信用等级公告

联合〔2019〕2351 号

联合资信评估有限公司通过对辽宁成大股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持辽宁成大股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“16 辽成大 MTN001”“17 辽成大 MTN001”“18 辽成大 MTN001”和“19 辽成大 MTN001”的信用等级为 AA^+，“18 辽成大 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

辽宁成大股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 辽成大 MTN001	10 亿元	2019/11/16	AA^+	AA^+
17 辽成大 MTN001	14 亿元	2020/08/16	AA^+	AA^+
18 辽成大 MTN001	10 亿元	2021/03/20	AA^+	AA^+
19 辽成大 MTN001	10 亿元	2022/01/18	AA^+	AA^+
18 辽成大 CP001	10 亿元	2019/09/06	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.72	23.45	24.24	34.48
资产总额(亿元)	332.52	355.16	357.87	376.69
所有者权益(亿元)	200.04	213.69	216.16	224.50
短期债务(亿元)	97.92	94.34	89.72	81.08
长期债务(亿元)	10.00	25.48	35.00	48.00
全部债务(亿元)	107.92	119.82	124.72	129.08
营业收入(亿元)	87.50	139.99	192.75	37.68
利润总额(亿元)	12.20	16.21	9.83	6.72
EBITDA(亿元)	20.88	24.74	13.34	--
经营性净现金流(亿元)	5.90	0.97	4.86	2.35
营业利润率(%)	20.42	14.69	11.72	13.06
净资产收益率(%)	5.35	6.97	3.95	--
资产负债率(%)	39.84	39.83	39.60	40.40
全部债务资本化比率(%)	35.04	35.93	36.59	36.51
流动比率(%)	48.53	57.93	65.97	76.98
经营现金流动负债比(%)	5.06	0.89	4.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.17	4.84	6.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.92	4.65	3.18	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标中

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。跟踪期内，随着公司钢贸业务规模扩张，公司营业收入同比大幅增长；生物制药业务中，人用狂犬病疫苗保持 50%左右的市场占有率，盈利能力强；医药连锁产业稳步发展，目前拥有 1487 家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势；公司持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股权未抵质押，变现能力强，近年来广发证券投资收益稳定且现金分红情况良好，2018 年分别为 7.05 亿元和 5.00 亿元。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司贸易业务盈利能力弱、能源开发业务持续亏损、公司债务规模持续增长、债务结构有待优化等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司未来发展规划重点集中在生物制药、医药连锁、股权投资等领域，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。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，维持“16 辽成大 MTN001”“17 辽成大 MTN001”“18 辽成大 MTN001”和“19 辽成大 MTN001”的信用等级为 AA^+，维持“18 辽成大 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是一家集生物制药、商贸流通、金融服务和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、股权投资和品牌知名度等方面优势显著。
2. 公司人用狂犬病疫苗知名度高、市场占有率高，盈利能力强；医药连锁产业发展良好。截至 2019 年 3 月底，公司拥有 1487

分析师

刘 哲　李 明

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

家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势。

3. 截至 2019 年 3 月底，公司持有广发证券 12.48 亿股，投资收益稳定，且每年现金分红情况良好，2018 年分别为 7.05 亿元和 5.00 亿元。
4. 公司持有的广发证券和中华保险股权均未质押，变现能力强。

关注

1. 近年来，国际原油价格波动剧烈，公司能源业务持续亏损。目前，吉林成大弘晟能源有限公司股权完成转让，新疆宝明页岩油项目技改工程完工并逐步恢复生产，但业务仍处于亏损状态。
2. 公司股权较分散，控股股东辽宁省国有资产经营有限公司持股比例低（2019 年 3 月底为 11.11%），第二大股东特华投资控股有限公司持股 8.06%。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，短期债务占比仍较高，债务结构有待优化；盈利水平对投资收益依赖程度高。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于辽宁成大股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”或“公司”）是在改组具有 40 多年经营历史的国有外贸专业公司辽宁省针棉毛织品进出口公司的基础上成立的股份有限公司。公司于 1993 年 6 月经辽宁省经济体制改革委员会辽体改发〔1993〕147 号文批准以定向募集方式设立。在辽宁省工商行政管理局注册登记，取得 210000004919553 号企业法人营业执照。1996 年 8 月 6 日，公司经中国证监会批准首次向社会公众发行人民币普通股 1200 万股，并于同年 8 月 19 日在上海证券交易所挂牌上市交易（股票代码：600739）。经公开发行、送转配股、股票期权行权、股权激励及非公开发行等措施实施后，截至 2019 年 3 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 2019 年 3 月底，辽宁国资持有公司 11.11%股权，公司实际控制人为辽宁省国资委。

公司经营范围：自营和代理货物及技术进出口（国家禁止的不得经营，限制的品种办理许可证后方可经营），经营进料加工和“三来一补”业务，开展对销贸易和转口贸易，承包本行业境外工程和境内国际招标工程，上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣本行业工程、生产及服务行业的劳务人员，农副产品收购（粮食除外），化肥连锁经营，中草药种植，房屋租赁，仓储服务，煤炭批发经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有直接控股和间接控股子公司 11 家、参股公司 5 家，总部设有总裁办公室、规划发展部、投资与资产管理部、人力资源管理部、财务会计部、风险管理部、证券部、成大大学、能源事业部等 12 个职能部门（见附件 1-2）。

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

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总计 376.69 亿元，所有者权益合计 224.50 亿元（其中包含少数股东权益 13.74 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 37.68 亿元，利润总额 6.72 亿元。

公司注册地址：辽宁省大连市人民路 71 号；法定代表人：尚书志。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2019 年 3 月底，公司存续期债券共计 54.00 亿元，用于偿还银行贷款、有息债务和补充营运资金。跟踪期内，“16 辽成大 MTN001”“17 辽成大 MTN001”“18 辽成大 MTN001”“19 辽成大 MTN001”和“18 辽成大 CP001”

募集资金已全部按其用途使用完毕，“16 辽成大 MTN001”“17 辽成大 MTN001”和“18 辽成大 MTN001”均正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16辽成大MTN001	10	10	2016-11-16	2019-11-16
17辽成大MTN001	14	14	2017-08-16	2020-08-16
18辽成大MTN001	10	10	2018-03-20	2021-03-20
19辽成大MTN001	10	10	2019-01-18	2022-01-18
18辽成大CP001	10	10	2018-09-06	2019-09-06

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

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

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度

的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加

大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 疫苗行业

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。

中国是世界上最大的疫苗生产国，目前中国共有 45 家疫苗生产企业，国产疫苗约占全国总批签发量的 95%以上。中国疫苗细分为一类疫苗和二类疫苗，一类疫苗定价较低，毛利率水平较低，主要由中生集团和昆明所等少量国企提供；二类苗为自愿接种，疫苗生产企业自主定价，毛利率较高，多由民营企业和外企提供。近几年，随着中国人均可支配收入的增加带来的支付意愿和支付能力的增强，以及居民接种意识的提高，二类苗批签发量所占比例逐步提高。2018 年，从批签发来看，2018 年批签发量合计达 7.64 亿剂（按每人次折算），同比下滑 11.50%。主要由于 2018 年 7 月爆发“长春长生疫苗事件”影响，下半年批签发同比有较大幅度下滑。

狂犬病是世界范围内广泛传播的人兽共患病，狂犬疫苗的需求具有刚性，市场规模处于相对稳定的状态。狂犬疫苗国内市场上主要生产企业是长春长生、广州诺诚、辽宁成大和宁波荣安，四家企业 2017 年的批签发量总计达 5258.76 亿人次，占该类疫苗总批签发量的 66.42%。2018 年，“长春长生疫苗事件”爆发后，长春长生停产，市场集中度有所上升。根据中检院批签发数据，2018 年人用狂犬疫苗批签发数量为 1284.86 万人份，同比减少 24.07%；其中辽宁成大人用狂犬病疫苗获得批签发数量为 564.60 万人份，占比 44.05%，与宁波荣安、广州诺诚、中科生物及大连雅立峰等五家占据主要市场份额，其批签发合计占比在 85%以上。

2018 年 11 月，国家市场监督管理总局对外发布《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》，对疫苗公司的临床试验、生产和生命周期管理进行了严格的限制，对产品质量监控达到历史最高水平。从长期来看，有利于疫苗行业集中度提升，利好生产工艺水平规范、成熟的疫苗龙头企业。

2. 医药流通行业

（1）行业现状

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，药品零售行业相对于其他一般零售行业经济周期性较弱。鉴于国内基本医保已覆盖全国 96%以上人口，中国居民用药需求的增长预计将趋于稳定。

近年来随着国内药品市场规模的快速增长，我国医药流通行业规模和效益稳步增长，受相关政策如两票制全面落地、进口药品关税

调整、抗癌药降价、4+7 带量采购、医保控费、分级诊疗推进及落实等影响，行业整体增速呈现放缓趋势。根据商务部药品流通统计系统数据显示，2017 年，药品流通行业销售增速为 8.40%。2018 年前三季度全国七大类医药商品销售总额 16020 亿元（含税），同比增长 7.34%，增速较同期下降 1.06 个百分点，其中药品零售市场 3204 亿元，同比增长 8.91%，增速下降 0.09 个百分点。

由于行业准入门槛较低，终端销售市场分割等原因，国内中小型医药流通企业数量众多，行业集中度低，市场竞争较为激烈。截至 2018 年 11 月底，全国共有《药品经营许可证》持证企业 50.8 万家，其中批发企业 1.4 万家；零售连锁企业 5671 家，零售连锁企业门店 25.5 万家；零售药店 23.4 万家。从区域来看，我国大部分医药流通企业集中在发达地区和城市，广大农村及中西部偏远地区医药配送体系尚不完善。2018 年，全国性和区域性药品零售连锁企业市场占有率较上年均有提升，零售市场集中度及零售连锁率不断提高。据商务部统计系统数据显示，2018 年前三季度药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国药品流通市场总规模的 70.38%，同比上升 2.00 个百分点。其中，4 家全国龙头企业占 38.53%，同比上升 1.22 个百分点；30 家区域龙头企业占 24.22%，同比上升 1.14 个百分点。药品零售企业销售额前 100 位占零售市场总额的 31.19%，同比上升 3.60 个百分点。其中，6 家全国龙头企业占 13.01%，同比上升 1.67 个百分点；30 家区域零售连锁企业占 12.21%，同比上升 1.04 个百分点。

受流通环节过多以及市场竞争激烈等因素影响，近年我国医药流通行业利润空间收到缩减，企业盈利增速有所下降。2017 年，药品流通直报企业利润总额增速为 12.73%；平均利润率为 1.70%。2017 以来，在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“两票制”推行、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平不断下降，药品流通企业盈利能力继续承压。2017 年药品流通直报企业主营业务收入 14620 亿元，利润总额 363 亿元，平均利润率 1.70%。

未来，医药流通行业将进一步整合，加速行业洗牌。大型药品零售连锁企业继续借助资本力量加快扩张和布局，实现跨区域发展和规模化经营的同时，部分中小型零售连锁企业选择重组或联盟的方式实现连锁化经营，提高抗风险能力。未来药品零售市场规模总体呈现增长态势但增速放缓，结构调整优化升级、兼并重组步伐加快、行业集中度和流通效率进一步提升，创新和服务能力逐步增强，行业整体进入结构趋优、动能转换的新常态。

3. 贸易行业

（1）国际贸易

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017 年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018 年上半年，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，2018 年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018 年全年中国外贸进出口总值 30.51 万亿元人民币，同比增长 9.7%。其中，出口 16.42 万亿元，增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，增长 12.9%；贸易顺差 2.33 万亿元，收窄 18.3%。

2017 年 6 月，中国外贸出口先导指数结束连续 8 个月的上升首次出现下滑，截至 2017 年底中国外贸出口先导指数为 41.10%，较上月回落 0.70 个百分点，进入 2018 年以来，中国外

贸出口先导指数逐月下滑至 2018 年 4 月底的 41.00%，表明 2018 年中国出口仍面临一定压力。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

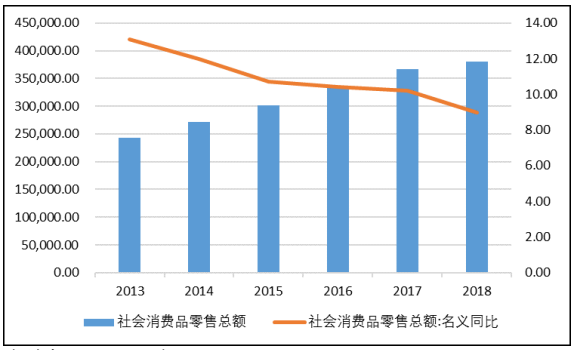
近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。2018 年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2018 年中国社会消费品零售总额 380986.85 亿元，名义口径同比增长 8.98%。2019 年 1-3 月，中国社会消费品零售总额 97790 亿元，同比增长 8.3%，增速较上年同期回落 1.5 个百分点。

图 1　社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，辽宁国资持有公司 11.11%的股权[1]，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。

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、能源开发和金融服务等多业并举、协调发展的综合型上市公司。公司系广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）大股东之一（2018 年底持股比例为 16.38%），持有其 12.48 亿股。

公司下属 6 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（以下简称“成大生物”）；专门从事医药连锁的成大方圆医药连锁投资有限公司（以下简称“成大方圆”）；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“成大发展”）、辽宁成大钢铁贸易有限公司（以下简称“成大钢铁”）；专门从事能源开发的新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）。

成大生物

成大生物成立于 2002 年 6 月，现有注册资本 37480 万元，公司出资额 1.06 亿元，占股本比例为 60.54%。

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

[1] 截至 2019 年 3 月底，第二大股东特华投资控股有限公司持股比例 8.06%。

已超过 1200 万人份（5 支为 1 人份），乙脑疫苗 2000 万支，并以自主品牌打开国际市场，远销印度、马拉维等 12 个国家和地区。目前，公司乙型脑炎灭活疫苗是美国唯一批准上市和正在使用的乙脑疫苗，日本、美国等发达国家都在接种使用。

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

截至 2018 年底，成大生物总资产为 31.76 亿元，所有者权益为 29.46 亿元；2018 年实现销售收入 13.91 亿元，净利润 6.13 亿元。

成大方圆

成大方圆注册资金 23000 万元，为公司全资子公司，总部设在沈阳。

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

截至 2018 年底，成大方圆总资产为 15.53 亿元，所有者权益为 6.96 亿元；2018 年实现销售收入 30.27 亿元，净利润 0.16 亿元。

新疆宝明

新疆宝明成立于 2005 年 6 月，注册资本为 1.55 亿元，公司于 2010 年直接投资 1.50 亿元购买其 60%的股权，于 2010 年将其纳入合并范围。除公司外，陕西古海能源投资有限公司持有新疆宝明 22.86%的股权，陕西宝明矿业有限责任公司持有新疆宝明 17.14%的股权。新疆宝明主要对新疆吉木萨尔县的油页岩矿产资源进行综合开发与深加工利用，目前拥有吉木萨尔县石长沟油页岩矿采矿权和木塔寺、吴家湾、白杨河等 3 个油页岩矿探矿权。

截至 2018 年底，新疆宝明总资产为 51.43 亿元，所有者权益为-3.03 亿元；2018 年实现销售收入 1.98 亿元，净利润-3.98 亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

成大生物拟赴香港联交所上市

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

九、经营分析

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”）。

2018年，公司营业收入快速增长至 192.75

亿元。商品流通业务是公司收入的最重要来源，近三年占营业收入的比重持续上升，2018年该板块收入同比增加57.20亿元至162.42亿元，主要由于受供给侧改革影响，钢价回升，钢贸环境改善，公司主动扩大钢贸业务所致；进出口贸易板块近三年收入波动下降，2018年同比下降32.75%至13.92亿元，主要系化工产品贸易量减少所致；生物制药板块发展规模与市场需求及每年各地区防控中心按照国家批复指标进行采购的数量直接相关，近三年生物制药板块收入不断增长，2018为13.91亿元。能源开发收入全部来自新疆宝明，吉林成大弘晟能源有限公司（以下简称“成大弘晟”）于2018年8月完成股权出让。

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

2019年1-3月，公司实现营业收入37.68亿元，同比下降10.98%，主要系煤炭、化工产品贸易量下滑所致。毛利率方面，进出口贸易板块毛利率同比减少1.27个百分点，主要系水产品业务占比提高所致；商品流通业务毛利率同比增加2.05个百分点至7.70%，主要系公司贸易规模下降所致；生物制药板块毛利率变动不大。公司综合毛利率升至13.42%，同比增加2.73个百分点。

表 2　公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
进出口贸易	20.03	22.90	9.31	20.70	14.79	8.63	13.92	7.22	14.04	2.56	6.79	9.14
商品流通	56.16	64.19	12.93	105.22	75.16	7.44	162.42	84.27	5.56	31.32	83.12	7.70
生物制药	10.30	11.77	85.63	12.76	9.11	87.43	13.91	7.21	85.16	2.83	7.50	85.05
能源开发	0.52	0.60	3.74	0.89	0.64	-0.83	1.98	1.03	-2.22	0.93	2.47	-2.10
其他	0.48	0.55	65.65	0.42	0.30	64.15	0.52	0.27	64.33	0.05	0.12	64.44
合计	**87.50**	**100.00**	**20.89**	**139.99**	**100.00**	**15.02**	**192.75**	**100.00**	**12.00**	**37.68**	**100.00**	**13.42**

资料来源：公司提供

1.生物制药

公司生物制药板块运营主体为成大生物，经营产品为成大速达人用狂犬病疫苗与成大利宝乙脑疫苗。跟踪期内，生物制药板块收入持续增长，毛利率始终保持很高水平，是公司利润主要来源之一。2018年，公司生物制药板块业务实现收入13.91亿元，同比增长9.01%。

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

成大人用乙脑灭活疫苗2018年共销售146.53万支，同比下降5.23%。

产品研发

成大生物研发中心与各大高校、科研院所保持着长期的合作关系，并下设 70 人的研发团队。目前，研发部门共分三个开发方向：包

括人用病毒性疫苗、人用细菌性疫苗及动物疫苗项目。2016-2018 年，公司生物制药板块研发投入分别为 5864 万元、5167 万元和 7496 万元。

成大生物已经开展和即将论证的研发项目及品种如下：四价流感病毒裂解疫苗、甲型肝炎灭活疫苗（人二倍体细胞）、b型流感嗜血杆菌结合疫苗、A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）。

产品生产

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

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

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

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

表 3　公司主要疫苗产销情况

产品		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
狂犬疫苗	产量（万人份）	330	841	742	194
	销量（万人份）	641	602	690	139
乙脑疫苗	产量（万支）	267	160	109	76
	销量（万支）	99	155	147	21
兽用疫苗	产量（万头份）	--	--	--	--
	销量（万头份）	2	--	--	--

资料来源：公司提供

注：兽用疫苗因销量长期低于预期，于 2017 年 2 月起停产

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

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

产品销售

2016 年 4 月，国务院新修订了《疫苗流通和预防接种管理条例》，取消了商业公司参与疫苗经营的资格，规定疫苗生产企业只能将产品销售给区县级疾病预防控制中心，同时要求生产企业做到疫苗产品的全程冷链配送和全程可追溯。成大生物立即研究并迅速进行营销模式调整，积极调研了 100 多家医药冷链运输企业，形成了新的“干线运输+区域仓储+区域

配送”的渠道模式，内销人用疫苗的销售方式主要通过直接销售给区县级疾病预防控制中心，并由其转发给各接种终端，重新构建遍布全国的疫苗配送体系。

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

结算方面，公司采用赊销方式，还款周期一般为 6 个月。公司采用控制客户信用的方法进行应收账款管理，即根据客户区域内每个产品的市场容量、市场占有率、客户级别、客户信用及行业内客户的回款习惯等因素，为每个客户制定信用期限并核定信用额度，要求客户的应收账款在信用期限之内，不符合要求的特别发货需要得到销售经理的逐级审批。截至目前，成大生物拥有客户 1800 余家，区域覆盖程度较高。

表 4　公司生物制药收入情况（单位：亿元）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
狂犬疫苗	9.80	11.74	12.87	2.68
乙脑疫苗	0.50	1.02	1.04	0.15
合计	**10.30**	**12.76**	**13.91**	**2.83**

资料来源：公司提供

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

2.商品流通

（1）医药连锁

公司医药连锁业务的经营主体为子公司成大方圆。“成大方圆”被认定为“中国驰名商标”，是全国医药行业第一个服务类“中国驰名商标”。截至 2019 年 3 月底，成大方圆共有门店 1487 家，其中辽宁省内 1172 家，占比达 78.82%。2018 年，成大方圆实现收入 30.27 亿元。

表 5　截至 2019 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	1172	78.82
吉林	24	1.61
内蒙古	210	14.12
河北	60	4.03
山东	21	1.41
合计	**1487**	**100.00**

资料来源：公司提供

药品采购及配送管理

采购与配送管理方面，成大方圆实行“采、订、付”分离，集中核算统一付款；在相同的供货条件下，延长对供货商的付款期，加快库存周转，提高资金使用效率，将沉淀剩余资金实施集团资金统一管理。

成大方圆实行统一采购，将供货商控制在 800 家左右，并根据市场需求完成商品结构调整，形成药品 60%、非药品 35%、中药饮片 5%的格局。成大方圆约 50%药品采购采取赊购方式，账期一般为 30～60 天，20%为售后付款。

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

表 6　2018 年公司医药连锁前五名供应商

（单位：万元）

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

资料来源：公司提供

成大方圆实施品类管理，确定必备、主推、辅助销售目录，提高连锁化率，加强器械、保健、药妆和中药饮片的采购和销售，使顾客群向中青年扩展。

成大方圆配送中心实行仓储货位的定位管理，一货一位，并对药品实行全方位商品批号管理，实现门店要货、总部调拨配送管理。目前成大方圆已在辽宁、内蒙、吉林、秦皇岛和青岛建立了 5 个配送中心，为各家门店提供门对门配送服务，其中外埠 5 天配送一次，市内 3 天配送一次。

未来，成大方圆将应用先进的物流技术和物流系统，提升物流配送效率和配送能力，如电子标签拣选系统、RF 系统、传输带系统、自动分拣系统、立体仓储系统等，并开发或引进先进的仓库管理软件（WMS）；在地区设立分配送中心，缩短配送周期，降低门店的库存量和断货率，满足顾客需求。

药品销售策略

成大方圆采用区域延展与密集渗透的拓展策略，通过收购兼并与自建相结合，建立中心城市集束型的网络拓展模式，按功能设置旗舰店、加强店、打压店、补点店。同时，通过强化投资发展和网络评估职能，改进选址测评工具，实施严格的网络质量评估体系，保证网络拓展的实施。在销售环节上，成大方圆采取了多项有效的营销方式，如把药品划分为一线强势品牌、一线品牌、知名品牌、品牌和非品牌，并据此进行价格管理，要求各门店按照公司要求配备比例，同时进行大量的市场调研，保证药品销售价格不高于竞争对手价格；把药品品种分为必备、主推、辅助三大类，最终形成 50%：30%：20%的销售占比，既可以扩大销售，又可以保证毛利率提升。此外，成大方圆通过 1.5～2 次 / 月的促销、6～9 天/月的会员优惠日及积极参与社区健康公益活动等方式扩大公司的社会影响力。

截至目前，成大方圆在集团数据中心建立了新 IT 系统的硬件平台，并将现有数据及软件系统向新数据中心移植，现已实现总部和门店间建立 VPN 网络、零售网络内数据的实时传递、数据的集中存储和管理、整合供应商和客户资源、对数据进行分析等多项功能。

（2）国内贸易

公司国内贸易业务主要包括钢铁、化工、煤炭、粮油等品种。

钢铁产品：公司业务围绕钢铁产业链，充分利用资金、品牌和专业优势，业务领域向上下游不断延伸，目前已初步形成以大宗钢铁原料贸易业务为主，钢材销售和钢材进出口业务为辅的具有一定规模和影响力的钢铁贸易企业，产品涉及焦炭、铁矿砂、钢坯、型材、建材以及钢材深加工产品等主营品种。公司已与国内多家钢铁企业和原料供应企业建立了长期的战略合作关系，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。公司钢贸行业以控货业务为主，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。2017 年以来，受供给侧改革影响，钢价回升，钢贸环境改善，公司主动扩大钢贸业务，2018 年钢贸业务实现收入 109.21 亿元。

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

煤炭：公司煤炭业务是以华能、华电等电力企业为依托，介入其采购及销售渠道，集中资金优势，降低煤炭采购成本，衔接其销售网络，为整个价值链提供增值服务。公司自 2012 年开始煤炭贸易以来，贸易额提升显著，2018 年达到 18.68 亿元。

表 7　公司内贸业务情况（单位：万元）

分品种	销售收入			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
钢铁产品	52445.00	585253.73	1092101.86	202444.39
化工产品	89367.48	30157.53	18413.74	--
煤炭	89528.52	102307.87	186753.94	31996.21
粮油	285.48	--	45.73	--
木材产品	3920.69	1699.48	316.27	--
纺织品	18788.00	22338.59	25631.90	3459.00
水产品	--	839.15	342.47	691.59
其他	3283.16	4159.94	5225.21	453.72
合计	**257618.33**	**746756.30**	**1328831.12**	**239044.91**

资料来源：公司提供

3.进出口贸易

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

纺织品大类商品：公司主要经营毛织、棉织、梭织、针织服装等纺织品的出口业务，出口国家以日本、美国和欧洲为主，国内原料的采购与成品加工主要选择与东北、山东等地区的工厂合作。目前，公司的目标客户主要是一些中小经销商，订单金额小而分散，产品低端且附加值较小。公司在纺织品大类贸易业务领域，全部为自营的业务方，公司与国外客户（其中 50%为老客户）洽谈订单细节并签订合同。公司按照洽谈的订单合同委托国内客户进行贴牌生产，同时自行采购订单所需的原材料。与国外客户结算采取约 50%国外信用证，约 50%现金结算。

表 8　公司近年来进出口贸易品种经营情况（单位：万元）

品种	营业收入			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
纺织品大类	82252.00	95574.19	95686.21	13568.00
化工产品	72168.06	84750.71	21052.98	291.56
杂粮豆产品	332.22	--	1333.74	--
木材产品	5813.90	7184.70	2234.49	--
水产品	1731.87	5342.70	15978.66	9507.73
医药	3244.30	3511.22	2921.41	2221.87
钢铁	34799.00	10603.94	--	--
其他	--	--	21.42	--
合计	**200341.35**	**206967.46**	**139228.91**	**25589.17**

资料来源：公司提供

4.能源开发

油页岩资源的综合利用和开发是公司投资计划重点项目。

成大弘晟

成大弘晟成立于 2007 年 12 月，是公司的全资子公司，投资开发桦甸油页岩综合项目。

成大弘晟第一期（两组炉）于 2010 年点火试运行成功，并于 2012 年 6 月正式投产，公司已累计投资成大弘晟 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。

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。

新疆宝明

①资源储量

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

②项目进展情况

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

在极端不利的市场条件下，新疆宝明合理调整生产安排，通过主动减产和使用矿建工程矿，最大化降低费用支出，减少项目现金流支出；积极优化工艺和生产管理，降耗增效提升运营效率。但是另一方面，项目较低的开工率导致矿山开采不能按原定方案推进，矿建工程矿品位较低，干馏厂产量下降，成本单耗上升。2018年，新疆宝明共生产页岩油10.74万吨，项目产能利用率较低，项目年度收益受到较大影响。

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

5.股权投资

公司于 1999 年 4 月参股广发证券，广发证券于 2010 年 2 月 12 日在 A 股市场借壳上市，公司持股禁售期至 2013 年 2 月 12 日。2011 年 8 月，广发证券以非公开发行股票的方式向 10 名特定投资者发行了 45260 万股人民币普通股（A 股），公司未参与此次非公开发行，持股比例由 24.93%变更为 21.12%。2015 年 4 月，广发证券H股上市后，公司持股比例降至16.40%。截至 2019 年 3 月底，公司对广发证券持股比例为 16.38%，为广发证券第二大股东，持有 12.48 亿股。

2016-2018 年，广发证券对公司贡献的投资收益分别达到 13.19 亿元、14.12 亿元和 7.05 亿元，分别占当期营业利润比例的 94.35%、

74.99%和 69.80%。2016-2018 年，公司收到广发证券现金分红分别为 10.01 亿元、4.38 亿元和 5.00 亿元。

广发证券是国内首批综合类券商之一，2004 年 12 月获得创新试点资格，2010 年 2 月 12 日在深圳证券交易所正式挂牌上市。截至 2019 年 3 月底，广发证券股本为 76.21 亿股，旗下控股广发基金管理有限公司、广发期货有限公司、广发控股（香港）有限公司、广发信德投资管理有限公司等主要子公司，并参股易方达基金管理有限公司，初步形成了跨越证券、基金、期货、股权投资领域的金融控股集团架构。

截至2018年底，广发证券（合并）资产总额为3891.06亿元，所有者权益合计886.29亿元（其中包含少数股东权益36.11亿元）；2018年，广发证券实现营业收入152.70亿元，利润总额60.04亿元。

2015年12月30日，公司以现金82.66亿元人民币成功竞得中华保险19.595%股权。本次交易资金全部为自有资金，相关议案已经公司第八届董事会第十次（临时）会议、2015年第二次临时股东大会审议通过。中国保险监督管理委员会于2016年2月5日下发《关于中华联合保险控股股份有限公司变更股东和修改章程的批复》，同意本次交易。至此，公司完成对中华保险股权收购，相关权益已计入长期股权投资科目中。截至2018年底，中华保险总资产为694.70亿元，净资产为171.44亿元；2018年，中华保险实现营业收入434.23亿元，净利润10.15亿元。2018年，中华保险贡献权益法核算的投资收益1.72亿元。

表 9　公司主要金融机构股权投资情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2019 年 1-3 月	
	广发证券	中华保险	广发证券	中华保险
初始投资额(亿元)	4.60	82.66	4.60	82.66
期末账面值(亿元)	139.46	89.53	145.64	91.51
持有/处置获得投资收益(亿元)	7.05	1.72	4.79	1.95
现金分红(亿元)	5.00	--	--	--

资料来源：公司提供

注：表中现金分红金额为公司当年实际收到的现金金额（含税）。

6.经营效率

2016-2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均持续上升，三年均值为11.01次、8.33次和0.45次，2018年分别为14.16次、9.86次和0.54次。跟踪期内，公司整体经营效率有所提升。

7.未来发展

公司将努力优化现有经营领域，创新商业模式。促进生物制药、商贸流通、能源开发和金融服务四个经营领域的协调发展，努力探索并实现在医疗健康领域的突破；进一步调整经营结构，优化资源配置，逐步形成产融协同，资产、资本经营并举的新格局。在各个经营领域内，实行专业化发展，打造行业地位突出，影响力显著，竞争力强劲的一流专业化企业，不断提升公司价值和影响力。

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

成大方圆以成为全国性有影响力的大型医药流通企业为愿景，以医药流通领域为战略方

向。在推动医药零售的基础上，大力发展医药批发，不断提高行业地位，进而提升企业价值。医药零售坚持跨省连锁的发展方向，积极扎实推进网络建设，构建全渠道医药零售平台。

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

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

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

为提升投资价值，实现价值共享，公司全力支持广发证券实现“中国领先、亚太一流的证券金融集团”的战略目标，提升行业地位和影响力；要深入研究保险行业特点及发展趋势，共同促进中华保险业务领域不断向纵深拓展，努力实现跨越式发展。同时，积极推进与广发证券和中华保险的战略合作，促进公司产融协同，为公司发展增加动力。

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

十、财务分析

公司提供了 2018 年财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该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 2019 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2018 年，公司通过收购新增合并子公司 1 家，处置子公司 1 家，合并范围变化对财务数据的可比性影响小。

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

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 376.69 亿元，所有者权益合计 224.50 亿元（其中包含少数股东权益 13.74 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 37.68 亿元，利润总额 6.72 亿元。

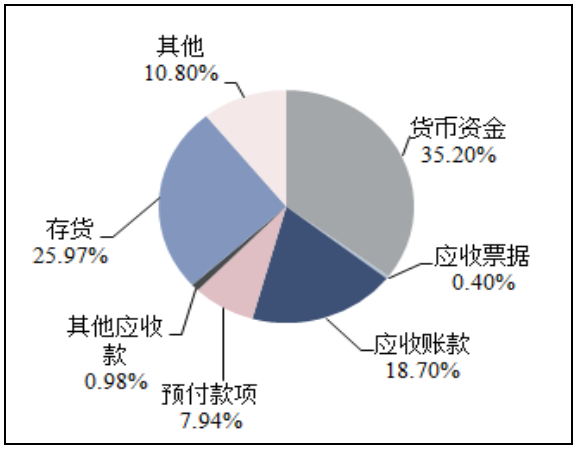
1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 357.87 亿元，同比变化不大，其中流动资产占 19.02%，非流动资产占 80.98%。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 68.07 亿元，同比变化不大，流动资产中占比较大的主要为货币资金、应收账款和存货。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2018 年报

截至 2018 年底，公司货币资金为 23.96 亿元。从构成看，主要为银行存款（占 87.27%）。

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

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

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

非流动资产

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

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

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

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 1.54 亿元，同比下降 84.94%，主要系成大弘晟股权转让所致。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 376.69 亿元，较 2018 年底增长 5.26%，流动资产占 20.53%，非流动资产占 79.47%。其中，交易性金融资产 7.67 亿元，主要是浮动收益型理财产品。

跟踪期内，公司流动资产中货币资金、应收账款及存货占比较高；非流动资产中广发证券和中华保险的长期股权投资金额大，股权均未质押，变现能力强；固定资产中油页岩项目占比较高，随着技改完成，预计 2019 年将逐步实现量产。整体看，公司资产质量较好，长期股权投资变现能力强。

2．所有者权益和负债

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 216.16 亿元，同比变化不大。其中，归属于母公司所有者权益为 202.70 亿元。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 7.55%，资本公积占 31.61%，盈余公积占 4.07%，未分配利润占 56.72%，权益结构变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 224.50 亿元，较 2018 年底变化不大。其中，其他综合收益 3.41 亿元，较 2018 年底增加 3.36 亿元，主要系联营企业广发证券及中华保险其他综合收益增加所致。权益结构较 2018 年底变动不大。

总体看，公司所有者权益稳步增长，但公司未分配利润占比高，权益稳定性一般。

负债

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

截至 2018 年底，公司流动负债合计 103.18 亿元，同比下降 5.25%。流动负债主要以短期借款（占 38.53%）和其他流动负债（占 33.92%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 39.76 亿元，同比下降 35.37%。其中，信用借款占 87.80%，保证借款占 12.20%。

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

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

截至 2018 年底，公司其他流动负债为 35.00 亿元，全部为公司发行的短期融资券和超短期融资券。

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

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

债务指标方面，截至 2018 年底，公司资产负债率同比有所下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率有所上升，分别为 39.60%、36.59%和 13.94%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 152.19 亿元，较 2018 年底增长 7.40%，增长主要来自非流动负债，其中应付债券增加 18.00 元至 48.00 亿元，非流动负债占比上升至 33.99%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 129.08 亿元，较上年底增长 3.50%，主要系公司应付债券增长所致。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.40%、36.51%和 17.61%。

跟踪期内，公司负债规模有所增长，有息债务结构虽有调整，但仍以短期债务为主，债务结构有待改善。

3．盈利能力

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

2018 年，公司期间费用为 22.17 亿元，同比增长 5.02%，主要系销售费用增长所致。公司费用对主业利润侵蚀影响大。

2018 年，公司实现投资收益 8.73 亿元，同比下降 57.41%，主要系当期权益法核算下广发证券产生的投资收益减少所致。公司盈利对投资收益依赖程度高。受此影响，2018 年，公司利润总额为 9.83 亿元，同比下降 39.36%。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下滑，分别为 2.51%和 3.95%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 37.68 亿元，同比下降 10.98%，主要系煤炭、化工产品贸易量下滑所致；实现利润总额 6.72 亿元，同比大幅下增长 317.58%，其中投资收益 6.77 亿元，同比增长 160.03%，主要系联营企业投资收益增长所致。同期，公司营业利润率为 13.06%，同比增加 2.65 个百分点，主要系低利润率的大宗贸易占比下降所致。

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

4．现金流及保障

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

从投资活动看，2018 年，公司投资活动现金流入 33.41 亿元，其中收回投资收到的现金 25.48 亿元，主要是理财产品到期收回；取得投资收益收到的现金 5.33 亿元，主要是广发证券现金分红。同期，公司投资活动现金流出 33.39 亿元，主要由投资支付的现金构成。2018 年，公司投资活动现金流量净额 0.02 亿元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现

金流入量和现金流出量主要是取得借款获取的现金和偿还债务支付的现金，2018 年公司筹资活动现金净流量为-3.50 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金流量净额为 2.35 亿元；公司投资活动现金净流出为 10.01 亿元，主要是银行理财的现金支出；筹资活动现金流净额为 5.74 亿元，主要是取得借款收到的现金。

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

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 65.97%和 48.84%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 76.98%和 60.41%。考虑到公司持有的 12.48 亿股广发证券股权未质押，变现能力强，对公司流动性形成有力补充，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 13.34 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.18 倍，全部债务/EBITDA 为 6.41 倍。公司长期偿债能力同比有所弱化。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信 136.95 亿元，尚未使用额度为 90.60 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司是上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 315.52 亿元，同比变动不大；其中流动资产占 15.37%，非流动资产占 84.63%。截至 2018 年底，母公司流动资产主要由货币资金（8.15 亿元）和其他应收款（39.95 亿元）构成；非流动资产主要由长期股权投资（252.75 亿元）和其他非流动资产（11.32 亿元）构成。

截至 2018 年底，母公司负债合计 119.72 亿元，同比变动不大。其中，流动负债占 70.77%。截至 2018 年底，母公司负债主要由短期借款（34.91 亿元）、一年内到期的非流动负债（11.90 亿元）和应付债券（30.00 亿元）构成。

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

总体看，母公司自身无实际经营性业务，利润主要来自投资收益，其持有的广发证券和中华保险股权均未质押，对母公司偿债能力形成有力补充。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告显示，截至 2019 年 6 月 19 日，公司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。

8. 抗风险能力

公司作为一家集生物制药、商贸流通、金融服务和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，公司整体抗风险能力强。

十一、存续期间债券偿债能力分析

截至2019年3月底，公司未来一年内到期的债券包括短期融资券“18辽成大CP001”、超短期融资券“19辽成大SCP001”和中期票据“16辽成大MTN001”，共计30亿元。截至2018年底，公司现金类资产对1年内到期的债务保障倍数为0.81倍。

公司中长期债券存续额度共计53亿元。2018年，公司经营活动现金流入量对应付债券保障倍数为3.16倍；EBITDA对应付债券保障倍数为0.25倍。考虑到公司持有的广发证券股权价值较高，变现能力强，对存续债券保障能力

良好。

表10 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

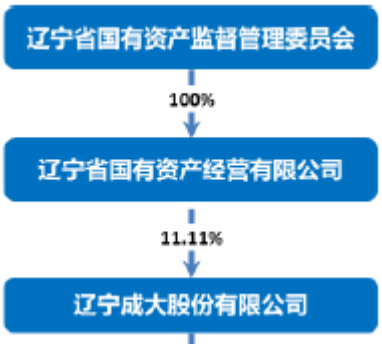
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	30.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.81
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.16
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.09
EBITDA/应付债券余额	0.25

资料来源：联合资信整理

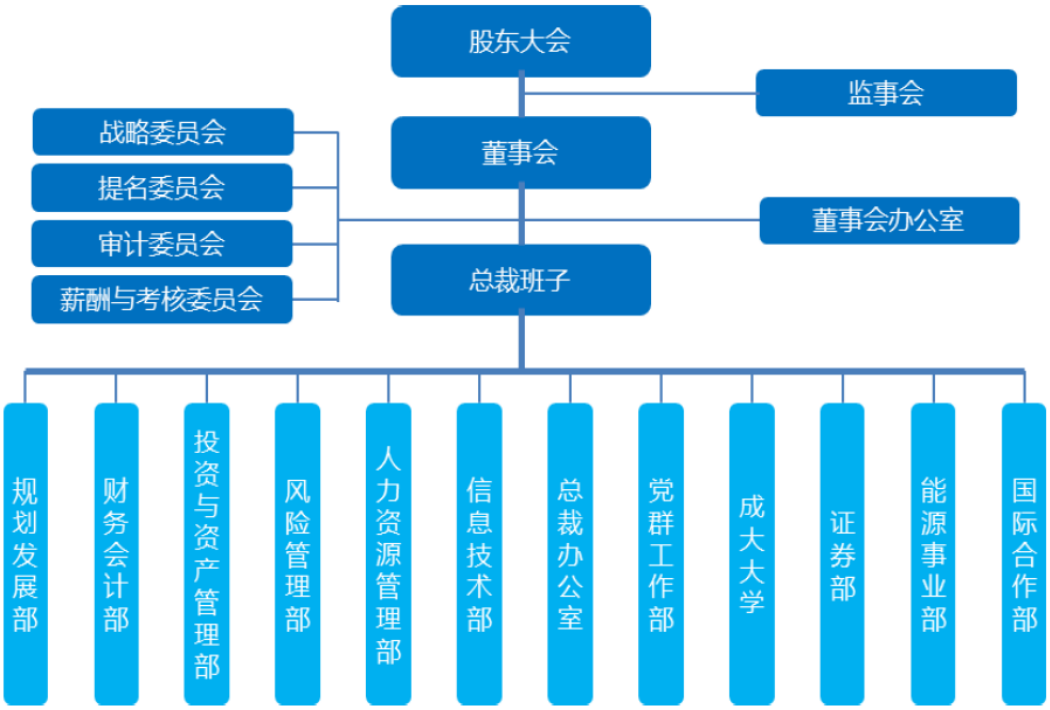
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，维持“16 辽成大 MTN001”“17 辽成大 MTN001”“18 辽成大 MTN001”和“19 辽成大 MTN001”的信用等级为 AA^+，“18 辽成大 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司产权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.72	23.45	24.24	34.48
资产总额(亿元)	332.52	355.16	357.87	376.69
所有者权益(亿元)	200.04	213.69	216.16	224.50
短期债务(亿元)	97.92	94.34	89.72	81.08
长期债务(亿元)	10.00	25.48	35.00	48.00
全部债务(亿元)	107.92	119.82	124.72	129.08
营业收入(亿元)	87.50	139.99	192.75	37.68
利润总额(亿元)	12.20	16.21	9.83	6.72
EBITDA(亿元)	20.88	24.74	13.34	--
经营性净现金流(亿元)	5.90	0.97	4.86	2.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.59	9.37	14.16	--
存货周转次数(次)	5.70	7.52	9.86	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.41	0.54	--
现金收入比(%)	96.78	92.02	85.27	87.15
营业利润率(%)	20.42	14.69	11.72	13.06
总资本收益率(%)	5.20	6.06	2.51	--
净资产收益率(%)	5.35	6.97	3.95	--
长期债务资本化比率(%)	4.76	10.65	13.94	17.61
全部债务资本化比率(%)	35.04	35.93	36.59	36.51
资产负债率(%)	39.84	39.83	39.60	40.40
流动比率(%)	48.53	57.93	65.97	76.98
速动比率(%)	35.78	42.57	48.84	60.41
经营现金流动负债比(%)	5.06	0.89	4.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.92	4.65	3.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.17	4.84	6.41	--

注：2019 一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标中

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
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 4-1　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 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-4　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