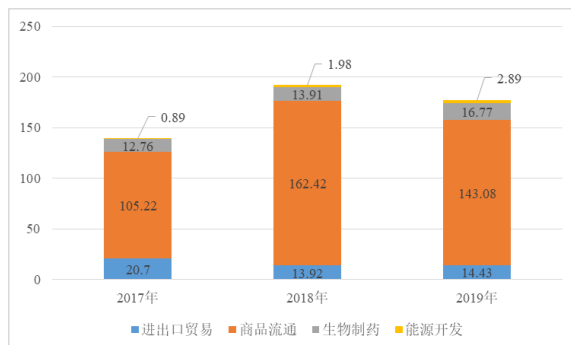
2017—2019年，公司根据大宗商品市场情况调整贸易规模，导致收入有所波动。2019年，公司实现营业收入177.46亿元，同比下降7.94%。其中，商品流通业务作为公司的主要收入来源，2019年受钢材市场供需平衡，钢价下跌影响，收入同比下降11.91%至143.08亿元。其他主要业务板块收入同比均有所增长。进出口贸易板块实现收入14.43亿元，同比增长3.67%；生物制药板块产品市场占有率大幅提升，2019年收入实现快速增长，同比增长20.59%至16.77亿元；能源开发板块2019年完成了对设备的全面调试和维护，实现收入2.89亿元，同比增长46.43%。

毛利率方面，受商品流通板块收入占比波动影响，公司综合毛利率有所波动。2019年，受益于高毛利率的生物制药板块收入占比提

升，公司综合毛利率同比提升2.88个百分点至14.88%。同期，受中美贸易摩擦影响，出口形势严峻，公司进出口贸易板块毛利率同比减少0.94个百分点至13.10%；为防范大宗商品市场风险，公司进一步优化业务结构，推动大宗商品贸易加快经营模式转换与升级，公司商品流通业务毛利率同比提升1.43个百分点至6.99%；新疆宝明项目受油价影响未能量产，毛利率持续为负。

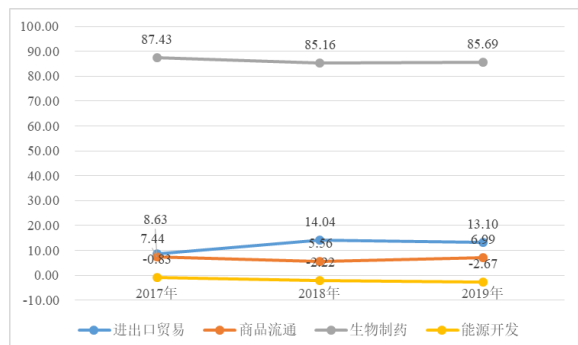
2020年1—9月，受新冠疫情影响叠加国内经济疲软，公司大宗商品贸易规模继续下降，整体实现营业收入123.76亿元，同比下降10.24%。进出口贸易业务毛利率同比提升9.70个百分点，主要系成大国际本期新增口罩业务所致；受益于生物制药板块的抗周期特性，生物制药板块收入占比进一步提升至13.43%；受上述因素影响，公司综合毛利率为18.24%，同比增加4.12个百分点。

图5 2017—2019年收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图6 2017—2019年主要业务板块毛利率变化趋势



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

表4 2017—2019年及2020年1—9月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2017年			2018年			2019年			2020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	20.70	14.79	8.63	13.92	7.22	14.04	14.43	8.13	13.10	9.84	7.95	20.81
商品流通	105.22	75.16	7.44	162.42	84.27	5.56	143.08	80.63	6.99	91.90	74.25	6.40
生物制药	12.76	9.11	87.43	13.91	7.21	85.16	16.77	9.45	85.69	16.62	13.43	86.13
能源开发	0.89	0.64	-0.83	1.98	1.03	-2.22	2.89	1.71	-2.67	4.98	4.03	-0.10
其他	0.42	0.30	64.15	0.52	0.27	64.33	0.28	0.16	77.69	0.43	0.34	78.89
合计	139.99	100.00	15.02	192.75	100.00	12.00	177.46	100.00	14.88	123.76	100.00	18.24

资料来源：公司提供

表5 主要参控股公司财务数据（单位：亿元）

公司名称	截至 2019 年底		截至 2020 年 9 月底		2019 年		2020 年 1—9 月	
	资产总额	所有者权益	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	营业收入	净利润
成大国际	3.46	0.95	4.02	1.30	12.42	0.15	8.30	0.54
成大贸易	3.60	1.37	2.39	1.35	17.39	0.05	5.76	-0.01
成大钢铁	13.68	3.38	17.66	3.73	98.32	0.74	70.53	0.35
成大生物	37.64	34.53	43.99	40.31	16.77	7.20	16.62	8.31
新疆宝明	56.14	-1.28	50.41	-9.97	3.04	-4.32	5.08	-8.59
广发证券	3943.91	941.37	4326.35	992.67	228.10	81.10	214.12	87.17
中华保险	755.58	185.69	924.00	191.80	499.28	12.92	409.87	10.57

资料来源：公司提供

2. 生物制药

成大生物人用狂犬病疫苗产销量持续多年位居国内第一。2019年以来，成大生物人用狂犬病疫苗市场份额同比大幅提升，带动公司生物制药板块收入利润快速增长。

公司生物制药板块运营主体为成大生物，经营产品为成大速达人用狂犬病疫苗与成大利宝乙脑疫苗。2017—2019年，公司生物制药板块收入持续增长，毛利率始终保持很高水平，是公司主要的利润来源之一。2019年，受行业事件影响，成大生物人用狂犬病疫苗的批签发量占比由上年的43.95%提升至73.08%，公司生物制药板块业务实现收入16.77亿元，同比增长20.59%。2020年1—9月，成大生物保持快速增长趋势，实现收入16.62亿元，同比增长29.74%。

（1）研发

成大生物基于对病毒疫苗、细菌性结合疫苗和多联多价疫苗的研发基础，采用自主研发和合作研发组合的研发模式。截至2019年底，成大生物共有研发人员129人。2017—2019年，成大生物研发投入分别为0.52亿元、0.75亿元和1.53亿元，2019年同比增长104.49%，主要系新增项目15价HPV疫苗、B群流脑疫苗、四价流感病毒裂解疫苗（MDCK）、13价肺炎疫苗和多价手足口疫苗等支出的研发费用。

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2019年底，成大生物储备20余种在研产品。其中，甲型肝炎灭活疫苗、b型流感嗜血杆菌结合疫苗、A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、四价鸡胚流感病毒裂解疫苗和冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）已获得临床批件，还有10余种在研产品尚处于临床前研究阶段，包括15价HPV疫苗、20价肺炎疫苗、B群流脑疫苗及流脑AC-乙脑联合疫苗等在研产品都具有较强的原创性。

（2）采购、生产及销售

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

成大生物引进国际领先的大规模工业化疫苗生产技术平台-生物反应器高密度微载体悬浮细胞培养技术，该技术是由世界卫生组织（WHO）和洛克菲勒基金会（RF）资助开发，历时15年完成的高技术成果。生产流程为：配液-灭菌除菌-建立毒种库-建立Vero细胞库-细胞罐工序-超滤浓缩灭活液-纯化-合苗-洗瓶-灌封-轧盖-灯检-包装-最终完成成品。随着工艺流程、机器部件等技术的改进，成大生物全年投料损失率不断降低，产品污染率降低，投料损失减少，产成品成品率提高。

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

质量安全方面，成大生物生产规程一直遵守药品管理法规和 GMP 的相关规定，生产车间全部通过国家 GMP 认证，自产品上市以来未发现一例全程免疫后失败的疫苗安全性事件。疫苗管理法自 2019 年 12 月 1 日起施行，为此，成大生物全面优化了质量标准与工作流程，并相应调整了质量管理体系框架。

完成生产后，成大生物对每一批次的成品进行严格的质量检验，在确保质量检验合格、生产过程合规且完成所有记录和报告审核后，方可向中检院申请批签发。批签发审核流程通

常需要三至四个月的时间，在收到批签发合格证后成大生物方可销售该批次的疫苗产品。

2017—2019 年，成大生物疫苗产量有所波动，销量方面，狂犬疫苗销量逐年增长，乙脑疫苗销量逐年下降。2019 年，由于长春长生退出狂犬疫苗市场，成大生物占据了狂犬疫苗市场的主要份额。当期成大生物人用狂犬病疫苗获得批签发数量为 1003.91 万人份，同比增长 77.22%。狂犬疫苗产销量分别为 931.73 万人份和 797.79 万人份，同比分别增长 25.51% 和 15.71%。同期，乙脑疫苗产量同比增长 172.25%，主要系 2018 年各类疫苗新规出台并实施后，疫苗行业内各生产企业均需按照有关文件要求进行内外部检查工作，成大生物亦进行了相关车间升级改造工作，一定程度上影响了生产效率，乙脑疫苗产量同比下降较大所致。2019 年，由于成大生物将主要销售力量集中于狂犬疫苗，乙脑疫苗销量同比有所下降。2019 年，成大生物人用乙脑灭活疫苗获得批签发数量为 143.61 万支，目前中国市场销售的大部分乙脑疫苗是减毒活疫苗，其作为免疫规划疫苗免费向公众提供，相比之下，成大生物的灭活乙脑疫苗属于非免疫规划疫苗，并以高价私人疫苗市场为目标市场，灭活疫苗的发展趋势将给公司人用乙脑灭活疫苗的市场增长带来机遇。

表 6 公司主要疫苗产销情况

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

资料来源：公司提供

2016 年 4 月，国务院修订了《疫苗流通和预防接种管理条例》，取消了商业公司参与疫苗经营的资格，规定疫苗生产企业只能将产品销售给区县级疾病预防控制中心，同时要求生产企业做到疫苗产品的全程冷链配送和全程

可追溯。成大生物国内销售通过自有内部团队为主导及推广商为辅助的营销模式，通过省级疾病预防控制中心组织在省级公共资源交易平台集中招标准入，直接与区县级疾病预防控制中心签订采购合同，由区县级疾病预防控制中心

中心转发给本行政区域的各接种终端，采取全程冷链配送的模式输送疫苗。

成大生物境外销售通过国外经销商进行业务拓展与销售服务，主要出口至东南亚、南亚和非洲等一带一路沿线的国家。2017—2019年，成大生物分别实现境外收入0.77亿元、1.00亿元和1.86亿元。

结算方面，成大生物采用赊销方式，区县级疾控中心的结算周期一般为3~6个月。成大生物采用控制客户信用的方法进行应收账款管理，即根据客户区域内每个产品的市场容量、市场占有率、客户级别、客户信用及行业内客户的回款习惯等因素，为每个客户制定信用期限并核定信用额度，要求客户的应收账款在信用期限之内，不符合要求的特别发货需要得到销售经理的逐级审批。2019年，成大生物国内客户由年初的1800多家增加至近2000家区县级疾控中心，覆盖率进一步提升。境外销售主要采用信用证结算。

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

3. 商品流通

公司商品流通业务主要包括钢铁、化工、煤炭、粮油等内贸业务和医药连锁业务。

(1) 医药连锁

成大方圆在连锁药店领域具备一定规模优势，但受行业政策变化和市场竞争加剧等不利影响，近年来业绩持续下滑且2019年亏损。成大方圆于2020年8月起不再纳入公司合并范围，未来可能对公司收入规模产生一定影响。

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

利润为0.16亿元）。

表7 成大方圆财务数据（单位：亿元）

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
营业收入	31.14	30.27	29.37	15.04
净利润	0.53	0.16	-0.92	0.42

资料来源：公司提供

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

表8 截至2019年底成大方圆门店连锁情况

省份	门店数量（个）	比重（%）
辽宁	1180	78.30
吉林	23	1.53
内蒙	232	15.39
河北	60	3.98
山东	12	0.80
合计	1507	100.00

资料来源：公司提供

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资金统一管理。

成大方圆实行统一采购，将供货商控制在800家左右，并根据市场需求完成商品结构调整，形成药品60%、非药品35%、中药饮片5%的格局。成大方圆约50%药品采购采取赊购方式，账期一般为30~60天，20%为售后付款。2019年，成大方圆前五名供应商采购金额合计7.60亿元，占总采购额的36.15%，集中度一般。

表9 2019年成大方圆前五名供应商

（单位：万元、%）

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

合计	75991.86	36.15
----	----------	-------

资料来源：公司提供

成大方圆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。

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社会影响力。

(2) 国内贸易

2017—2019年，受大宗商品市场影响，国内贸易规模有所波动。

公司国内贸易业务经营主体为成大贸易和成大钢铁，经营品种主要包括钢铁、化工、煤炭、粮油等。2019年，钢铁、煤炭供给侧结构性改革成果显现，落后产能得到有效退出，优势产能逐步释放，供需相对宽平衡；大宗商品市场，价格震荡走低，行业整体效益下降，公司重视风险防范，优化经营模式和业务结构，内贸业务规模同比有所下降。其中，钢铁产品实现收入98.32亿元，同比下降9.97%；煤炭贸易收入为12.26亿元，同比下降34.37%。2020年1—9月，公司持续高度重视大宗商品贸易风险防范，内贸业务实现收入75.16亿元，同比下降18.83%，其中钢铁产品收入同比下降11.93%，煤炭收入同比下降66.25%，纺织品收入同比下降74.47%。

表10 公司内贸业务情况（单位：万元）

分品种	销售收入			
	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
钢铁产品	585253.73	1092101.86	983236.90	705290.86
化工产品	30157.53	18413.74	--	--
煤炭	102307.87	186753.94	122575.08	35192.51
粮油	--	45.73	--	1189.89
木材产品	1699.48	316.27	--	--
纺织品	22338.59	25631.90	28438.00	4520.83
医药				464.36
水产品	839.15	342.47	2153.13	4990.40
其他	4159.94	5225.21	1519.10	4268.88
合计	746756.30	1328831.12	1137922.2	751648.85

资料来源：公司提供

表 11 2019 年国内贸易业务前五名供应商

(单位: 亿元)

供应商名称	采购金额	商品名称
河北鑫达钢铁集团有限公司	32.26	线材、螺纹、钢坯、带钢、型钢
中铁铁龙(营口)国际物流贸易有限公司东丰分公司	7.44	矿砂、线材、盘螺、螺纹、钢坯
唐山市举植商贸有限公司	4.66	焦煤
天津宝利瑞达贸易有限公司	4.43	矿砂
本溪北营钢铁(集团)股份有限公司	4.22	螺纹
合计	53.01	--

资料来源: 公司提供

表 12 2019 年国内贸易业务前五名客户

(单位: 亿元)

客户名称	销售金额	商品名称
河北鑫达钢铁集团有限公司	35.10	矿砂、焦炭、地矿
唐山市双盈工贸有限公司	4.83	焦煤
中铁铁龙(营口)国际物流贸易有限公司东丰分公司	4.69	焦炭
江西鑫润航达供应链管理有限公司	3.15	焦炭
沈阳联天红贸易有限公司	2.71	线材、螺纹
合计	50.49	--

资料来源: 公司提供

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

公司经营上完全采取自营模式, 一方面与钢厂洽谈所需原材料, 签订销售合同, 然后利用自身资金优势, 与原材料供应商签订原材料采购合同; 另一方面, 与钢材、建材深加工产品需求企业签订销售合同, 公司负责与国内各钢厂签订采购合同。

采购结算主要以 60% 现金、40% 承兑汇票为主。公司与河北鑫达钢铁集团有限公司之间

按月结算。除此之外, 公司钢贸行业以控货业务为主, 上游采购一般需预付 80% 左右货款, 约定合理的运输时间, 货到后结算剩余尾款。对下游客户收取 15% 的保证金, 款到发货, 且上下游锁单, 没有敞口库存。风险控制方面, 由公司风险管理部对上下游客户的信用状况进行考察, 经过各部门联合立项审核, 针对不同客户设定合理的信用额度。

化工产品: 以燃料油业务为主, 采取了以销定采的方式, 上下游客户主要集中在山东和天津地区, 通过内贸、进口的采购方式, 向下游客户供货, 主要结算方式为现款。

煤炭: 公司煤炭业务是以华能、华电等电力企业为依托, 介入其采购及销售渠道, 集中资金优势, 降低煤炭采购成本, 衔接其销售网络, 为整个价值链提供增值服务。

4. 进出口贸易

公司进出口贸易业务以纺织品出口贸易为主, 近年来收入规模呈下降趋势。

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

2019 年, 纺织品大类商品贸易规模同比保

持稳定，化工产品贸易业务非持续性业务，规模同比大幅下降，水产品规模同比大幅增长。公司水产品贸易主要系从国外进口鳕鱼等水产品，在国内委托加工后出口。2020 年 1—9

月，公司进出口贸易规模同比保持稳定，其中纺织品大类收入同比增长 34.05%，主要系成国际本期新增口罩业务所致，水产品受境外新冠肺炎疫情影响收入同比下降 50.76%。

表 13 公司近年来进出口贸易品种经营情况（单位：万元）

品种	营业收入			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
纺织品大类	95574.19	95686.21	95783.22	78394.52
化工产品	84750.71	21052.98	1853.40	504.23
杂粮豆产品	--	1333.74	--	--
木材产品	7184.70	2234.49	--	--
水产品	5342.70	15978.66	43775.66	16859.65
医药	3511.22	2921.41	2919.74	2622.86
钢铁	10603.94	--	5.17	--
其他	--	21.42	--	--
合计	206967.46	139228.91	144337.19	98381.26

资料来源：公司提供

5. 能源开发

公司能源开发业务主要为油页岩综合开发利用，受油价影响，一直未实现量产，处于持续亏损状态。2019 年，能源业务经营主体新疆宝明完成了对设备的全面调试及维护。2020 年以来，由于油价大幅下跌，新疆宝明亏损面同比扩大。

（1）成大弘晟

成大弘晟成立于 2007 年 12 月，原为公司全资子公司，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长沟油页岩矿采矿权和木塔寺、吴家湾、白杨

河等 3 个油页岩矿探矿权。

新疆宝明的油页岩矿区位于新疆昌吉州吉木萨尔县境内，地处天山北麓东端，准噶尔盆地东南缘，是中国油页岩矿资源主要分布地区之一。公司目前拥有吉木萨尔县石长沟、木塔寺、吴家湾、白杨河等 4 个油页岩露天矿区，其中石长沟矿区已探明储量达 2.13 亿吨，平均含油率在 7% 以上，按年开采 1100 万吨计算，可供开采近 20 年。

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

在极端不利的市场条件下，新疆宝明合理调整生产安排，通过主动减产和使用矿建工程矿，最大化降低费用支出，减少项目现金流支出；积极优化工艺和生产管理，降耗增效提升运营效率。另一方面，项目较低的开工率导致矿山开采不能按原定方案推进，矿建工程矿品位较低，干馏厂产量下降，成本单耗上升，项目收益受到较大影响，近年来持续亏损。

新疆宝明油页岩综合开发利用一期项目主要内容为石长沟矿区的综合开发利用，总投资为 43.41 亿元，资金来源为自有资金以及 2014 年、2015 年非公开发行股票募集资金，截至 2019 年底已全部转固。新疆宝明油页岩综合开发利用技术改造项目总投资 10.95 亿元，2017 年投入 4.78 亿元，2018 年投入 4.59 亿元并转固 4.45 亿元，2019 年投入 0.89 亿元并转固 5.00 亿元，未来资金投入不大。

2019 年，国际原油价格初期反弹，随后维

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

2020 年 1—9 月，新疆宝明生产页岩油 28.00 万吨，销售 22.52 万吨，实现收入 5.08 亿元。截至 2020 年 9 月底，页岩油库存为 22.34 万吨。2020 年 1—4 月，国际油价大幅下跌，截至 2020 年 9 月底，新疆宝明累计计提存货跌价准备 5.22 亿元。未来新疆宝明计划大力推动与疆内油品深加工企业开展战略合作，实现疆内规模化销售，提高项目的整体收益。

6. 股权投资

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

(1) 广发证券

公司于 1999 年 4 月参股广发证券，广发证券于 2010 年 2 月 12 日在 A 股市场借壳上市，公司持股禁售期至 2013 年 2 月 12 日。2011 年 8 月，广发证券以非公开发行股票的方式向 10 名特定投资者发行了 45260 万股人民币普通股（A 股），公司未参与此次非公开发行，持股比例由 24.93% 变更为 21.12%。2015 年 4 月，广发证券 H 股上市后，公司持股比例降至 16.40%。截至 2020 年 9 月底，公司持有广发证券境内上市内资股（A 股）股份 12.38 亿股，占其总股本 16.24%（未质押，期末参考市值为 195.33 亿元）。

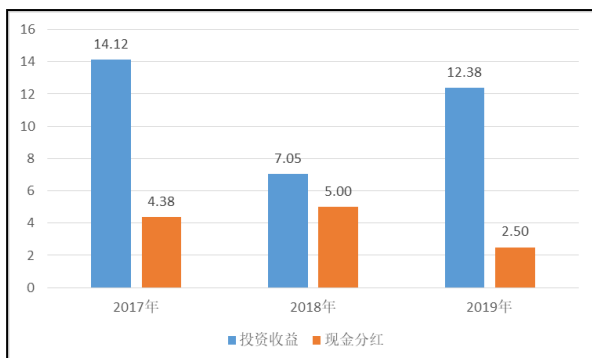
广发证券是国内首批综合类券商之一，2004 年 12 月获得创新试点资格，2010 年 2 月 12 日在深圳证券交易所正式挂牌上市。截至 2019 年底，广发证券股本为 76.21 亿股，旗下控股广发基金管理有限公司、广发期货有限公司、广发控股（香港）有限公司、广发信德投资管理有限公司等主要子公司，并参股易方达

基金管理有限公司，初步形成了跨越证券、基金、期货、股权投资领域的金融控股集团架构。

截至2019年底，广发证券（合并）资产总额为3943.91亿元，所有者权益合计941.37亿元（其中包含少数股东权益29.03亿元）；2019年，广发证券实现营业收入228.10亿元，同比增长49.37%，净利润81.10亿元，同比增长75.09%。2020年1—9月，广发证券实现营业收入214.12亿元，同比增长23.36%，净利润87.17亿元，同比增长43.76%。

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

图7 2017—2019年广发证券产生的投资收益及现金分红情况（单位：亿元）



资料来源：根据审计报告数据整理

（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。截至2019年底，中华保险总资产为755.58亿元，净资产为185.69亿元；2019年，中华保险实现营业收入499.28亿元，同比增长

14.98%，净利润12.92亿元，同比增长27.29%。2017—2019年，中华保险对公司贡献的投资收益分别为2.13亿元、1.72亿元和2.27亿元，无现金分红。

7. 经营效率

公司经营效率较高。

2017—2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈波动增长趋势，三年加权平均值分别为12.59次、8.30次和0.48次，2019年分别为12.94次、7.68次和0.47次，同比分别减少2.52个百分点、2.18个百分点和0.07个百分点，主要系收入规模下降所致。

8. 未来发展

公司根据行业发展趋势以及自身经营状况制定了未来发展规划，有一定可实施性。

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

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

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年财务报告，华普

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对2017和2018年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，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对2019年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2020年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2017年，公司新设子公司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，公司合并范围未发生变化；2020年1—9月，公司出售成大方圆100%股权，成大方圆不再纳入公司合并范围。整体看，2017—2019年，公司新增及减少子公司规模不大，财务数据可比性较强；2020年1—9月，成大方圆出表对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2019年底，公司（合并）资产总计392.34亿元，所有者权益合计229.39亿元（其中包含少数股东权益13.73亿元）。2019年，公司实现营

业收入177.46亿元，利润总额14.64亿元。

截至2020年9月底，公司（合并）资产总计396.87亿元，所有者权益合计250.77亿元（其中包含少数股东权益12.85亿元）。2020年1—9月，公司实现营业收入123.76亿元，利润总额27.24亿元。

2. 资产质量

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

2017—2019年底，公司资产总额持续增长。截至2019年底，公司资产总额为392.62亿元，较上年底增长9.71%，主要系交易性金融资产、存货、其他流动资产及长期股权投资增加所致。其中流动资产占21.85%，占比较上年底小幅提升。

表 14 2017—2019 年底及 2020 年 9 月底公司资产主要构成

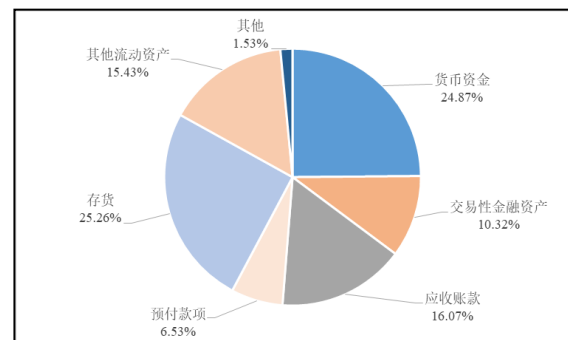
科目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 9 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	63.09	17.76	68.07	19.03	85.80	21.87	80.24	20.22
货币资金	22.43	6.32	23.96	6.70	21.34	5.44	31.33	7.89
应收账款	13.21	3.72	12.73	3.56	13.79	3.51	11.08	2.79
存货	16.73	4.71	17.68	4.94	21.67	5.52	13.87	3.50
非流动资产	292.06	82.24	289.73	80.97	306.54	78.13	316.62	79.78
长期股权投资	228.35	64.30	229.53	64.15	242.37	61.78	256.32	64.59
固定资产	31.84	8.97	35.67	9.97	39.79	10.14	37.06	9.34
资产总额	355.16	100.00	357.80	100.00	392.34	100.00	396.87	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2017—2019 年底，公司流动资产持续增长。截至 2019 年底，公司流动资产为 85.80 亿元，较上年底增长 26.05%。流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和其他流动资产构成。

图 8 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2017—2019 年底，公司货币资金有所波动。截至 2019 年底，公司货币资金为 21.34 亿元，较上年底下降 10.96%，主要为银行存款（占 92.16%），受限货币资金为 2.24 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

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

公司应收账款主要由生物制药和大宗贸易业务产生。2017—2019 年底，公司应收账款保持稳定。截至 2019 年底，公司应收账款为 13.79 亿元，较上年底增长 8.32%。从账龄看，1 年以内的占 89.47%。截至 2019 年底，公司计提坏账准备 1.41 亿元。按组合计提坏账准备的占 93.06%，其中，应收医保款占 13.53%，应收其他客户占 70.10%。截至 2019 年底，公司对河北鑫达钢铁集团有限公司的应收账款余额为 2.44 亿元，较上年底增长 57.33%。

表 15 截至 2019 年底按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占应收账款余额的比例	坏账准备余额
河北鑫达钢铁集团有限公司	2.44	16.05	0.07
河北省卫防生物制品供应中心	0.39	2.54	0.39
唐山鑫晶特钢有限公司	0.32	2.13	0.10
霍尔果斯中石油国际事业有限公司	0.30	1.98	0.01
中铁铁龙（营口）国际物流贸易有限公司东丰分公司	0.26	1.73	0.01
合计	3.71	24.44	0.57

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年底，公司存货持续增长。截至 2019 年底，公司存货为 21.67 亿元，较上年底增长 22.57%，主要系新疆宝明技改后恢复生产库存增加所致。从构成看，库存商品占 70.74%、半成品占 16.00%。公司库存商品主要是药品、疫苗产品及页岩油。截至 2019 年底，公司计提跌价准备 0.67 亿元，计提比例为 3.01%。

2017—2019 年底，公司其他流动资产增长较快。截至 2019 年底，公司其他流动资产为 13.24 亿元，较上年底增长 82.41%，主要系理财投资增加所致。从构成来看，主要为一年内到期的债权投资 10.75 亿元及待抵扣进项税 2.47 亿元。

（2）非流动资产

2017—2019 年底，公司非流动资产波动增长。截至 2019 年底，公司非流动资产合计 306.82 亿元，主要由长期股权投资（占 78.99%）和固定资产（占 12.97%）构成。

2017—2019 年底，公司长期股权投资持续增长。截至 2019 年底，公司长期股权投资为 242.37 亿元，较上年底增加 12.84 亿元，主要系广发证券和中华保险确认投资收益所致。截至 2019 年底，广发证券和中华保险的期末余额分别为 149.89 亿元和 92.10 亿元，占比分别为 61.84%和 38.00%。公司持有的广发证券和中华保险的股权均未质押。

2017—2019 年底，公司固定资产持续增长。截至 2019 年底，公司固定资产为 39.79 亿元，较上年底增加 4.12 亿元，主要系新疆宝明项目转固所致。从构成看，房屋及建筑物占 61.65%，机器设备占 36.38%。公司累计计提折旧 15.47 亿元，其中本期增加 3.11 亿元，同比增长 19.73%。

2017—2019 年底，公司在建工程持续下降。截至 2019 年底，公司在建工程为 4.25 亿元，较上年底减少 2.03 亿元，主要由成大生物待安装设备 1.80 亿元和生物改造工程 1.42 亿元构成。其中，生物改造工程预算数为 2.14 亿元，工程进度为 66.41%，未来投资金额不大。

2017—2019 年底，公司无形资产持续增长。截至 2019 年底，公司无形资产为 10.10 亿元，较上年底增长 5.81%，主要包括土地使用权 3.01 亿元和采矿权 6.07 亿元。

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

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 396.87 亿元，较 2019 年底增加 4.52 亿元。其中，

货币资金为31.33亿元，较上年底增加9.99亿元，主要系处置成大方圆收回投资所致；存货较上年底减少7.80亿元，主要系成大方圆不再纳入合并范围所致；其他流动资产为8.50亿元，较上年底减少4.73亿元，主要系收到到期委托理财资金所致；长期股权投资较上年底增加13.95亿元，主要系广发证券确认投资收益所致。其他科目及资产结构较上年底变动不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2017—2019 年底，公司所有者权益随利润积累稳步增长，但未分配利润占比高，权益稳定性一般。

2017—2019 年底，公司所有者权益持续增长。截至 2019 年底，公司所有者权益为 229.67 亿元，较上年底增长 6.25%。其中，归属于母公司所有者权益为 215.83 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 7.09%，资本公积占 29.17%，未分配利润占 58.18%，权益结构变化不大。其中，实收资本为 15.30 亿元，较上年底未发生变化；资本公积为 62.96 亿元，较上年底下降 1.75%，主要系广发证券资本公积变化所致；其他综合收益为 3.70 亿元，较上年底增加 3.65 亿元，主要系联营企业广发证券及中华保险其他综合收益增加所致；未分配利润为 125.56 亿元，较上年底增长 9.21%。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益为 250.77 亿元，较 2019 年底增加 21.38 亿元，主要系未分配利润较上年底增加 23.73 亿元所致，其他科目变动不大。

(2) 负债

2017—2019 年底，公司有息债务规模持续上升，债务结构有所改善。

2017—2019 年底，公司负债总额有所增长。截至 2019 年底，公司负债合计 162.95 亿元，较上年底增加 21.25 亿元，主要系当期发行债券所致。负债构成方面，流动负债占 63.21%，占比较上年底下降 9.61 个百分点，负债结构明显改善。

2017—2019 年底，公司流动负债有所下降。截至 2019 年底，公司流动负债合计 103.00 亿元，较上年底变化不大。流动负债以短期借款（占 35.94%）、应付账款（占 10.15%）、一年内到期的非流动负债（占 14.08%）和其他流动负债（占 27.18%）为主。

2017—2019 年底，公司短期借款持续下降。截至 2019 年底，公司短期借款为 37.02 亿元，较上年底下降 6.88%。其中，信用借款占 90.27%，保证借款占 9.73%。

2017—2019 年底，公司应付票据波动增长。截至 2019 年底，公司应付票据为 4.77 亿元，较上年底增长 57.54%，主要为成大方圆采用银行承兑汇票结算的比例增加所致。

2017—2019 年底，公司应付账款波动增长。截至 2019 年底，公司应付账款为 10.45 亿元，较上年底增长 32.68%，主要是受公司业务结算周期影响所致。其中，应付货款为 8.36 亿元，应付工程、设备款为 1.44 亿元。

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

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

2017—2019 年底，公司其他流动负债波动下降。截至 2019 年底，公司其他流动负债为 28.00 亿元，其中包括短期融资券“19 辽成大 CP001”8.00 亿元（将于 2020 年 8 月 26 日到期），超短期融资券 20.00 亿元。

2017—2019 年底，公司非流动负债持续增长。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 59.95 亿元，较上年底增长 55.63%，主要由长期借款 5.00 亿元和应付债券 50.50 亿元构成。公司长期借款全部为信用借款。

表 16 截至 2019 年底应付债券情况（单位：亿元）

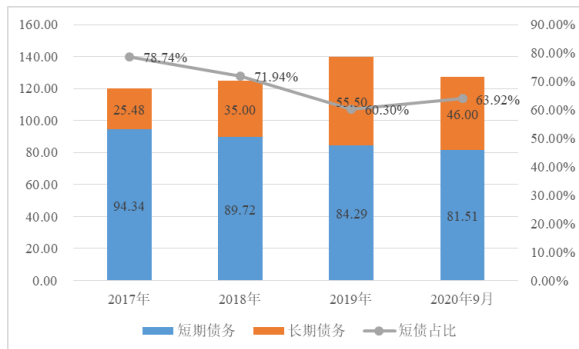
债券名称	发行日期	债权期限	期末余额
18 成大 01	2018/1/26	三年	3.00

19 成大 01	2019/4/8	三年	5.00
19 成大 02	2019/10/31	三年	7.00
18 辽成大 MTN001	2018/3/20	三年	10.00
19 辽成大 MTN001	2019/1/18	三年	10.00
19 辽成大 MTN002	2019/3/26	三年	8.00
19 辽成大 MTN003	2019/7/4	三年	5.00
18 辽成大 PPN001	2018/1/12	三年	0.50

18 辽成大 PPN002	2018/10/22	三年	0.50
18 辽成大 PPN003	2018/11/16	三年	0.50
18 辽成大 PPN004	2018/12/13	三年	0.50
18 辽成大 PPN005	2018/12/28	三年	0.50
合计	--	--	50.50

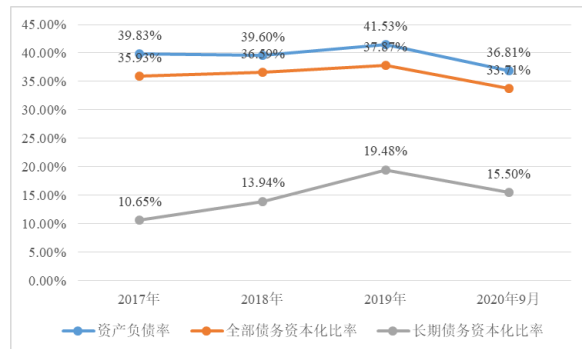
资料来源：公司审计报告

图 9 2017—2019 年底及 2020 年 9 月底公司债务结构
(单位：亿元)



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

图 10 2017—2019 年底及 2020 年 9 月底公司债务杠杆水平



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2017—2019 年底，公司有息债务规模持续增长。截至 2019 年底，公司全部债务为 139.79 亿元，较上年底增长 12.09%，其中短期债务为 84.29 亿元，较上年底下降 6.05%，长期债务为 55.50 亿元，较上年底增长 58.57%。从债务结构来看，截至 2019 年底，短期债务占 60.30%，占比较上年底下降 11.64 个百分点，债务结构明显改善。

债务指标方面，2017—2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所增长，分别为 41.50%、37.84%和 19.46%。

截至 2020 年 9 月底，公司负债合计 146.10 亿元，较 2019 年底减少 16.85 亿元。其中，短期借款较上年底减少 6.02 亿元至 31.00 亿元；应付票据和应付账款分别较上年底减少 4.41 亿元和 5.34 亿元，主要系成大方圆出表所致；其他流动负债较上年底增加 5.00 亿元，主要系发行“20 辽成大 SCP002”5.00 亿元所致；应付债券较上年底减少 7.00 亿元。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 127.51 亿元，较上年底

下降 8.79%。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 36.81%、33.71%和 15.50%。

4. 盈利能力

2017—2019 年，受大宗商品贸易规模波动下降影响，公司收入规模有所下降；利润对投资收益的依赖度高。考虑到广发证券盈利的可持续性，公司整体盈利能力很强。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入 139.99 亿元、192.75 亿元和 177.46 亿元。2019 年，公司营业收入同比下降 7.94%，主要系大宗商品贸易业务规模下降所致。受益于高毛利率的生物制药业务收入占比提升，公司营业利润率同比提升 2.75 个百分点至 14.47%。

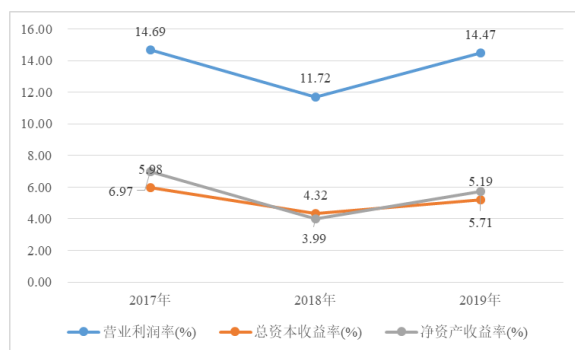
2017—2019 年，公司期间费用逐年增长，期间费用率波动下降。2019 年，由于新疆宝明项目转固折旧增加及成大生物研发费用增加等原因，公司期间费用合计 24.07 亿元，同比增长 9.39%。受营业收入规模下降影响，期间费用占收比同比提升 2.15 个百分点至 13.57%。期间费用对主业利润侵蚀大。

公司投资收益主要来自广发证券，2017—2019 年，公司投资收益分别为 20.50 亿元、8.73

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

2017—2019 年，公司利润总额分别为 16.21 亿元、9.93 亿元和 14.64 亿元。其中，投资收益占利润总额的比重分别为 126.45%、87.95%和 100.97%，公司利润对投资收益依赖程度很高。

图 11 2017—2019 年公司盈利指标



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈波动下降趋势，2019 年同比均有所增长，分别为 5.19%和 5.71%。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 123.76 亿元，同比下降 10.24%，主要系大宗商品贸易规模同比下降所致；营业利润率为 17.78%，同比增加 4.05 个百分点，主要系大宗商品贸易规模下降，高毛利率的生物制药板块收入占比提升所致。同期，投资收益为 27.85 亿元，同比增长 150.56%。受此影响，公司利润总额为 27.24 亿元，同比增长 112.22%。

5. 偿债能力

2017—2019 年底，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现尚可。考虑到公司持有现金类资产及理财投资较充裕，广发证券股权未质押，变现能力强，融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年底，由于流动资产规模增加，公司流动比率和速动比率均持续提升，截至 2019 年底分别为 83.30%和 62.26%；同期，经营现金流动负债比持续提

升至 2019 年底的 8.54%；现金短期债务比逐年增长，2019 年底为 0.34 倍。截至 2020 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 83.15%和 68.78%；现金类资产/短期债务为 0.49 倍。考虑到公司持有的理财投资及广发证券股权未质押，变现能力强，对公司流动性形成有力支撑，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数波动下降，2019 年为 4.13 倍；全部债务/EBITDA 波动增长，2019 年为 5.58 倍。

截至 2020 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 9 月底，公司共获得银行授信 107.55 亿元，尚未使用额度为 51.59 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。同时，公司是上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

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

截至 2019 年底，母公司资产总额为 344.01 亿元，较上年底增长 9.03%；其中流动资产占 18.49%，非流动资产占 81.51%。截至 2019 年底，母公司流动资产主要由货币资金 3.06 亿元、交易性金融资产 8.04 亿元、其他应收款 45.45 亿元和其他流动资产 7.05 亿元构成；其他应收款主要为对下属子公司的借款，其中应收新疆宝明 40.94 亿元（截至 2018 年底为 32.79 亿元，截至 2020 年 9 月底为 55.02 亿元，大幅增加主要系母公司对新疆宝明的委托贷款转入其他应收款所致），应收成大钢铁 4.45 亿元。非流动资产主要由长期股权投资 265.70 亿元和其他非流动资产 11.32 亿元构成；其他非流动资产主要为母公司对新疆宝明的委托贷款。

截至 2019 年底，母公司负债合计 135.22 亿元，较上年底增长 12.95%。其中，流动负债占 58.84%，占比较上年底下降 11.93 个百分点。

截至 2019 年底，母公司负债主要由短期借款 33.41 亿元、一年内到期的非流动负债 14.50 亿元、其他流动负债 28.00 亿元和应付债券 50.50 亿元构成。截至 2019 年底，母公司全部债务为 131.41 亿元，其中短期债务为 75.91 亿元；母公司全部债务中直接融资占比为 70.77%。

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

九、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。

公司生物制药业务盈利能力强，但能源业务持续亏损，广发证券贡献的投资收益对公司利润起到支撑作用。公司对中华保险的股权投资规模大，近年来贡献的投资收益较少，能源业务对本部的资金占用规模大，公司债务结构以短期债务为主，且直接融资比例较高，存在一定资金周转压力。考虑到公司持有的广发证券股权市值高且未质押，每年均有现金分红，公司融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

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，随着成大生物业绩提升及股权投资效益持续呈现，公司盈利水平有望进一步提升。

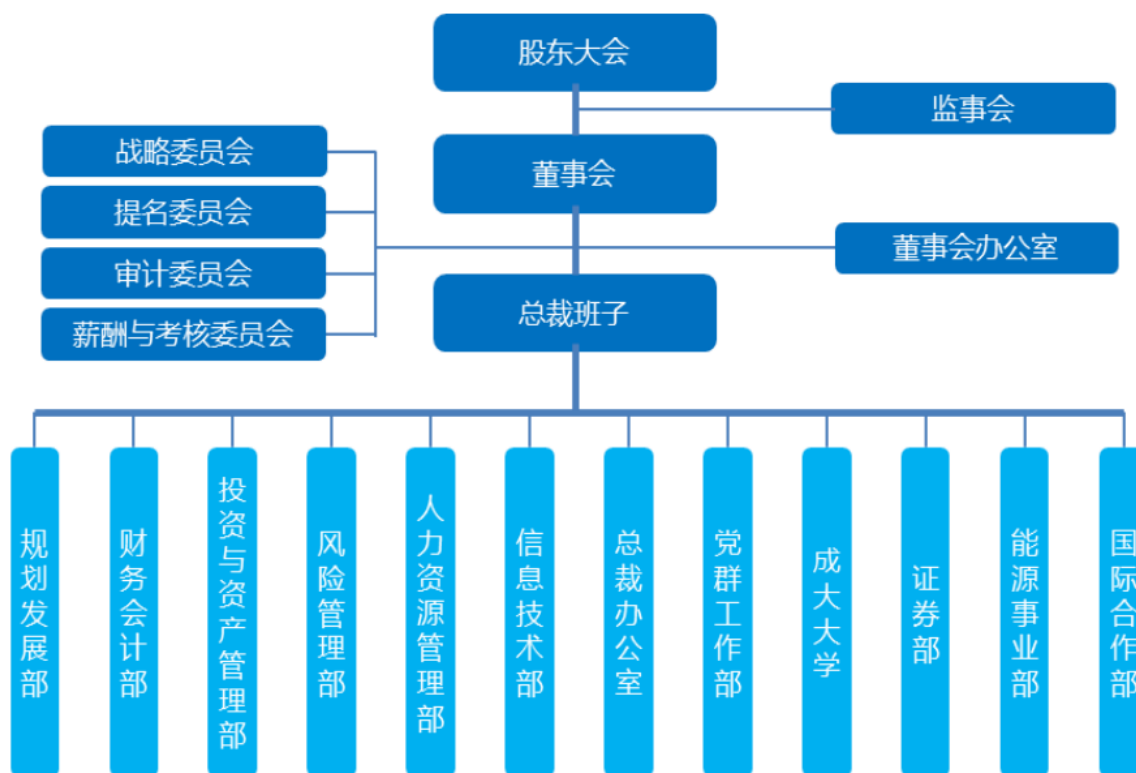
综上，基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小。

附件 1-1 截至 2020 年底辽宁成大股份有限公司前三大股东情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
韶关市高腾企业管理有限公司	234004700	15.30
辽宁省国有资产经营有限公司	169889039	11.11
广西鑫益信商务服务有限公司	130323119	8.52
合计	493112172	32.24

资料来源：企业提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底辽宁成大股份有限公司组织架构图



资料来源：企业提供

附件 1-3 截至 2019 年底公司主要控股参股公司情况

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

资料来源：公司 2019 年年度报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.27	23.21	28.59	39.60
资产总额（亿元）	355.16	357.80	392.34	396.87
所有者权益（亿元）	213.69	216.10	229.39	250.77
短期债务（亿元）	94.34	89.72	84.29	81.51
长期债务（亿元）	25.48	35.00	55.50	46.00
全部债务（亿元）	119.82	124.72	139.79	127.51
营业收入（亿元）	139.99	192.75	177.46	123.76
利润总额（亿元）	16.21	9.93	14.64	27.24
EBITDA（亿元）	24.49	19.55	24.82	--
经营性净现金流（亿元）	0.97	4.86	8.62	6.71
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.37	14.16	12.94	--
存货周转次数（次）	7.52	9.86	7.68	--
总资产周转次数（次）	0.41	0.54	0.47	--
现金收入比（%）	92.02	85.27	87.01	88.31
营业利润率（%）	14.69	11.72	14.47	17.78
总资本收益率（%）	5.98	4.32	5.19	--
净资产收益率（%）	6.97	3.99	5.71	--
长期债务资本化比率（%）	10.65	13.94	19.48	15.50
全部债务资本化比率（%）	35.93	36.59	37.87	33.71
资产负债率（%）	39.83	39.60	41.53	36.81
流动比率（%）	57.93	65.97	83.30	83.15
速动比率（%）	42.57	48.84	62.26	68.78
经营现金流流动负债比（%）	0.89	4.71	8.37	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.26	0.34	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	4.83	3.20	4.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.89	6.38	5.63	--

注：1.2020 年三季度财务报表未经审计；2.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计入短期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.86	8.16	11.10	23.19
资产总额（亿元）	305.92	315.52	344.01	365.20
所有者权益（亿元）	195.43	195.80	208.79	235.27
短期债务（亿元）	82.81	81.81	75.91	77.65
长期债务（亿元）	25.48	35.00	55.50	46.00
全部债务（亿元）	108.29	116.81	131.41	123.65
营业收入（亿元）	0.65	0.64	0.63	0.18
利润总额（亿元）	16.26	5.75	11.99	29.42
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-10.88	-5.76	-4.02	-1.36
财务指标				
销售债权周转次数（次）	594.26	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	2.17	2.02	2.41	1.56
营业利润率（%）	87.90	88.32	88.55	64.56
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	8.32	2.94	5.73	--
长期债务资本化比率（%）	11.53	15.16	21.00	16.35
全部债务资本化比率（%）	35.66	37.37	38.63	34.45
资产负债率（%）	36.12	37.94	39.31	35.58
流动比率（%）	44.54	57.21	79.96	102.02
速动比率（%）	44.54	57.21	79.96	102.02
经营现金流流动负债比（%）	-12.79	-6.79	-5.06	--
现金短期债务比（倍）	0.05	0.10	0.15	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.2020 年三季度财务报表未经审计；2.其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 同行业企业对比数据

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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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 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

联合资信评估股份有限公司关于 辽宁成大股份有限公司 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，联合资信将在辽宁成大股份有限公司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。联合资信将在发行人年报公告后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

辽宁成大股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对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及外部经营环境等相关信息，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。