

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1082 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持辽宁成大股份有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13辽成大MTN1”、“13辽成大MTN002”和“14辽成大MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月三十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

辽宁成大股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
13 辽成大 MTN1	7 亿元	2013/02/01- 2016/02/01	AA	AA
13 辽成大 MTN002	3 亿元	2013/07/29- 2016/07/29	AA	AA
14 辽成大 MTN001	10 亿元	2014/04/14- 2017/04/14	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 30 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.30	11.39	12.62	10.05
资产总额(亿元)	144.78	159.15	178.91	181.08
所有者权益(亿元)	102.62	110.51	118.48	119.28
短期债务(亿元)	15.37	27.38	22.93	25.02
全部债务(亿元)	21.07	27.87	35.93	38.68
营业收入(亿元)	96.64	102.94	103.34	20.34
利润总额(亿元)	30.50	9.60	11.39	2.74
EBITDA(亿元)	31.99	12.24	14.37	--
经营性净现金流(亿元)	3.15	0.15	3.33	2.22
营业利润率(%)	16.18	15.22	13.73	17.16
净资产收益率(%)	23.96	7.60	8.35	--
资产负债率(%)	29.12	30.56	33.78	34.12
全部债务资本化比率(%)	17.03	20.14	23.27	24.48
流动比率(%)	154.45	115.79	125.28	122.23
全部债务/EBITDA(倍)	0.66	2.28	2.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	47.98	11.51	9.82	--
经营现金流流动负债比(%)	10.81	0.37	8.47	--

注: 1. 公司短期债务及全部债务相关指标计算包含计入“其他流动负债”科目的短期融资券。2. 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

丁 伟 车 飞

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 辽宁成大股份有限公司(以下简称“公司”)保持了在产业布局、股权投资、品牌知名度等方面具备的优势。公司能源开发项目稳步推进, 资产规模持续增长, 营业收入基本保持稳定, 利润规模有所增长。同时联合资信也关注到公司盈利水平对投资收益依赖程度较高、能源开发项目投资规模大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司发展规划重点集中在能源开发、生物制药以及医药连锁领域, 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, 能源开发行业发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 辽成大 MTN1”、“13 辽成大 MTN002”和“14 辽成大 MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 公司生物疫苗产品品牌知名度高、市场份额大, 盈利能力强; 医药连锁产业规模较大, 在辽宁地区具有较强的竞争优势。
2. 公司债务负担较轻, 财务弹性良好。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内, 公司生物制药业务收入及盈利指标略有下滑; 受国内外宏观经济影响, 国内及进出口贸易收入有所下降。
2. 公司盈利水平对投资收益依赖程度较高。
3. 公司能源开发项目未来资金投入大, 盈利状况受成本控制能力、国际原油价格波动影响较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与辽宁成大股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与辽宁成大股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因辽宁成大股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由辽宁成大股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于辽宁成大股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

辽宁成大股份有限公司（以下简称“成大股份”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 12000000 股，并于同年 8 月 19 日在上海证券交易所挂牌上市交易。经公开发行、送转股、股票期权行权及股权激励措施实施后，截至 2012 年底，公司注册资本由定向募集时的 5000 万元增至 136470.98 万元。公司的母公司为辽宁成大集团有限公司，公司最终控制人为辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：自营和代理货物及技术进出口，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，经营预包装食品（酒类批发），仓储服务。煤炭批发经营（有效期限至 2014 年 7 月 25 日）。

截至 2013 年底，公司拥有直接控股和间接控股子公司 28 家、参股公司 7 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、证券部和国际合作部等 8 个职能部门（见附件

1）。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 178.91 亿元，所有者权益合计为 118.48 亿元。2013 年，公司实现营业收入 103.34 亿元，利润总额 11.39 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 181.08 亿元，所有者权益合计为 119.28 亿元。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.34 亿元，利润总额 2.74 亿元。

公司的注册地址：辽宁省大连市人民路 71 号，法定代表人尚书志。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场

经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

生物制药行业

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。

由于禽流感、SARS及最近乙肝疫苗新生儿致死等的影响，中国对疾病预防机构的建设、监管、完善疾病预防控制体系建设更加重视，政府扶持力度不断增强，对企业不仅给予宽松的政策空间，还将给予税收、融资、贷款等优惠措施来扶持疫苗的生产和科研。受到国家扩大计划免疫范围和婴儿出生率的提升的影响，中国疫苗市场已成为全球增长最快的市场之一，I类（甲肝疫苗、乙肝疫苗、乙型脑膜炎疫苗、脊髓灰质炎疫苗和流感疫苗）与II类疫苗（流感疫苗、狂犬疫苗、水痘疫苗、肺炎疫苗及B型流感嗜血杆菌（Hib）结合疫苗）

市场分别保持15%与20%左右的增速，至2014年将分别达到100亿与230亿左右的市场规模。I类疫苗最重要的市场是每年新出生人口。从20世纪50年代开始，中国在全国范围内免费给儿童接种一类疫苗。但是目前中国的儿童死亡率与高收入国家相比仍有较大差距。因此计划免疫品种未来仍有可能扩充，I类疫苗市场尚有扩张潜力。II类疫苗市场规模上，中国与先进国家相比有一定的差距。从公民自费接种疫苗的比例上来看，国内大大低于发达国家。以流感疫苗为例，发达国家接种比例普遍在20%以上，而中国这一比例在2%以下。即使在2009年甲型H1N1流感爆发，国家免费为公民接种甲流疫苗的背景下，国内的流感疫苗接种率也未超过10%。所以，随着人均收入的提高和防疫意识的普及，二类疫苗市场的扩张潜力巨大。

2011年11月26日，国务院常务会议讨论并通过了《疫苗供应体系建设规划》，到2015年，初步建成满足全国经济社会发展需要的疫苗供应体系，实现常态必保，应急能力大幅提升；到2020年，疫苗供应体系进一步健全完善，具备与发达国家同步应对突发和重大疫情的实力。中央财政对扩大国家免疫规划所需疫苗等给予支持，重点项目安排投资规模约94亿元。

基于中国医疗保健体系的架构和管理，疫苗市场分为计划免疫疫苗市场与有价疫苗市场，俗称“计划内”与“计划外”，大致为7:3。计划免疫疫苗由政府招标采购，价格低廉，利润不高，市场基本稳定，目前主要由国内疫苗生产商供应；有价疫苗是指未列入国家计划免疫范畴的、接种者自愿选择的自费疫苗。由于消费者自费接种，该类疫苗价格高，利润也高，包括近年扩大使用的儿童及成人疫苗，还有用于特定人群的狂犬病疫苗、流行性出血热疫苗等，基本由国际疫苗巨头控制。

中国疫苗企业主要由内资疫苗企业和外资疫苗企业组成。内资疫苗企业包括中国生物技术集团下的六大生物制品研究所、中国医学科

学院医学生物学研究所等，以及上市企业华兰生物、成大生物，重庆智飞等；外资企业以葛兰素史克和赛诺菲-巴斯德为主。

尽管国产疫苗在价格上具有竞争优势，但国产疫苗在生产工艺等关键技术及研发能力上与国际先进水平相比仍有一定的差距。流通环节上，对疫苗的运输和保持都有一套严格到苛刻的标准，而国内疫苗在流通环节中设备基本具备，冷链运输保存环节存在一定隐患。

《药品生产质量管理规范(2010 年修订)》(下称新版 GMP)已于 2010 年 10 月 19 日经卫生部常务会议审议通过，自 2011 年 3 月 1 日起施行，特别是对无菌制剂和原料药的生产方面提出了很高的要求。新版 GMP 认证有两个时间节点：药品生产企业血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产，应在 2013 年 12 月 31 日前达到新版药品 GMP 要求；其他类别药品的生产均应在 2015 年 12 月 31 日前达到新版药品 GMP 要求。未达到新版药品 GMP 要求的企业(车间)，在上述规定期限后不得继续生产药品。新版 GMP 认证将进一步提高疫苗行业生产规范及质量标准。

(1) 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在 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；农村容量 800 万人份，价格是最关键因素。

供给方面，中国生产狂犬疫苗的企业主要有诺华和赛诺菲-巴斯德 2 家外资企业，以及成大生物、长春长生生物科技股份有限公司、大连汉信生物制药有限公司、福尔生物制药有限公司以及河南普新生物工程有限公司等 14 家国有企业。目前，国内狂犬病疫苗生产技术主要是手工操作的转瓶工艺，产量低，成本高，

质量差，因此，所有国内产品都在低端市场进行激烈的价格战，只有进口产品长期垄断中国一线城市市场和二线城市的高端市场。随着 2010 年版《中国药典》中对狂犬疫苗规定的质量指标与国际完全接轨，将导致落后的技术工艺因无法达到国家要求而逐步被迫退出市场。竞争对手的减少，竞争产品数量的降低，都给成大速达人用狂犬病疫苗带来了前所未有的市场发展机会。另外，成大速达在国内率先推出新的免疫程序，与传统的 5 针（就诊 5 次，每次 1 针）法相比，减少 2 次就诊时间（就诊 3 次，第一次 2 针，后两次 1 针），减少 1 针接种，从而减低患者接种痛苦，节约患者时间，由此产生的竞争优势会持续给成大带来市场份额。2013 年，成大生物狂犬病疫苗销量 597 万人份，占国内市场份额的 47.76%。

(2) 乙脑疫苗

乙脑主要是蚊虫传播的病毒性脑炎，病死率、致残率都比较高，在蚊虫比较活跃的东南亚、非洲等发展中国家，乙脑的发病率居高不下，严重威胁儿童的成长和智力发育。

乙脑疫苗是中国首个获得外国政府注册许可的自主知识产权疫苗产品，各项安全性指标位于世界领先水平。目前，中国乙脑疫苗市场总需求 4000 万人次，其中一类乙脑疫苗（减毒活疫苗¹）总市场容量大约 3000 万人次，二类乙脑疫苗（灭活疫苗²）总市场容量约 1000 万人次。

供给方面，目前，国际上乙脑疫苗生产企业仅有奥地利的 Intercell 公司，生产乙脑灭活疫苗，提供给发达国家使用。中国乙脑疫苗生产企业主要有 7 家，其中 3 家生产减毒活疫苗，年产能近亿支；4 家生产灭活疫苗，年产能共计 5000 万支。根据《国家扩大免疫规划》规定，

¹ 减毒活疫苗是指病原体经过甲醛处理后，A 亚单位（毒性亚单位）的结构改变，毒性减弱，但 B 亚单位（结合亚单位）的活性保持不变，及保持了抗原性的一类疫苗。

² 灭活疫苗是指先对病毒或细菌培养，然后用加热或化学剂（通常是福尔马林）将其灭活的一类疫苗。

减毒活疫苗为政府采购的一类疫苗产品，灭活疫苗只能作为二类疫苗销售。二类疫苗的总市场容量小，市场规模小，因此短期内乙脑灭活疫苗销售受到制约。长期来看，灭活疫苗凭借其更高的安全性，特别是不含抗生素防腐剂（2010年版《中国药典》规定了非常严格的安全性指标如抗生素残留、防腐剂含量等），符合国际领先疫苗的发展趋势，未来销售前景良好。

医药连锁行业

1. 行业现状

医药连锁零售行业兴起于20世纪90年代，是医药产业的重要组成部分。近几年医药连锁快速发展，医药零售市场规模不断扩大。根据中国医药商业协会数据，2013年前100位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的64.5%，比上年提高0.5个百分点。2013年，药品零售百强企业销售额为742亿元，扣除不可比因素，占药品零售市场总额的31.7%，其中前5位企业占10%。

表1 2013年中国药品零售连锁十强

排序	企业名称
1	国药控股国大药房有限公司
2	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司
3	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司
4	中国海王星辰连锁药店有限公司
5	广东大参林连锁药店有限责任公司
6	重庆和平药房连锁有限责任公司
7	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司
8	湖北同济堂药房有限公司
9	辽宁成大方圆医药连锁有限公司
10	浙江震元股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

医药连锁行业目前呈现发展水平低，进入门槛低，分散度高，集中度差，行业监管不规范等突出特点。药品零售连锁经营能够实现规模效益，统一采购配送可大大降低经营成本，统一商号可树立品牌形象，吸引消费者。同时，

近几年来新的医疗保险以及新医改，农村合作医疗等一系列医疗制度改革促进了医药产品的消费，激发了医药零售业的总体增长，为医药连锁经营提供了新的发展机遇。

2. 行业关注

物流管理

从医药零售业的经营流程看，物流包括需求预测、定单服务、客户服务、分销配送、物料采购、存货控制、仓库管理以及退货处理等。物流管理的最终目标是保证客户所需产品的可得性，其管理的核心是对存货资产的管理。一般而言，企业存货的价值占企业总资产的25%左右，占流动资产的50%，因此控制存货的数量和份额，提高存货的流动性，就成为医药连锁企业物流管理的首要工作，它会给企业带来“第三类利润”（主要是能大幅降低营销费用、坏帐等）。从美国医药零售连锁业的发展看，除货架上摆设的药品，各连锁分店已达到零库存，而中国连锁分店基本每家都有自己的小仓库。未来，在物流管理方面具有竞争力的医药连锁企业有望进一步巩固其与供应商和制造商的联盟关系，逐步实现“最少的库存，最快的速度，最低的营运成本”，从而提高整体竞争能力。

药店的选址以及地理分布

零售药店的经营成功在很大程度上取决于选址，布点首先一定要针对目标人群，其次要着眼于城市的发展。从全国的角度而言，开发农村以及城镇等新兴市场潜力不可忽视，目前农村人口与城市人口的比例是8:1，而药品的消费是1:8，农村的用药潜力有待进一步开发。从城市的角度而言，选择合适的区域尤为重要，要注重社区和商业区的布点，采用灵活方式如社区店、独立店、店中店等形式经营。由于医院作为销售的主渠道，医院附近往往是最有利的地点。

3. 行业政策

2011年5月，商务部发布“十二五”期间

药品流通规划纲要。纲要提出优化投资结构，吸引境外药品流通企业按照有关政策扩大在境内投资，参与药品流通企业兼并重组，拓展分销业务。同时鼓励有条件的药品流通企业“走出去”，通过新建、收购、境外上市等多种方式，到境外开展业务。

2013年2月，国务院办公厅发布了《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》，其中指出要稳固基本药物集中采购机制，落实招采合一、量价挂钩、双信封制、集中支付、全程监控等制度；保障基本药物供应配送和资金支付；定期调整国家基本药物目录。按照防治必需、安全有效、价格合理、使用方便、中西药并重的原则，结合实际使用情况遴选调整国家基本药物目录，保持合理数量，优化品种结构。

4. 行业发展

近些年由于药品降价、药品招标采购等政策的推行及市场竞争加剧等多重因素的影响，行业平均净利润处于下降趋势，医药流通业已经进入微利时代。国家目前正逐步提高行业准入标准，加快资源整合进度，推进医药商业市场份额加速向优势龙头企业集中。国家准备用五年左右时间培育5-10个面向国内外市场、多元化经营、年销售额达到50亿元以上的特大型医药流通企业集团；建立40个左右面向国内市场或国内区域性市场、年销售额达到20亿元以上的大型医药流通企业集团；建立10个在国内外知名的医药零售连锁企业，每个企业拥有分店达1000个以上；建立一批区域性医药零售连锁企业，每个企业拥有分店达到100个左右。目前全国性的直营投资商主要是辽宁成大、海王星辰、湖南老百姓和中国大药房。未来，优质医药商贸流通企业凭借其巨大的营销网络及规模化优势，有望通过兼并重组等方式进一步提升市场份额，同时在降低成本的基础上提升盈利水平。同时，医药电商进入爆炸式增长阶段。2012年，国内网上药店销售规模达到17亿元，较上年增长4倍，预计今年交易规模将

达到40亿元

考虑到国家建立新型农村合作医疗制度和社区卫生服务体系等医改目标将使国内医药市场大幅扩容，全国性或区域性医药商业龙头必将从中受益，在未来几年有望实现较快增长。

贸易行业

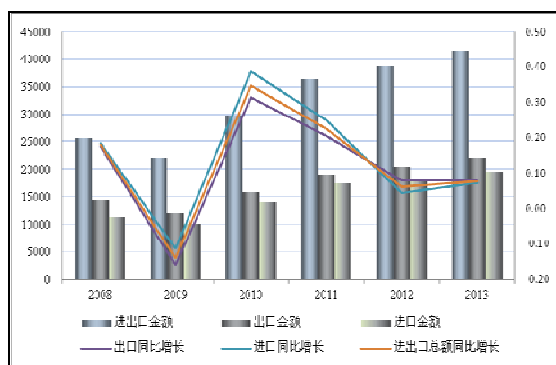
(1) 国际贸易

2012年，国际金融危机深层次影响继续显现，特别是欧洲主权债务危机深化、蔓延，世界经济复苏明显减速，中国进出口贸易增速继续放缓，但进出口贸易规模稳中有增。2013年，世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象，经济增长动力逐步增强，对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下，新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形式构成一定负面因素。

中国对外贸易增速放缓趋稳

根据海关总署发布的统计数据，2012年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。2013年中国进出口总值达到4.16万亿美元，扣除汇率因素同比增长7.6%，比2012年增速提高1.4个百分点，但仍较2011年增速有较大差距；其中出口2.21万亿美元，同比增长7.9%；进口1.95万亿美元，同比增长7.3%；贸易顺差2597.5亿美元，同比扩大12.8%。总体看，自2010年开始，中国进出口贸易增速出现明显放缓趋势，2012年则达到相对低位，进入2013年，对外贸易增速趋稳并略有回升，但回升基础较为薄弱。2014年1-4月，全国进出口总值为13243.22亿美元，同比下降0.5%；出口总值为6797.84亿美元，同比下降2.3%；进口总值为6445.37亿美元，同比上升1.4%。

图1 2008~2013年中国对外贸易进出口情况
(单位:亿美元、%)



资料来源:海关总署

2013年,中国经济呈现企稳回升态势,拉动了大宗商品进口量的增加;同时,美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长,促进外贸发展的积极因素开始增多,中国贸易顺差达到2597.5亿美元,增长12.8%。2014年1-4月,中国贸易顺差为352.47亿元,同比下降42.20%。

预期政府下一步将继续稳定和引导大宗商品进口,积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口,适度扩大消费品进口,从总体上鼓励进口,控制贸易顺差规模。

贸易方式构成逐渐改变

近年来,中国进出口中贸易方式构成逐渐改变,一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计,2013年,一般贸易进出口总额为2.2万亿美元,同比增长9.3%,占中国进出口总值的52.8%,比上年提高0.8个百分点;加工贸易依旧增长缓慢,进出口总额为1.36万亿美元,增长1%,占比32.6%,比上年下降2.2个百分点。

相对加工贸易而言,具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高,一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

贸易伙伴趋于多元化,国际市场结构进一步优化

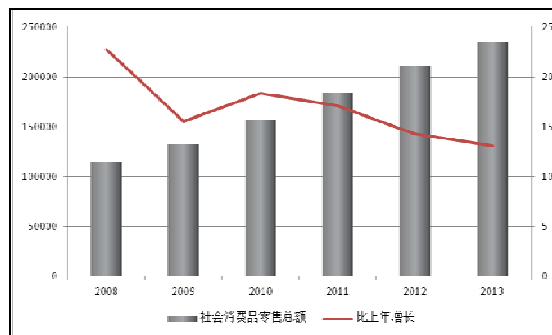
近年来,中国积极实施市场多元化战略,大力开拓新兴市场,国际市场布局进一步优化。海关统计数据显示,2012~2013年,中国对俄

罗斯、印度、巴西、南非等新兴市场国家和澳大利亚等国的贸易总额占进出口总额比重与2011年基本持平,2013年占比10.7%,其中出口总额1886.21亿美元,2013年同比增长5.8%;欧美日传统市场份额下滑,进出口总额占比逐年下降,2013年为33.5%;与东盟的贸易稳步扩大,贸易额占比升至10.7%。

(2) 国内贸易

2011年以来,国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局最新数据,2013年全年社会消费品零售总额234380亿元,比上年增长13.1%,扣除价格因素,实际增长11.5%,增速同比下降0.6个百分点。按经营地统计,城镇消费品零售额202462亿元,增长12.9%;乡村消费品零售额31918亿元,增长14.6%。按消费形态统计,商品零售额208988亿元,增长13.6%;餐饮收入额25392亿元,增长9.0%。在限额以上企业商品零售额中,汽车类零售额比上年增长10.4%,家具类增长21.0%,家用电器和音像器材类增长14.5%。

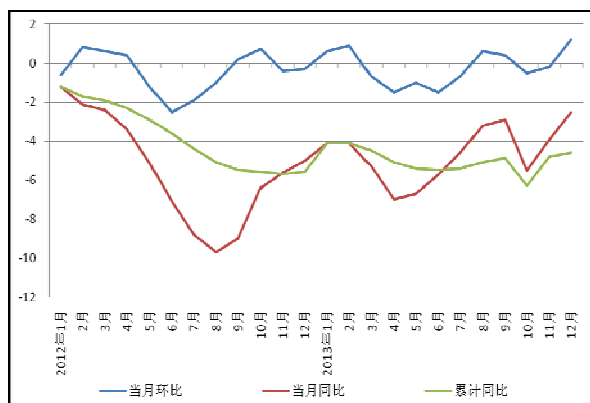
图2 社会消费品零售总额及增长率情况
(单位:亿元、%)



资料来源:Wind

2013年,由于需求回升缓慢,供需矛盾突出,生产资料市场价格延续震荡下行走势。1-12月,生产资料市场累计平均价格,比去年同期下降4.6%,降幅较上年收窄1个百分点;比年初下降1.2%,降幅较上年收窄0.3个百分点。从走势上看,全年曾出现三个回升阶段,分别是1-2月、8-9月和12月,但因回升幅度较小,持续时间较为短暂,未能扭转全年价格低迷态势。

图3 生产资料价格总指数变动情况



资料来源：中国物流信息中心，联合资信整理

2013 年生产资料市场继续保持平稳增长，全社会生产资料销售总额 55 万亿元，按可比价计算，同比增长约 11.9%，增速较去年同期持平。同期，全社会物流总额为 200 万亿元，按可比价格计算，同比增长 9.5%，增幅较去年同期回落 0.3 个百分点左右，但仍然快于 GDP 增长。

从国际市场看，国际大宗商品价格整体也呈现下降格局。进口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降 1.3%，比年初下降 1.8%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降 1.2%，在结构上，除木材和机电类生产资料进口价格同比有所上升外，其他各大类产品进口价格均有所下降，能源类和有色金属类产品价格降幅较为明显；农业生产资料进口累计平均价格同比下降 7.8%。出口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降 0.9%，比年初下降 1.2%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降 0.9%，在结构上，除建材、木材和汽车类生产资料出口价格同比有所上升外，其他各大类产品出口价格均有所下降，黑色金属、有色金属和能源类产品价格降幅较为明显；农业生产资料出口累计平均价格同比下降 3.0%。

整体看，社会消费品零售总额及生产资料市场相关数据显示，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速逐渐趋稳。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。

油页岩行业

油页岩是一种蕴藏量十分丰富但几乎还未被很好利用的矿产资源。一般地，国际上常以每吨油页岩能产出 0.25bbl（即 0.034 吨）以上页岩油的油页岩称为“油页岩矿”，或者将产油率高于 4% 者的油页岩称为矿。中国将含油率在 5% 以上的油页岩定为富矿，并计算储量；含油率在 5% 以下的油页岩定为贫矿，不计算储量；也有将油页岩产油率低于 6% 者定为贫矿，高于 10% 者定为富矿。油页岩矿是一种多用途的矿产资源，不仅可以提取页岩油，加工炼制汽、煤、柴油等石油产品，油页岩的颗粒和粉末以及干馏后的页岩半焦可燃烧产气发电，其页岩灰还可以做水泥等建筑材料或用于矿井回填等。

1. 行业概况

世界油页岩分布及利用概况

全世界油页岩蕴藏的页岩油资源量大体有 3662 亿吨，比传统石油资源量至少多 50% 左右。19 世纪时，油页岩的年产规模达百万吨；20 世纪早期，由于汽车、卡车的出现，油页岩作为运输燃料被大量的开采；到 1966 年，原油被大量开采利用，取代油页岩作为主要矿物能源。随着世界能源需求的不断增长和石化资源的日渐枯竭，油页岩再次受到关注。目前，油页岩的利用更加广泛，爱沙尼亚、巴西、中国、以色列、澳大利亚、德国等国对油页岩的利用已经扩展到发电、取暖、提炼页岩油、制造水泥、生产化学药品、合成建筑材料以及研制土壤增肥剂等各个方面。

油页岩产量高的国家主要有爱沙尼亚、俄罗斯、巴西、中国和德国。爱沙尼亚是世界油页岩开发利用程度最高的国家。2002 年，爱沙尼亚油页岩的产量达 1230 万吨，约占世界产量的 75%。爱沙尼亚有 4 个装机容量为 2967MW 的油页岩发电厂，它们也是世界上装机容量最

大的油页岩发电厂。

中国油页岩分布及利用概况

中国油页岩资源较丰富，石炭系、第三系都有产出，但主要产于第三系。据 EIA 统计，中国油页岩资源储量为 7199 亿吨，折合页岩油约为 476 亿吨，仅次于美国、巴西和爱沙尼亚，居世界第四位。

中国油页岩的分布比较广泛，但分布不均匀，主要分布于内蒙古、山东、山西、吉林、黑龙江、陕西、辽宁、广东、新疆等 9 省。由于勘探程度较低，目前仅在 14 个省（区）计算了探明储量，其中吉林、辽宁和广东的储量较多，合计约占全国探明储量的 90% 以上。吉林省油页岩总地质储量有 499 亿吨。已列入储量表的有 7 处矿床，总保有储量 174.5 亿吨，占全国油页岩储量的 55%，居第一位。油页岩产地比较集中，主要分布在农安、桦甸、罗子沟三个地区。

中国油页岩综合开发利用时间比较早，但开采规模不大，主要省份有吉林省、辽宁省和广东省。由于生产成本较高，油页岩的开发规模逐渐萎缩，开采与提炼和勘查基本停滞；2000 年以来，随着石油需求的快速增长和油价的持续走高，油页岩产业开始复苏。目前国内油页岩开发主体为抚顺矿业集团和辽宁成大。抚顺矿业集团页岩油产量在 40 万吨万吨，毛利率基本达到 50% 以上，由此可以看出油页岩项目盈利能力较强。

但与此同时，值得关注的是油页岩生产占用了大量水资源，并对地下水资源造成污染，此外，直燃油页岩发电模式产生的温室气体二氧化碳、硫和烟尘甚至高于燃煤发电。因此，油页岩开发对环境的影响值得进一步关注。

2. 行业政策

2011 年 3 月，国家发改委公布《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，鼓励页岩气、油页岩、油砂、天然气水合物等非常规资源勘探，体现了国家鼓励综合利用发展的政策导向。随

着传统资源短缺问题日益严重，油页岩开发工业在未来将会获得较大支持和较快发展。

3. 行业发展

目前，中国页岩油生产的成本约为每吨 2000 元左右，而国际油价持续高位运行，油页岩的开发利用已经具有较强的工业价值，且利润相当可观。同时综合开发利用油页岩，既可局部缓解国内石油、电力短缺状况，又能充分发挥国内油页岩资源的潜力，符合国家可持续发展油气资源战略和节约能源的方针政策，其综合利用前景广阔，开发价值巨大。

区域经济

公司地处辽宁省大连市。大连市是辽宁省重要的沿海港口城市，也是全国 14 个沿海开放城市之一。2013 年，大连市实现地区生产总值 7650.8 亿元，按可比价格计算比上年增长 9.0%。三次产业结构调整至 6.2: 50.9: 42.9，对经济增长贡献率分别为 3.2%、55.4% 和 41.4%。

近年来，大连市固定资产投资平稳增长，2013 年完成固定资产投资 6478.1 亿元，同比增长 15.2%。其中第一、二、三产业分别完成投资 217.2 亿元、2091.8 亿元、和 4169.1 亿元；同比分别增长 6.3%、13.4% 和 16.6%。大连地区（含中央、省公司）进出口总额 688.23 亿美元，比上年增长 7.3%。其中，进口 313.85 亿美元，增长 6.6%；出口 374.37 亿美元，增长 7.9%。大连市自营进出口总额（下同）676.55 亿美元，比上年增长 8.1%。其中，进口 309.03 亿美元，增长 7.0%；出口 367.51 亿美元，增长 9.1%。机电产品出口 173.71 亿美元，下降 3.6%，占 47.3%。一般贸易出口 164.71 亿美元，增长 21.9%，占 44.8%。

总体看，公司所在的大连市区位优势显著，腹地内整个东北地区经济保持平稳增长，为公司发展提供了较好的外部经济环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司的控股公司为辽宁成大集团有限公司，辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会持有辽宁成大集团有限公司 100% 的股权。公司最终控制人为辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 规模及竞争力

经过近二十年发展，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、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”）的第一大股东（持股比例 21.12%）。公司还与国际商业零售巨头法国乐福合资，现为其在中国境内最主要的合作伙伴之一。

公司下属七家主要子公司，包括专门从事生物制药的辽宁成大生物股份有限公司；专门从事医药连锁的成大方圆医药连锁投资有限公司；专门从事国内外贸易的辽宁成大贸易发展有限公司、辽宁成大钢铁贸易有限公司；专门从事能源开发的吉林成大弘晟能源有限公司和新疆宝明矿业有限公司。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及领导变动等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务板块无重大变化。

2013 年，公司主营业务实现收入 102.83 亿元，基本保持稳定。其中，进出口贸易及生物制药业务收入有所下降。受美国、欧洲及日本经济复苏缓慢影响，公司进出口贸易实现收入 11.42 亿元，同比下降 8.86%；2013 年，疫苗市场供求紧张局面逐步回归正常水平，市场竞争有所加剧，公司生物医药业务实现收入 8.51 亿元，同比下降 13.34%。商品流通业务实现收入 79.03 亿元，同比增长 2.50%。商品流通业务及生物制药业务仍是公司主要的利润来源。公司新疆宝明油页岩综合开发项目仍处在调试阶段，目前收入贡献较小。

从毛利率水平来看，2013 年，公司主营业务毛利率为 13.69%，较 2012 年下降 1.49 个百分点，主要由于能源开发业务亏损加大、对外贸易景气度低迷及毛利率较高的生物制药业务收入占比下降所致。

2014 年 1~3 月，公司主营业务实现收入 20.34 亿元，同比增长 8.31%。公司整体毛利率水平较 2013 年有所提升，升至 17.46%。

表2 跟踪期内公司主营业务及毛利润构成情况（单位：亿元）

板块	主营业务收入				主营业务毛利率			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
进出口贸易	13.23	12.53	11.42	0.99	9.91%	11.40%	10.54%	11.26%
商品流通	71.41	77.10	79.03	16.04	6.53%	7.25%	8.10%	10.14%
生物制药	10.88	9.82	8.51	2.17	87.70%	90.17%	85.70%	81.93%
能源开发	--	2.19	3.13	0.99	--	-10.86%	-20.94%	-8.26%
其他	0.67	0.71	0.74	0.15	12.67%	-13.76%	-23.21%	78.07%
合计	96.19	102.36	102.83	20.34	16.22%	15.18%	13.69%	17.46%

板块	主营业务收入占比				主营业务毛利润			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
进出口贸易	13.76%	12.24%	11.11%	4.86%	1.31	1.43	1.20	0.11

商品流通	74.23%	75.33%	78.86%	78.88%	4.66	5.59	6.40	1.63
生物制药	11.31%	9.60%	8.28%	10.66%	9.54	8.86	7.29	1.78
能源开发	--	2.14%	3.04%	4.85%	--	-0.24	-0.66	-0.08
其他	0.70%	0.69%	0.72%	0.75%	0.09	-0.10	-0.17	0.12
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	15.60	15.54	14.07	3.55

资料来源：公司提供

生物制药

公司生物制药板块主要由下属专门从事生物制药的辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）完成，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。

受国家进一步加强对疫苗市场的监管力度及新版GMP标准的提高，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。2013年，疫苗市场供求紧张局面逐步回归正常水平，市场竞争有所加剧。2013年，公司生物医药业务实现收入8.51亿元，同比下降13.34%，其中狂犬疫苗实现收入8.10亿元，同比下降9.90%，乙脑疫苗收入下降幅度较大，同比下降50.05%。公司狂犬疫苗市场占有率仍保持行业首位。

表3 公司生物制药收入情况

（单位：万元）

产品	2012年	2013年	2014年1-3月
狂犬疫苗	89936	80971	18666
乙脑疫苗	8283	4137	3011
合计	98219	85108	21677

资料来源：公司提供

受原材料（人血白蛋白）价格上涨及人工成本上升影响，公司疫苗产品毛利率有所下降，从2012年90.17%下降至2013年85.70%。

销售方面，成大生物与疫苗使用单位—各级疾控中心或接种部门保持良好的业务关系。2013年，公司生物医药业务下游客户主要为各地区疾控中心，前五名客户占比为29.09%。

表4 2013年公司生物医药前五名客户情况

客户名称	销售额	占比
------	-----	----

宁波普诺生物医药有限公司	6496.12	7.63%
广东省疾控中心	6445.16	7.57%
山东省疾控中心	4917.51	5.78%
云南省疾控中心	3873.88	4.55%
北京市疾控中心	3028.32	3.56%
合计	24760.90	29.09%

资料来源：公司提供

2014年1~3月，公司生物制药板块实现收入2.17亿元，同比增长10.71%，毛利率降至81.93%。

此外，公司研制成功的兽用狂犬病疫苗（商品名：快抗成），已取得农业部批文（文号：农医药便函【2006】324号），2010年下半年获得新药证书，并计划于2014年下半年上市，公司生物医药板块收入有望提升。

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”。

跟踪期内，公司医药连锁业务规模持续扩大，净增直营店44家，截至2014年3月底，门店总数达到894家。2013年，成大方圆实现收入26.06亿元，同比增长16.44%，实现净利润4933万元，较上年增长47.17%。其中，零售销售收入同比增长10.31%，批发销售收入同比增长35%。总体看，公司医药连锁业务保持较快发展态势。

表5 截至2014年3月底成大方圆门店连锁情况

省份	门店数量（个）	比重（%）
----	---------	-------

辽宁	717	80%
内蒙古	87	10%
吉林	39	4%
山东	28	3%
河北	23	3%
合计	894	100%

资料来源：公司提供

(2) 国内贸易

跟踪期内，公司主要贸易品种未发生重大变化。受国内经济增速放缓，大宗商品价格下降影响，2013年公司国内贸易业务实现收入52.90亿元，同比下降3.32%。其中钢铁产品销售规模下降幅度较大，同比下降21.75%。同期，化工产品以及煤炭产品贸易收入同比均大幅增长，分别增长693.79%和87.03%。

表6 公司国内贸易销售收入情况

(单位：万元)

产品	2011年	2012年	2013年	2014年1-3月
钢铁产品	322111	462908	362223	60434
化工产品	30626	9882	78442	0.00
煤炭	57027	29398	54982	9606
粮油	79849	12454	4179	2368
木材产品	5038	13535	11526	19823
纺织品	28547	17980	16579	1758
其他	5321	1012	1097	0.00
合计	528519	547169	529028	93989

资料来源：公司提供

钢铁产品贸易方面，公司产品涉及焦炭、铁矿砂、钢坯、型材、建材以及钢材深加工产品等主营产品。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业务区域的业务格局。2013年，公司主要采购产品为铁精粉及焦炭。公司下游客户主要为唐山市春兴特种钢有限公司、唐山新宝泰钢铁有限公司、唐山佰和实业有限公司、东北特钢集团大连物资贸易有限公司及营口亨盛国际贸易有限公司等，共前五名客户销售4.52亿元，占国内贸易收入的8.54%，下游客户较为分散。

表7 2013年钢铁贸易供应商前五名情况

客户名称	采购产品	采购额(万元)
唐山市福斯特商贸有限公司	铁精粉	13874
唐山泰振商贸有限公司	铁精粉	11197
山西茂盛煤化集团有限公司	焦炭	4677
唐山春兴特种钢有限公司	线材	4592
山西省焦炭集团有限责任公司	焦炭	4417

资料来源：公司提供

表8 2013年钢铁贸易前五名下游客户情况

客户名称	主要销售产品	销售额(万元)
唐山市春兴特种钢有限公司	铁精粉、焦炭	19570
唐山新宝泰钢铁有限公司	铁精粉、焦炭、粉矿	13160
唐山佰和实业有限公司	热轧带钢	4601
东北特钢集团大连物资贸易有限公司	焦炭	4454
营口亨盛国际贸易有限公司	螺纹钢	3435
合计	--	45220

资料来源：公司提供

进出口贸易

公司进出口贸易经营品种仍为纺织品大类、杂粮豆类产品、水产品大类、化工大类、木材类产品等。

跟踪期内，受美国、欧洲及日本宏观经济复苏缓慢影响，2013年公司进出口贸易业务实现收入11.42亿元，较上年下降8.86%。其中，纺织品大类作为公司进出口主要贸易品种收入持续下降，主要原因为纺织服装中低端产品生产向东南亚地区转移，国内纺织服装行业处在转型期。

表9 公司进出口贸易主要品种经营情况

(单位：万元)

品种	营业收入(万元)			
	2011年	2012年	2013年	14年1-3月
纺织品大类	90799	70151	65139	5478
化工产品	2484	1887	236	355
杂粮豆产品	14386	8701	8651	291
木材产品	12864	21026	10319	1940

水产品	6360	7748	4297	562
钢铁	-	8509	8489	
其他	5452	7307	17085	1266
合计	132345	125329	114215	9893

资料来源：公司提供

能源开发

跟踪期内，公司从事能源开发的吉林成大弘晟能源有限公司（以下简称“成大弘晟”）和新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）项目如期进展。

（1）成大弘晟

跟踪期内，成大弘晟完成了页岩筛分破碎系统的技改工作，小颗粒压球加工装置已竣工完成并投产运行。采矿能力和油厂干馏处理能力进一步提升，2013年成大弘晟生产矿石131万吨，页岩油7.5万吨，实现销售收入3.78亿元，利润总额-2.51亿元。成大弘晟本年亏损有所增加，主要原因包括页岩油平均售价下跌，安全、环保、矿区搬迁等方面的投入以及人工成本上涨等加大了生产运营成本、固定资产报废处理及存货跌价减值准备提取增加。

（2）新疆宝明

新疆宝明油页岩综合利用（一期）项目计划总投资43.4亿元，建设期3年，达产后年开采油页岩原矿1100万吨，年生产页岩油47.8万吨，首期工程建设32台干馏炉，二期工程建设48台干馏炉。截至2013年底，公司已投入17.5亿元，未来仍需投入25.9亿元，公司非公开发行A股股票已于2014年1月26日获得中国证监会核准批复，非公开发行不超过14000万新股，募集资金将用于新疆宝明油页岩综合利用（一期）项目（详见重大事项）。

跟踪期内，石长沟项目的首期建设工程已完成，32台干馏炉及配套设施已进入联合调试阶段。目前，干馏炉的日处理能力已达到设计产能的90%以上，系统收油率达到设计产能的80%以上。随着生产系统调试逐步接近正常工况，尤其是供矿品味和粒径达到设计要求，生产能力和效率将得到进一步提升，计划于6月

底完成调试工作。本项目二期工程中的32台干馏炉的施工建设已经启动，公司预计在2014年底建成并开始联合调试。

股权投资

（1）广发证券

截至2014年3月底，公司仍持有广发证券21.12%的股份，为广发证券第一大股东。截至2013年底，广发证券资产（合并）总额1173.49亿元，所有者权益合计347.88亿元；2013年，广发证券实现营业总收入82.08亿元，同比增长17.74%，利润总额34.77亿元，同比增长29.50%，保持增长态势。2013年获得现金分红1.88亿元。

2013年，公司以权益法核算广发证券股权投资取得投资收益5.94亿元，同比增长28.29%，占利润总额的52.15%，对公司利润贡献保持较高水平。

（2）家乐福

截至2013年底，公司已与家乐福在4省区合资设立了沈阳（参股35%）、大连（参股35%）、杭州（20%）、宁波（20%）、哈尔滨（参股17%）、长春（参股25%）等6个超市有限公司，2013年实现销售收入45.08亿元。

2013年，公司对家乐福股权投资取得投资收益1194.32万元，获得现金分红1985.68万元。

2. 未来发展

公司发展战略是：以科学发展观统领全局，实行产业有限多元化。致力于商贸流通、生物制药、能源开发、金融服务四个经营领域发展。强化资源配置功能，推动内部资源共享、价值链协同和团队协作。在各个经营领域内，实行专业化。致力于供应链管理、成本领先、技术创新，努力培育核心能力，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。

生物制药领域的发展规划：继续走自主研发、技术引进吸收再创新的道路，拓展国内外两个市场。通过国际认证，提升国际化管理水平，力争在人用疫苗、兽用疫苗等方面发展成

为国内有重要影响力的一流企业。

医药连锁零售领域发展规划：公司要以集中采购与配送制为主要手段，贯彻实施总成本领先经营战略；以收购兼并为主要方式积极拓展销售网络；以药品自营连锁销售为主要方向不断扩大销售规模；逐步发展成为全国性最有影响力和最受社会尊重的大型医药零售连锁企业。规划至 2015 年，直营店数量超过 1100 家，销售额 35 亿元，利润总额 1.5 亿元，力争销售规模达到行业第一。

国内外贸易领域发展规划：做供应链的组织者和管理者，全面落实大客户战略，集中整合货源基地，进一步完善和拓展样品中心功能和运营质量，利用信保政策千方百计扩大出口规模，继续做好战略项目推进、经营管理模式转换、价值链协同和资源整合工作，在坚持做渠道经营的基础上，把重点品种做出规模和影响力来，实现效益和规模的稳定增长。

能源开发领域发展规划：充分利用桦甸地区油母页岩资源品位优势，积极探索高效、环保、综合利用发展思路。长期目标是在全国油页岩储量丰富、含油率较高地区复制桦甸项目并向有关企业有偿提供新型干馏炼油工艺或成套设备，使公司在全国油页岩综合开发利用行业处于龙头地位。

总体看，公司发展规划重点集中在能源开发、生物制药以及医药连锁领域，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；钢材等大宗商品贸易规模增加，但公司积极调整贸易结构，有助于在一定程度上保持业务盈利能力；公司在油母页岩开发领域拥有品位较高的页岩资源，专利技术申请已被国家知识产权局受理，但未来投资规模仍较大，联合资信将继续关注公司油页岩项目进展情况。

八、重大事项

2013 年 9 月 27 日，公司 2013 年第二次临

时股东大会审议通过了公司 2013 年度非公开发行股票的相关事项。公司拟向战略投资者发行的股份数量不超过 14000 万股（含 14000 万股），募集资金总额不超过 18.564 亿元（含发行费用）。此次非公开发行股票募集资金将用于新疆宝明实施的“新疆宝明矿业有限公司油页岩综合开发利用一期工程”。

公司于 2014 年 1 月 26 日收到中国证券监督管理委员会《关于核准辽宁成大股份有限公司非公开发行股票的批复》。批复自核准发行之日起 6 个月内有效。若此次公司成功进行非公开发行股票发行，公司资金将得到进一步扩充，将有利于相关投资项目的开展。联合资信将持续关注此次非公开发行股票事项。

九、财务分析

公司提供的 2012 年~2013 年财务报表经由华普天健会计师事务所（原华普天健高商会计师事务所）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年一季度财务报表未经审计。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 178.91 亿元，所有者权益合计为 118.48 亿元（少数股东权益 7.14 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 103.34 亿元，利润总额 11.39 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 181.08 亿元，所有者权益 119.28 元（其中少数股东权益 6.14 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.34 亿元，利润总额 2.74 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 103.34 亿元，较 2012 年增长 0.39%，基本保持平稳；同期公司营业成本为 88.91 亿元，较 2012 年增长 2.20%；公司营业利润率较上年下降 1.49 个百分点，为 13.73%。

从期间费用来看，2013 年，公司期间费用 11.17 亿元，较上年增长 6.14%，占营业收入的比重由上年 10.22%升至 10.81%，主要由于公司

人力成本上升导致销售费用及管理费用增长所致。受益于利息支出的减少，公司财务费用较上年下降 14.74%。

投资收益仍是公司主要的利润来源。2013 年，公司取得投资收益 9.05 亿元，占利润总额的 79.74%，较上年大幅增长，其中广发证券贡献投资收益 5.94 亿元。2013 年 12 月 20 日，公司将委托广东粤财信托有限公司管理的广发证券员工股权激励计划之股权储备集合财产信托中的全部受益权以 3.57 亿元的价款转让给广发证券工会委员会委托四川信托有限公司设立的信托计划，新信托受益人为广发证券员工。本次交易标的在公司 2012 年经审计的财务报表的账面成本为 6027.71 万元，转让信托收益权取得收益 2.90 亿元。受益于投资收益的增长，2013 年，公司实现利润总额 11.39，同比增长 18.62%。

从盈利指标来看，受投资收益增长影响，2013 年公司盈利能力指标均较 2012 年有所上升，总资产收益率和净资产收益率分别升至 7.34% 和 8.35%。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 20.34 亿元和 2.74 亿元，分别同比增长 8.31% 和 4.58%。

总体来看，跟踪期内，公司收入规模基本保持稳定，营业利润率有所波动；投资收益增长幅度较大，仍是公司主要的利润贡献来源，公司盈利水平对投资收益依赖程度较高。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013 年，公司经营性现金流入和流出分别为 94.93 亿元和 91.60 亿元，较 2012 年分别增长 7.92% 和 4.30%。同期，公司经营性现金净流量为 3.33 亿元。受贸易业务票据背书影响，公司现金收入比水平较低，2013 年，公司现金收入为 89.50%。

从投资活动看，2013 年，公司投资活动现金流入为 5.86 亿元，主要由收回投资和取得投资收益收到的现金构成；公司投资性现金流出 14.98 亿元，较 2012 年增长 19.17%，主要是由

于新疆宝明项目持续推进导致购建固定资产支出增长所致。公司投资活动现金流量净额 -9.13 亿元。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入 36.91 亿元，全部为借款取得的现金。同期筹资活动 31.59 亿元，主要为偿还债务和分配股利或利润或偿付利息所支付的现金。2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.32 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营性现金流量净额为 2.22 亿元，公司投资活动现金流量净额为 -2.58 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为 0.67 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力有所回升；由于在建项目的持续投入，公司资本支出保持较高水平，仍存在一定的对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 178.91 亿元，较 2012 年底增长 12.42%，其中流动资产占 27.53%，非流动资产占 72.47%。

截至 2013 年底，公司流动资产为 49.25 亿元，较 2012 年底增长 6.46%，主要由于公司放宽下游客户信用政策，公司应收账款和应收票据增长所致。

截至 2013 年底，公司应收账款 12.75 亿元，同比增长 22.53%，主要由于公司放宽下游客户信用政策所致。账龄主要在 1 年以内，公司计提坏账准备 0.59 亿元，计提比例为 4.42%，计提较为充分。

截至 2013 年底，公司其他应收款 3.72 亿元，主要为公司转让信托受益权，四川信托有限公司作为受让方应付公司 2.61 亿元。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 129.66 亿元，较 2012 年底增长 14.86%，主要由于新疆宝明页岩项目持续推进导致公司在建工程机固定资产增长所致。

截至 2013 年底，公司固定资产账面原值

30.82 亿元，其中本期在建工程转入固定资产 3.77 亿元，累计折旧 5.87 亿元，账面价值 24.94 亿元，主要由房屋建筑物及机器设备构成。

截至 2013 年底，公司在建工程账面净值 17.58 亿元，同比增长 90.39%，主要为新疆宝明油页岩一期项目持续推进所致（占 91.52%）。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 75.63 亿元，同比增长 4.61%，其中公司对广发证券的投资采用权益法核算，2013 年底账面余额为 73.18 亿元，占 96.76%。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 181.08 亿元，较 2013 年底增长 1.21%，其中流动资产占 26.79%，非流动资产占 73.21%。资产构成变化不大。

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，由于放宽下游客户信用政策，应收账款持续增长；随着新疆宝明油页岩项目的推进，在建工程相应有所增长。总体看，公司资产流动性一般，资产质量较好。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 118.48 亿元，较 2012 年底增长 7.21%，主要是未分配利润增长所致。2013 年，公司资本公积下降 44.78%，主要由于广发证券资本公积减少所致。其中归属于母公司所有者权益 111.34 亿元，实收资本占 12.26%，资本公积占 0.77%，盈余公积占 6.30%，未分配利润占 80.67%。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 119.28 亿元，所有者权益构成变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较差。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额为 60.43 亿元，较 2012 年底增长 24.24%，主要由于公司发行了总额度为 10 亿元的中期票据导致应付债券增长所致。

有息债务方面，截至 2013 年底，公司全部债务为 35.93 亿元，较 2012 年底增长 28.92%；其中短期债务 22.93 亿元，占 63.82%，较 2012

年底下降 16.25%，长期债务 13.00 亿元，占 36.18%，较 2012 年底大幅增长 2553.06%。

债务指标方面，截至 2013 年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 23.27% 和 33.78%，较 2012 年底分别增长 3.13 个百分点和 3.22 个百分点，债务负担有所加重，但整体债务负担仍然较轻。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额 61.79 亿元，流动负债占 64.22%，非流动负债占 35.78%。公司全部债务升至 38.68 亿元，较 2013 年底增长 7.65%，短期债务占 64.68%，长期债务占 35.32%。公司资产负债率及全部债务资本化比率升至 34.12% 和 24.48%。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，但公司整体债务负担仍较轻，财务弹性较好。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，公司流动比率、速动比率和经营现金流流动负债比率较上年均有所提升，分别为 125.28%、97.60% 及 8.47%。截至 2014 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 122.23% 和 95.40%。总体看，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标来看，2013 年公司 EBITDA 为 14.37 亿元，同比增长 13.06%。公司全部债务/EBITDA 倍数较 2012 年有所增长，为 2.50 倍；EBITDA 利息倍数均有所下降，为 9.82 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

公司与各家银行保持密切的合作关系，截至 2014 年 3 月底，公司共获得银行授信 58.9 亿元，未使用 38.7 元，公司间接融资渠道畅通。同时公司是上市公司，直接融资渠道畅通。

5. 存续期内债券偿还能力

截至 2014 年 4 月底，公司存续期内债券为“13 辽成大 MTN1”、“13 辽成大 MTN002”和“14 辽成大 MTN001”，共发行 20 亿元。

“13 辽成大 MTN1”和“13 辽成大 MTN002”

发行总额10亿元，于2016年到期偿还。2013年，公司经营活动产生的现金流入量为94.93亿元，为“13辽成大MTN1”和“13辽成大MTN002”本金总额10.00亿元的9.49倍；经营活动净现金流为存续期债券本金的0.33倍；EBITDA为存续期内债券的1.44倍。

“14辽成大MTN001”发行总额10亿元，于2017年到期偿还。2013年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动净现金流及EBITDA分别为“14辽成大MTN001”本金总额10.00亿元的9.49倍、0.33倍和1.44倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券保障能力较强。

6. 过往债务履约记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（B-201406090035586882）显示，截至2014年6月9日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

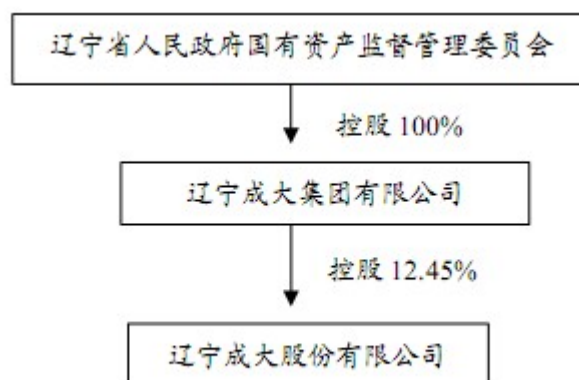
7. 抗风险能力

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，目前对广发证券的投资收益为公司利润主要来源，公司整体抗风险能力较强。

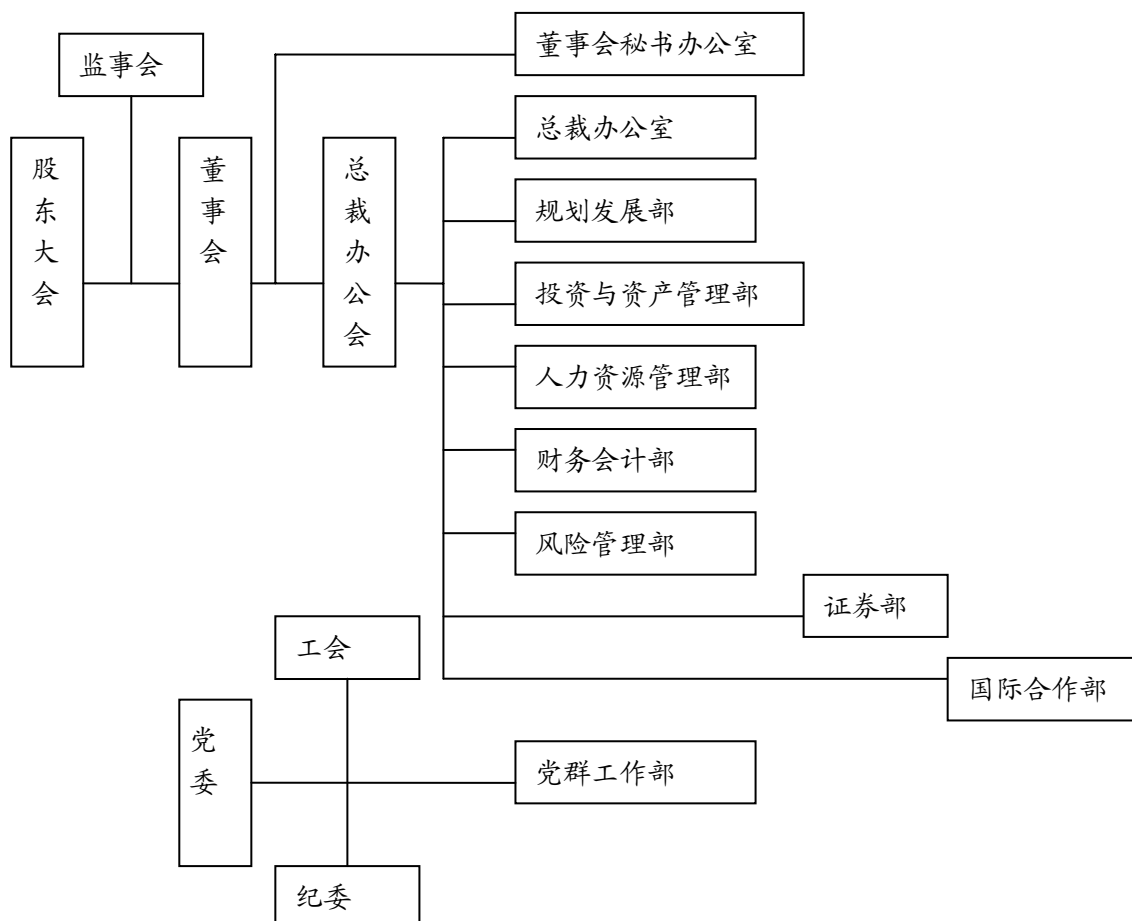
八、结论

综合考虑，联合资信维持辽宁成大股份有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13辽成大MTN1”、“13辽成大MTN002”和“14辽成大MTN001”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.30	11.39	12.62	10.05
资产总额(亿元)	144.78	159.15	178.91	181.08
所有者权益(亿元)	102.62	110.51	118.48	119.28
短期债务(亿元)	15.37	27.38	22.93	25.02
长期债务(亿元)	5.70	0.49	13.00	13.66
全部债务(亿元)	21.07	27.87	35.93	38.68
营业收入(亿元)	96.64	102.94	103.34	20.34
利润总额(亿元)	30.50	9.60	11.39	2.74
EBITDA(亿元)	31.99	12.24	14.37	--
经营性净现金流(亿元)	3.15	0.15	3.33	2.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.76	10.83	7.24	--
存货周转次数(次)	8.91	7.60	8.07	--
总资产周转次数(次)	0.78	0.68	0.61	--
现金收入比(%)	95.05	82.99	89.50	116.05
营业利润率(%)	16.18	15.22	13.73	17.16
总资本收益率(%)	20.26	6.68	7.34	--
净资产收益率(%)	23.96	7.60	8.35	--
长期债务资本化比率(%)	5.26	0.44	9.89	10.27
全部债务资本化比率(%)	17.03	20.14	23.27	24.48
资产负债率(%)	29.12	30.56	33.78	34.12
流动比率(%)	154.45	115.79	125.28	122.23
速动比率(%)	114.07	87.88	97.60	95.40
经营现金流动负债比(%)	10.81	0.37	8.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	47.98	11.51	9.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.66	2.28	2.50	--

注：1. 公司短期债务及全部债务相关指标计算包含计入“其他流动负债”科目的短期融资券。2. 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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 / 主营业务收入 × 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 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 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 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。