跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 765 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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

二零一六年六月二日

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中期票据跟踪评级报告

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 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

评级时间：2016 年 6 月 2 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.62	11.04	28.64	12.05
资产总额(亿元)	178.91	202.81	266.13	319.13
所有者权益(亿元)	118.48	148.90	186.87	190.39
长期债务(亿元)	13.00	23.66	10.00	10.00
全部债务(亿元)	35.93	33.61	60.03	110.84
营业收入(亿元)	103.34	92.39	91.40	17.44
利润总额(亿元)	11.39	10.53	5.93	3.14
EBITDA(亿元)	14.37	13.74	12.31	--
经营活动净现金流(亿元)	3.33	4.26	2.51	-0.15
营业利润率(%)	13.73	16.79	18.48	20.93
净资产收益率(%)	8.35	6.48	2.54	--
资产负债率(%)	33.78	26.58	29.78	40.34
全部债务资本化比率(%)	23.27	18.42	24.32	36.80
流动比率(%)	125.28	178.48	122.08	40.44
全部债务/EBITDA(倍)	2.50	2.45	4.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.82	5.89	2.76	--
经营现金流动负债比率(%)	8.47	16.81	3.99	--

注：1. 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”科目的超短期融资券；2. 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

董 征　刘 哲
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

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，公司在品牌知名度、生物制药、股权投资等方面具备的综合优势得到保持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司国际油价持续低位运行、商品流通和贸易板块盈利能力弱、能源开发项目部分停产等因素对公司信用水平可能带来一定的影响。

跟踪期内，公司收购中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华联合保险”）19.585%股权，将对公司未来利润形成有力补充。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，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。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 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. 2015 年广发证券 H 股上市，公司净资产得到提升；证券行业业绩大幅提升，公司股权投资增值显著。
3. 跟踪期内，公司收购中华联合保险 19.595%股权，中华联合保险盈利能力强，将对公司未来利润形成有力补充。
4. 跟踪期内，公司债务负担适宜，财务弹性良好。
5. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对两期中期票据的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，国际原油价格大幅下降并保持持续低位运行，公司成大弘晟项目长期停产，新疆宝明页岩油项目面临一定经营压力。
2. 跟踪期内，公司短期债务快速增长，如果增发未通过，将存在一定短期偿债压力；盈利水平对投资收益依赖程度高。
3. 跟踪期内，公司部分应收账款和预付款项存在坏账风险。

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至 12 个月内有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内辽宁成大股份有限公司的主体长期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“13 辽成大 MTN002”和“14 辽成大 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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 2016 年 3 月底，公司注册资本由定向募集前的 0.50 亿元增至 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 100%国有股权已经无偿划转至辽宁省国有资产经营有限公司持有。截至 2016 年 3 月底，辽宁成大集团有限公司持有公司 11.11%的股权，为公司控股股东，辽宁省国有资产经营有限公司持有辽宁成大集团有限公司 100%的股权，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，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。

截至 2016 年 3 月底，公司拥有直接控股和间接控股子公司 12 家、参股公司 12 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 2015 年底，公司资产（合并）总计 266.13 亿元，所有者权益合计 186.87 亿元（其中包含少数股东权益 12.54 亿元）。2015 年公司实现营业收入 91.40 亿元，利润总额 5.93 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产（合并）总计 319.13 亿元，所有者权益合计 190.39 亿元（其中包含少数股东权益 15.19 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.44 亿元，利润总额 3.14 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、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，我国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP

增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。我国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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。

据美国 IMS 医药咨询公司估算，2009 年全球疫苗类药品销售已经达到 380 亿美元，成为仅次于单克隆抗体（400 亿美元）的第二大类生物药品，且疫苗类药物近年来的复合增长率超过 20%，远远超过了全球医药市场 5-7%的扩张速度。中国疫苗销售金额在近几年也呈现迅速增长，拥有良好的增长空间。

由于禽流感、SARS 及最近乙肝疫苗新生儿致死等的影响，中国政府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 日经卫生部部务会议审议通过，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 家国内企业。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，除成大生物外其他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。2014 年，成大生物狂犬病疫苗销量 636 万人份，继续保持了市场的龙头地位。

(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，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。

医药流通行业

1. 行业现状

从经营模式看，目前医药流通企业可以分为批发（调拨）和纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）两种，纯销业务因为配送费率较高，毛利率一般可以达到 6~8%，下游客户主要以医院客户为主，回款周期相对较长，一般在 3~6 个月以上；调拨业务毛利率相对纯销业务较低，一般在 4%以下，回款周期相对较短。

从集中度看，根据 2011 年颁布的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015)》，至 2015 年要形成一至三家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85%以上。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为 64.3%，比上年提高 0.3 个百分点，其中前三位药品批发企业占 29.7%，比上年提高 0.9 个百分点；主营业务收入 100 亿元以上的批发企业占同期全国医药市场总规模的 44.5%，比上年提高 3 个百分点，50-100 亿元之间的批发企业占 6.4%，与上年基本持平，10-50 亿元之间的批发企业占 13.1%，比上年下降 3 个百分点。2013 年公布的新修订《药品经营质量管理规范》（简称 GSP）对药品仓储、运输、购销全链条提出了更高要求，并于 2013 年 6 月正式实施，过渡期截至 2016 年，过渡期之后仍未达标的企业药品经营活动将被停止。新版 GSP 的实施将有利于进一步提高行业集中度。总体看，中国医药流通行业基本形成了三大版图，全国性大型企业已具雏形，中型企业区域化布局，小型企业面临较大的生存压力。

从销售终端看，药品销售主要有医院市场、零售终端和基层卫生机构（包括农村药品供应

[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。

网点、社区卫生服务站和乡镇卫生院）三大终端市场，其中医院市场居于主要地位，占据一半以上的市场份额。

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

近年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

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》，指出在经济技术标评审中，对药品质量、生产企业的服务和信誉等进行全面审查，将企业通过《药品生产质量管理规范（2010 年版）》（GMP）认证作为质量评价的重要指标。该意见强调新版 GMP 标准的重要性，有利于行业的升级与重组。

2013 年 2 月，食品药品监督管理局发布了《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》，指出进一步加快创新药物审评，实行部分仿制药优先审评，加强药物临床试验质量管理，鼓励研制儿童用药，制定配套措施，注重协调配合。

2013 年 3 月，卫生部发布了 2012 年版《国家基本药物目录》，其中指出药品品种扩容，新版基药目录在原来 09 版 307 种的基础上扩容至 500 多种，中西药各增加 100 种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。

4. 行业发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家

环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

贸易行业

1. 国际贸易

近年来，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。海关统计数据显示， 2014 年，中国进出口总值达到 4.30 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 3.46%，增速较 2013 年回落 4.14 个百分点，其中出口 2.34 万亿美元，同比增长 6.05%；进口 1.96 万亿美元，同比增长 0.53%；贸易顺差 3824.58 亿美元，同比扩大 47.24%。总体看，2014 年对外贸易增速出现回落。

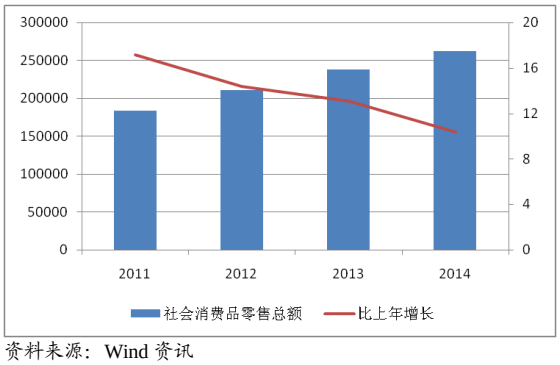
2011-2014 年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展，同时也关注到受国际需求放缓和国内成本上升等因素制约，中国未来的贸易环境将不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制。上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

2. 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的良好势态，刺激国内贸易稳步发展。根据国家统计局数据，2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年 1～9 月份，社会消费品零售总额 216080 亿元，同比增长 10.5%。其中，限额以上单位消费品零售额 101089 亿元，增长 7.5%。

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，中国消费市场较低的起点，经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

3. 行业政策

中国对于具有全局性影响的自由贸易区协定进行大力扶持。中国已经与东盟、新西兰等 6 个国家和地区签订了自贸协定，与澳大利亚等 6 个国家和地区的自贸协定也正在商谈之中。具有战略意义的自贸协定以及配合战术层面的关税、产业政策将进一步拓展贸易空间，降低关税壁垒，推进外贸行业的发展。

国内贸易方面，2012 年 9 月，国务院办公厅发布了“关于印发国内贸易发展“十二五”规划的通知”（国发办（2012）47 号），该“十二五”规划指明未来五年主要目标是统筹国内贸易协调发展，建立和完善现代商品流通体系，促进内贸领域服务行业大发展，全面提高流通企业竞争力，大办推进流通现代化，保障国内市场稳定运行营造规范有序的市场环境，深化国内贸易的改革开放。此内贸规划出台后，将有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整

转型。

2013 年 9 月 29 日，中国（上海）自由贸易试验区正式挂牌成立；2015 年 4 月 21 日，中国（厦门）自由贸易实验区挂牌成立；这是在新形势下深入推进改革开放的重大举措。根据《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》（国发〔2013〕38 号）要求，自贸区按照先行先试、风险可控、分步推进、逐步完善的方式，把扩大开放与体制改革相结合、把培育功能与政策创新相结合，形成与国际投资、贸易通行规则相衔接的基本制度框架。经过两至三年的改革试验，加快转变政府职能，积极推进服务业扩大开放和外商投资管理体制改革，大力发展总部经济和新型贸易业态，加快探索资本项目可兑换和金融服务业全面开放，探索建立货物状态分类监管模式，努力形成促进投资和创新的政策支持体系，着力培育国际化和法治化的营商环境，力争建设成为具有国际水准的投资贸易便利、货币兑换自由、监管高效便捷、法制环境规范的自由贸易试验区，为中国扩大开放和深化改革探索新思路和新途径，更好地为全国服务。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。商务部部长高虎城表示，2015 年，商务部要加快培育外贸竞争新优势，落实加快自贸区建设的精神，谋划构筑立足周边、辐射“一带一路”、面向全球的自由贸易区网络。公司地处厦门自贸区，可充分享受政策带来的好处。

未来，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

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。

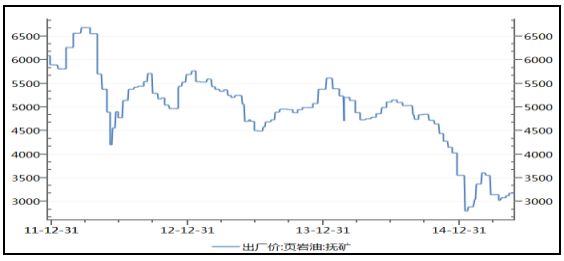
中国油页岩分布及利用概况

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，折合成页岩油约为 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。2014 年以来，受国际油价大幅下降影响，国内页岩油价格大幅下降，2015 年 1~5 月，抚顺矿业集团页岩油平均价格在 3200 元/吨。

图 2 近年抚顺矿业集团页岩油出厂价格情况



资料来源：Wind 资讯

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

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。但目前受国际油价低位运行影响，国内油页岩开发处于微利或亏损状态，油页岩开发经济价值不高。未来随着油价的回升以及国内油页岩技术的不断提升，开采成本的不断降低，将促进国内油页岩产业进一步发展。

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。2015 年，大连市国民经济保持平稳增长，全市实现地区生产总值 7731.6 亿元，比上年增长 4.2%。其中，第一产业增加值 453.3 亿元，增长 3%；第二产业增加值 3580.8 亿元，增长 0.9%；第三产业增加值 3697.5 亿元，增长 8.2%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 3.9%、10.6%和 85.5%。人均生产总值 110673 元，按年平均汇率折算为 17769 美元。

2015 年全年社会消费品零售总额 3084.3 亿元，比上年增长 8.5%。在限额以上批发和零售业零售额中，通过公共网络实现的零售额增长 192.4%；通讯器材类增长 4.2%，建筑及装潢材料类增长 12.3%，中西药品类增长 12.5%，五金电料类增长 12.5%。销售汽车 18.1 万辆，销售额 303.2 亿元，分别比上年下降 8.4%和 8.5%。

2015 年全年全部工业增加值 3107.2 亿元，比上年下降 0.1%。规模以上工业增加值 1849.9 亿元，比上年下降 4.5%。按轻重工业分，重工业 1432.8 亿元，下降 4.1%；轻工业 417.1 亿元，下降 5.6%。按经济类型分，国有控股工业 497.5 亿元，下降 2%；民营控股工业 969.5 亿元，下降 6.1%；外商控股工业 382.8 亿元，下降 3%。销售产值 7401.5 亿元，比上年下降 23.8%。工业产品销售率 97.3%，比上年提高 0.4 个百分点。主营业务收入 6805.8 亿元，比上年下降 27.4%；利税总额 727.4 亿元，下降 13.7%；利润总额 263.9 亿元，下降 30.7%。主要工业产品产量有升有降。

2015 年全年大连地区（含中央、省公司）进出口总额按人民币计算为 3476.4 亿元，比上年下降 14%。其中，进口 1841.4 亿元，下降 15.7%；出口 1635 亿元，下降 12.1%。大连市自营进出口总额（下同）550.91 亿美元，下降 14.7%。其中，进口 292.94 亿美元，下降 16.5%；出口 257.97 亿美元，下降 12.5%。机电产品出口 115.77 亿美元，下降 13.7%，占 44.9%。一般贸易出口 94.69 亿美元，下降 20.1%，占 36.7%（见表 3）。民营企业出口 77.8 亿美元，下降 20.3%，占 30.2%。前六大主要出口市场是日本、东盟、欧盟、美国、新加坡、韩国。

总体看，受腹地内整个东北地区经济增速放缓影响，公司所在的大连市区位优势有所下降。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，辽宁成大集团有限公司持有公司 11.11%的股权，为公司控股股东，辽宁省国有资产经营有限公司持有辽宁成大集团有限公司 100%的股权，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、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”）的大股东之一（持股比例 16.42%）。公司还与国际商业零售巨头法国家乐福合资，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（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“成大国贸”）、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吉林成大弘晟能源有限公司（以下简称“成大弘晟”）、新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）。

①成大生物

成大生物成立于 2002 年 6 月，现有注册资本 36000.00 万元，股权情况如下：辽宁成大股份有限公司出资额 225040764 元，占股本比例为 62.51%；辽宁省生物医学工程研究院有限公司出资额 30003376 元，占股本比例为 8.33%；建银国际医疗产业股权投资有限公司出资 8631000 元，占股本比例为 2.40%；自然人股东出资 96324860 元，占股本比例为 26.76%。

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。成大生物现年产能狂犬病疫苗已超过 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，另外埃及、孟加拉等国的市场准入工作也正在进行。

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、出血热疫苗、三菌疫苗、猪瘟疫苗、猪乙脑疫苗和动物狂犬病疫苗，以及禽流感疫苗等等。另外，成大生物在 2009 年 12 月与本溪市政府签署了《项目投资协议书》，征地 40 多万平方米筹建成大生物第二生产基地，以求扩大经营品种，促进公司可持续发展。

截至 2016 年 3 月底，成大生物总资产 23.35 亿元，所有者权益 21.59 亿元，2016 年 1~3 月实现销售收入 1.83 亿元，净利润 0.87 亿元。

②成大方圆

成大方圆注册资金 23000 万元，为辽宁成大股份有限公司全资子公司，总部设在沈阳，下属子公司为辽宁成大方圆医药连锁有限公司和山东成大方圆医药连锁有限公司。辽宁成大方圆医药连锁有限公司成立于 2000 年 7 月 4 日，原由辽宁成大股份有限公司、辽宁成大医药投资管理有限公司共同出资组建，注册资本 14500 万元人民币，其中，辽宁成大股份有限公司出资 10950 万元，占注册资本的 75.52%，辽宁成大医药投资管理有限公司出资 3550 万元，占注册资本的 24.48%。2009 年 12 月 31 日，辽宁成大医药投资管理有限公司更名为成大方圆医药连锁投资有限公司并增资，同时，辽宁成大股份有限公司将其所持辽宁成大方圆医药连锁有限公司股权全部转让给成大方圆医药连锁投资有限公司。山东成大方圆医药连锁有限公司于 2010 年 1 月 19 日，由成大方圆医药连锁有限公司独资设立，注册资本 5000 万元人民币。

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、准确的配送至各连锁门店。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、河北省秦皇岛市等。截至 2016 年 3 月底，成大方圆共有门店 1055 家，其中辽宁省内 841 家，占比达 79.92%。“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 2016 年 3 月底，成大方圆总资产 13.28 亿元，所有者权益 5.91 亿元，2016 年 1~3 月实现销售收入 8.04 亿元，净利润 0.15 亿元。

③成大弘晟

成大弘晟成立于 2007 年 12 月，由辽宁成大股份有限公司和阜新弘发能源投资有限公司合资组建而成，注册资本 3 亿元，其中辽宁成大控股 60%股权，阜矿集团持 40%股权。2012 年，辽宁成大与阜新弘发能源投资有限公司签订股权转让协议，受让弘发公司持有的成大弘晟 40％股权本次股权转让完成后，成大弘晟成为公司的全资子公司。通过多次增资，截至 2016 年 3 月底，成大弘晟注册资本已增加至 27 亿元。

成大弘晟主要对吉林省桦甸市的油页岩矿产资源综合开发与深加工利用，成大弘晟生产的页岩油做为燃料油对外销售，油页岩干馏后产生的副产品半焦和瓦斯气供给循环瓦斯加热炉作为燃料，剩余半焦作为自有桦甸热电厂的燃料，剩余瓦斯气供给干馏厂燃气发电厂的燃气发电机组发电。该工艺目前处于国内领先、国际先进水平，可最大程度利用页岩油资源，实现资源的循环利用并达到高标准的节能环保要求。

成大弘晟围绕提高矿井产量、维护油厂系统稳定运行两个方面重点推进。目前，综采设备投入运行，极大提高了采矿能力，吨矿成本控制得到改进；第 1、3、4 组干馏炉已实现连续稳定生产，收油率和处理量也有显著提升。

由于桦甸油页岩矿的地质结构复杂，含水率高，导致矿石开采成本高；另外，近年来因油价低，而人工成本、安全环保成本上升，导致每年净利润持续为负值。

④新疆宝明

新疆宝明矿业有限公司成立于 2005 年 6 月，注册资本 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、木塔寺、吴家湾、白杨河等 4 个油页岩矿探矿权。

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、木塔寺、吴家湾、白杨河等 4 个油页岩矿探矿权。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员 9 人，包括 1 名总裁、7 名副总裁（其中 1 名副总裁兼任董事及财务总监）及 1 名董事会秘书。

公司董事长尚书志先生，63 岁，曾任辽宁成大股份有限公司董事长兼总经理，现任辽宁成大集团有限公司董事长，广发证券股份有限公司董事，辽宁成大股份有限公司董事长（2015 年 4 月起任）。

公司董事、总裁葛郁先生，53 岁，曾任辽宁成大股份有限公司董事、副总裁，辽宁成大集团有限公司董事、副总裁（主持工作）。现任辽宁成大集团有限公司董事，辽宁成大股份有限公司董事、总裁（2015 年 4 月起任）。

截至 2015 年底，公司共有在职员工 2433 人，从文化素质看，大学（含大专）及以上人员占比 65.15%，中专及以下人员占比 34.85%；从岗位构成来看，业务、销售人员占比 20.80%，财务人员占比 4.86%，行政人员占比 23.84%，技术人员占比 14.71%，生产人员占比 35.79%。

总体看，公司主要高层管理人员管理经验丰富，工作能力突出；员工岗位符合公司业务设置，教育程度较高，符合公司发展需要。

六、重大事项

1.公司非公开发行股票

2016 年 4 月，公司公告《2016 年度非公开发行股票预案（修订稿）》，计划向辽宁省国有资产经营有限公司、巨人投资有限公司、银河金汇证券资产管理有限公司、中欧保税物流有限公司，发行人民币普通股股票不超过 32000 万股，募集资金总额为不超过 538240 万元，用于收购中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华联合保险”）19.595%股权。目前，该预案已上报证监会，此次非公开发行能否成功尚存不确定性，联合资信将对此持续关注。

2. 收购中华联合保险部分股权

2015 年 12 月 30 日，公司以 82 亿元竞得中国保险保障基金有限责任公司在北京金融资产交易所以挂牌方式对外转让的其所持中华联合保险 30 亿股股权（以下简称“本次交易”），本次交易完成后，公司将持有中华联合保险 19.595%股权。2016 年 2 月 5 日，公司接到中华联合保险通知，中国保险监督管理委员会已下发《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》（保监许可[2016]71 号），同意本次交易。2016 年 2 月 19 日，公司接到中华联合保险通知：该公司于 2016 年 2 月 15 日取得北京市工商局行政管理局备案通知书，对中华联合保险提交的公司章程备案申请予以备案，股权变更已完成，全部价款已支付完成。

中华联合保险作为一家集财产险、寿险、资产管理为一体的综合保险金融集团，目前其财产险业务规模位列行业前五，农业险规模位列行业第二，已具备较强的经营优势。中华联合保险 2014 年合并财务报表的营业收入为 305.04 亿元、净利润为 19.52 亿元、资产总额为 436.77 亿元、所有者权益为 111.06 亿元。

七、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。

八、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、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。

2013~2015年，受公司内贸和能源开发销售规模下降影响，公司营业收入有所下降，三年分别实现营业收入102.83亿元、92.39亿元和91.40亿元，商品流通板块在主营业务中的比重分别为78.86%、74.31%和74.55%，是公司收入贡献的核心板块；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购采购的数量直接相关，近三年生物制药板块实现收入逐年增加，分别实现收入8.51亿元、9.37亿元和9.43亿元。能源开发收入主要为成大弘晟，目前已长期停产。

盈利方面，公司整体毛利率稳定增长，2015年为18.76%。其中生物医药板块毛利率保持较高水平；进出口贸易板块毛利率有所增长，2015年为13.36%；受钢铁贸易规模的不断下降以及医药连锁板块毛利率的提升，公司商品流通业务毛利率有所提升；受国际油价低位徘徊影响，公司能源开发板块长期亏损。

2016年1~3月，公司实现营业收入17.44亿元，同比增长11.67%。盈利能力方面，商品流通和生物医药板块毛利率均有不同幅度上涨，商品流通业务毛利率增长主要是子公司成大方圆加强管理导致毛利率增加所致；能源开发板块扭亏主要是因2015年底，新疆宝明按照市价对期末库存计提了存货跌价准备后，库存成本较低，本期实际销售价格高于库存成本。公司整体毛利率上升至21.38%。

表 1　公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	11.42	11.11	10.54	11.40	12.34	13.06	12.36	13.53	13.36	1.85	10.62	11.29
商品流通	79.03	78.86	8.10	68.65	74.31	9.94	68.13	74.55	10.80	13.52	77.50	13.41
生物制药	8.51	8.28	85.70	9.37	10.14	83.60	9.43	10.32	85.03	1.83	10.47	85.33
能源开发	3.13	3.04	-20.94	2.22	2.40	-21.51	1.16	1.27	-7.02	0.11	0.63	34.27
其他	0.74	0.72	-23.21	0.75	0.81	9.44	0.31	0.34	63.83	0.14	0.78	81.96
合计	**102.83**	**100.00**	**13.69**	**92.39**	**100.00**	**17.04**	**91.40**	**100.00**	**18.76**	**17.44**	**100.00**	**21.38**

资料来源：公司提供

注：2013 年收入为主营业务收入。

1、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。近三年，生物制药板块收入有所波动，但始终是公司利润贡献最大的主营业务。

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。公司狂犬病疫苗的市场占有率一直稳定在60%左右，公司在销售收入、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。

成大利宝乙脑疫苗（属于灭活疫苗）2015年销售221万支乙脑疫苗。该产品在国内市场占有率已达到30%。

另外，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，已于2014年上市。

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。

成大生物已经开展和即将论证的研发项目及品种如下：人用病毒性疫苗，包括流感疫苗、出血热疫苗等；人用细菌性疫苗，包括三菌疫苗等；动物疫苗，包括猪瘟疫苗、猪乙脑疫苗、动物狂犬病疫苗，以及禽流感疫苗等。

2013~2015年，公司生物制药板块研发投入分别为5026万元、5604万元和5076元，占生物制药板块营业收入比重分别为6%、6%和5%。

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。相对于国内传统的细胞转瓶生产工艺，生物反应器的生产技术是全新的升级换代技术，也是现代生物技术的发展方向。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。

表 2 公司主要疫苗产销情况

产品		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
狂犬疫苗	产量（万人份）	434	808	763	104
	销量（万人份）	621	619	581	114
乙脑疫苗	产量（万支）	351	155	408	142
	销量（万支）	87	177	221	51
兽用疫苗	产量（万头份）	--	183	131	--
	销量（万头份）	--	87	137	2

资料来源：公司提供

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。

公司生产用原材料主要包括人血白蛋白、牛血清、管制瓶等，公司与供应商结算采取信用及支票电汇等结算方式，2015 年前五大供应商合计采购 5010.76 万元，合计占总采购比重的 56.01%。

产品销售

成大生物采用主渠道销售，即产品直接销售给疫苗使用单位－各级疾控中心或接种部门。公司采用赊销方式，还款周期一般 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。

成大生物按不同类商品的目标市场、消费群体和流通渠道的特点，打造与之相适应的销

售模式和选择有效的销售策略。

在国内市场，成大生物细化客户分类工作，服务好目标客户，确保了未来占有率；加强销售队伍建设与管理，强化企业价值观及专业培训，提高整体营销能力，并及时根据市场供求变化情况调整区域力量分布，确保重点区域的同时增加覆盖面，深挖市场潜力；完善销售管理体系，有效运用激励政策调动销售积极性，科学管理并控制销售成本，并以区、县CDC（中国疾病预防控制中心）为重点目标客户，有针对进行细化筛选；紧扣防疫的发展趋势－“安全”来规划销售工作，重点宣传本产品达到国际标准的绿色、安全的突出特点，扩大品牌知名度和影响力。截至目前，成大生物拥有客户500余家，区域覆盖程度较高。

在国外市场，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。2013~2015年，公司生物制药国外收入分别为1887万元、3651万元和3977万元。

2015年公司生物医药业务实现收入9.43亿元，其中狂犬疫苗实现收入8.24亿元，同比下降2.56%；乙脑疫苗实现收入1.12万元，同比增长29.94%；兽用疫苗实现收入695.23万元。公司狂犬疫苗市场占有率仍保持行业首位。2016年一季度收入占全年较少主要因为3月疫苗事件，国家加强疫苗冷链运输的规范管理，使国内疫苗行业受到一定影响。

表3　公司生物制药收入情况

（单位：万元）

产品	2013年	2014年	2015年	2016年1-3月
狂犬疫苗	80971	84614	82445.72	15707.83
乙脑疫苗	4137	8620	11200.56	2534.92
兽用疫苗	--	473	695.23	14.44
合计	**85108**	**93707**	**94341.51**	**18257.19**

资料来源：公司提供

2015年，公司生物医药前五名客户分别为宁波普诺生物医药有限公司、山东省疾病预防控制中心、广东省疾病预防控制中心、四川省疾病预防控制中心、云南省疾病预防控制中心，分别实现收入8557万元、6465万元、6081万元、4021万元和3919万元，合计29043万元，占总销售额的30.79%，集中度较高。

根据公司2016年3月30日以及2016年5月12日公告，山东疫苗事件后，成大生物已终止与问题疫苗企业河北省卫防生物制品供应中心（以下简称“河北卫防生物”）和陕西医维达康生物制品有限责任公司（以下简称“陕西医维达康”）的合作关系。截至目前，河北卫防生物对成大生物欠款共计3501万元，河北卫防生物承认所欠公司两种产品的数量和金额，并表示在相关调查处理结束之后，积极偿还所欠公司货款；公司与陕西医维达康因约定现款现货的合作模式，因此该公司不涉及对成大生物欠款问题。

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2016年3月底，成大方圆共有门店1055家，其中辽宁省内841家，占比达79.72%。“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”。2013~2015年，成大方圆收入分别为26.12亿元、25.93亿元和27.57亿元。

表4　截至2016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	841	79.72
内蒙古	30	2.84
吉林	114	10.81
山东	40	3.79
河北	30	2.84
合计	**1055**	**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。

表5　2015年公司医药连锁前五名供应商

供应商名称	采购金额
辽宁省医药对外贸易有限公司	37936.40
国药控股沈阳有限公司	26931.30
衡水兴利达医药有限公司	14131.79
深圳华润三九医药贸易有限公司	8803.42
华润辽宁医药有限公司	7962.96
合计	95765.88

资料来源：公司提供

2015年公司医药连锁前五名供应商合计采购9.58亿元，占总采购额的45.04%，集中度较高。

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，提高配送周期，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，这样既可以扩大销售，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已建立了新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，业务规模获得快速增长，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。公司产品涉及焦炭、铁矿砂、钢坯、型材、建材以及钢材深加

工产品等主营品种。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。公司经营上完全采取自营模式。公司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，公司负责与各国内各钢厂签订采购合同。采购结算主要以约 60%现金、40%承兑汇票为主，销售结算主要以应收账款为主。近三年受宏观经济环境影响，公司主动降低钢铁贸易规模，2015 年钢铁贸易收入快速下降。公司 2015 年钢铁贸易前五名客户分别为唐山新宝泰钢铁有限公司、东北特钢集团大连物资贸易有限公司、唐山市春兴特种钢有限公司、JEONGAN STEEL CO.,LTD、唐山佰和实业有限公司，销售额分别是 4.88 亿元、3.18 亿元、2.26 亿元、0.98 亿元和 0.69 亿元，占整个钢铁贸易额的 68.17%，集中度高。

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、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，2015 年达到 70895 万元。

粮油：粮油产品是公司在 2011 年顺应市场形势新发起的业务品种，2011 年信贷市场规模持续紧张，特别是粮油大宗类产品，因此公司借助本身资金及借助合作伙伴的渠道优势，大力开展粮油类贸易销售，取得较好的成绩。公司客户群体较为分散，结算方式为货到付款。

木材：公司依托木材的进出口贸易业务，拓展了内贸业务，经营品种与木材进出口贸易业务一致。

纺织品：公司纺织类作为公司传统的贸易业务，公司在执行进出口纺织品贸易类业务时，出口订单合同在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，在委托国内贸易客户加工成品时，转移原材料时，作为公司销售纺织品业务进行核算。

表 6　公司内贸业务情况（单位：万元）

分品种	销售收入			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
钢铁产品	362223	312270	145602.19	22267.14
化工产品	78442	2222	159131.31	8075.97
煤炭	54982	62151	70895.30	22230.55
粮油	4179	9522	4021.33	79.23
木材产品	11526	23578	4129.28	316.86
纺织品	16579	18312	18293.00	2584.74
其他	1097	1044	332.24	--
合计	**529028**	**429099**	**402404.66**	**55554.49**

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、成大钢铁和辽宁成大佳园商业连锁有限公司负责经营。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、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。

杂粮豆产品：公司主要经营芸豆的出口业务，对南美、欧洲与非洲的出口量占总销量的 73%左右。芸豆是很多国家的日常主食，所以市场总体需求稳定，而且中国是芸豆的主要生产国，有稳定的货源基地。公司将维护好原有的采购渠道和销售渠道，重点开发国内外客户，并结成战略伙伴，以进一步扩大产品的出口规模。

木材产品：公司主要经营板材、地板与家具的出口与内贸，出口以地板和家具的来料加工为主，占总销量的 60%左右。

水产品：公司主要以进（来）料加工贸易方式为主，经营产品包括以狭鳕为常态微利品种，以盐渍鳕鱼、马哈鱼、红鱼、鲽鱼、真鳕为重点开发的大路品种，以鳕蟹、带籽鲑鱼为重点开发高附加值品种。公司采购区域主要包括俄海，白令海，日本海等，主要销售地区为北美洲、欧洲与亚洲。未来，公司将利用现有优势，进一步开发水产品原料供应业务，争取介入水产品产业链的更多环节。

表 7　公司近年来进出口贸易经营品种经营情况（单位：万元）

品种	营业收入			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
纺织品大类	65139	69214	91667.00	8912.00
化工产品	236	842	9985.27	--
杂粮豆产品	8651	10204	1569.80	1.63
木材产品	10319	8963	5113.54	775.87
水产品	4297	4018	2902.56	30.26
钢铁	8489	8673	30093.81	7659.08
煤炭	--	6093	--	--
其他	17085	5992	3763.49	1151.50
合计	**114215**	**113999**	**145095.47**	**18530.34**

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

吉林成大弘晟能源有限公司（以下简称“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。

截至 2015 年底，成大弘晟共投入资金 30.42 亿元，其中注册资本 27 亿元，公司对成大弘晟的借款为 3.42 亿元。近年，成大弘晟持续亏损。截至 2015 年底，成大弘晟资产总额 8.16 亿元，所有者权益 1.69 亿元。2015 年，成大弘晟实现营业收入 1.01 亿元，利润总额-14.80 亿元，其中管理费用 2.18 亿元；资产减值损失 1.34 亿元，主要为存货跌价损失；营业外支出 11.37 亿元，主要是长期停产改变财务报表编制基础而形成

的损失。

自 2014 年下半年开始，国内外油品价格持续下跌，国际原油从 110 美元/桶暴跌到 2016 年初 26 美元/桶，国内页岩油从 5200 元/吨暴跌到 1700 元/吨，页岩油行业陷入全面亏损的严峻局面。成大弘晟 2015 年采取了矿井降低产量、干馏厂减低负荷运行等措施，尽最大可能降低亏损。成大弘晟 2015 年前三季度开采矿石 21.62 万吨，为去年同期 91.67 万吨的 23.58%；生产页岩油 1.68 万吨，为去年同期 5.09 万吨的 33%。

2015 年 5 月 23 日，公司发布《辽宁成大股份有限公司关于桦甸油页岩综合项目进展情况的公告》，受页岩油市场价格的影响，2015 年 5 月，公司决定将成大弘晟矿井、干馏厂停产。公司将密切跟踪页岩油市场的供需变化和价格波动，统筹安排成大弘晟后续的相关事宜。如果页岩油市场价格恢复到较高水平，接近或能够覆盖成大弘晟的生产成本，公司将安排恢复成大弘晟的生产活动；否则，公司将长期停止成大弘晟的生产活动；公司同时会寻求出售成大弘晟股权或资产。

如果短期内恢复生产，公司相关会计处理将沿用既往做法，在停产期内，每月计提折旧摊销约 830 万元，其它管理费用约 90 万元；如果长期停止生产经营活动，公司将根据会计准则及相关规定，测算、评估预计资产减值损失，并及时计提资产减值准备；如果出售股权或资产，公司将根据评估结果和相关合同协议做出相应处理。

2016 年 1 月 29 日公司发布《辽宁成大股份有限公司关于桦甸油页岩项目长期停产的公告》，自成大弘晟停产以来，公司密切跟踪页岩油市场的供需变化和价格波动。自 2015 年 5 月至今，页岩油市场价格继续下跌，根据目前形势判断，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。

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生产工艺

结合露天矿区特点和采场排土场条件，新疆宝明油页岩露天矿剥离采用单斗-卡车间断开采工艺，采矿采用单斗+卡车+半移动式破碎机+带式输送机半连续开采工艺。

油页岩干馏采用辽宁成大自主研发的全循环干馏工艺，同时配备煤气发生炉外补热源，将油页岩低温干馏产生油气，经旋分、水洗、电捕得到页岩油，所产页岩油只经初分，暂不进行深加工。整个干馏过程都在无氧条件下进行，有机烃类可以得到最大效率的回收；油气回收系统在密封条件下进行，没有泄露和排放的问题，没有环境污染。油收率可达 80%，同时副产高热值干馏气。

总工艺流程为：油页岩露天矿→油页岩原料净化系统→油页岩干馏单元→油回收单元→页岩油储运系统，还包括煤气站、脱硫单元及出渣系统。总工艺组成包括露天矿的采、运、排工程及配套工程和油页岩干馏厂的原料净化及出渣单元、干馏单元、油回收单元、脱硫单元、煤气站以及相应的辅助设施。

③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，同样给新疆宝明油页岩项目带来了经营压力。面对困难局面，新疆宝明矿业有限公司以降低成本、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。新疆宝明 2015 年 1 月至 2016 年 3 月共生产页岩油 7.5 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2015年底，新疆宝明已投资30.23亿元，主体工程投资已完成，2015年初开始计提折旧。截至2015年底，新疆宝明资产总额51.91亿元，所有者权益13.50亿元。2015年，新疆宝明实现营业收入2239.94万元，利润总额-5.62亿元，其中财务费用1.59亿元，主要为费用化利息支出；资产减值损失3.02亿元，主要为存货跌价损失。

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 2016 年 3 月底，公司及其子公司对广发证券持股比例为 16.42%，为广发证券第二大股东。

2013~2015 年，广发证券对公司贡献的投资收益分别达到 5.94 亿元、10.60 亿元和 21.66 亿元，分别占当期营业利润比例的 52.33%、103.92%和 456.96%。2013~2015 年，公司收到广发证券现金分红分别为 1.97 亿元、2.50 亿元和 2.50 亿元。根据广发证券《广发证券 2015 年度利润分配预案》，以公司分红派息股权登记日股份数为基数，拟向全体股东每 10 股分配现金红利 8.0 元（含税），公司 2016 年预计收到现金分红 10 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 2015 年 4 月 20 日，广发证券股本为 76.21 亿股，经营范围包括证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。广发证券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，自 1994 年开始，其主要经营指标已连续 15 年稳居国内十大券商行列。

截至2015年底，广发证券资产（合并）总额4190.97亿元，所有者权益合计798.21亿元（其中包含少数股东权益23.02亿元）；2015年广发证券实现营业收入334.47亿元，利润总额178.06亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司已与家乐福在 4 省区合资设立了沈阳、大连、杭州、宁波、哈尔滨、长春等 6 个超市有限公司，这 6 家合资公司共开设了 32 个大卖场，2016 年 1~3 月实现销售收入 13.29 亿元，其中沈阳家乐福（公司参股比例均为 35%）已开设 16 个卖场；大连家乐福（公司参股比例均为 35%）已在大连市内开设 5 个卖场；长春家乐福（公司参股比例均为 25%）已在长春市内开设 0 个卖场；哈尔滨家乐福（公司参股比例均为 17%）已开设 8 个卖场；杭州家乐福（公司参股比例均为 20%）已开设 1 个卖场；宁波家乐福（公司参股比例均为 20%）已在宁波市内开设 2 个卖场。

6. 经营效率

2013～2015年，公司销售债权周转次数、存货周转次数呈波动下降趋势，总资产周转次数持续下降，2015年分别为6.05次、7.63次和0.39次。总体看，公司整体经营效率较高。

7、未来发展

公司将努力优化公司现有经营领域，创新商业模式。促进生物制药、商贸流通、能源开发、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。

基于对油页岩行业的长期发展趋势的展望，公司将继续推动油页岩项目的开发。在页岩油市场恢复到合理的价格水平之前，公司将暂缓油页岩新增项目投资和收购兼并，同时将“苦练内功、降低成本”作为已建项目的核心任务，提高项目的竞争能力。

为提升投资价值，实现价值共享，公司将一如既往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；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；广发证券和中华联合保险对公司利润形成有力补充；公司油页岩项目受页岩油市场波动影响，成大弘晟长期停产，联合资信将继续关注公司油页岩项目进展情况。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013 年～2015 年财务报表经由华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2016 年一季度财务报表未经审计。

截至 2015 年底，公司资产（合并）总计 266.13 亿元，所有者权益合计 186.87 亿元（其中包含少数股东权益 12.54 亿元）。2015 年公司实现营业收入 91.40 亿元，利润总额 5.93 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产（合并）总

计 319.13 亿元，所有者权益合计 190.39 亿元（其中包含少数股东权益 15.19 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.44 亿元，利润总额 3.14 亿元。

2．盈利能力

2013～2015 年，受商品流通业务收入下降的影响，公司营业收入有所下降，2015 年公司实现营业收入 91.40 亿元。同期，受益于公司营业成本降幅较大影响，公司营业利润率持续上升，三年分别为 13.73%、16.79%和 18.48%。

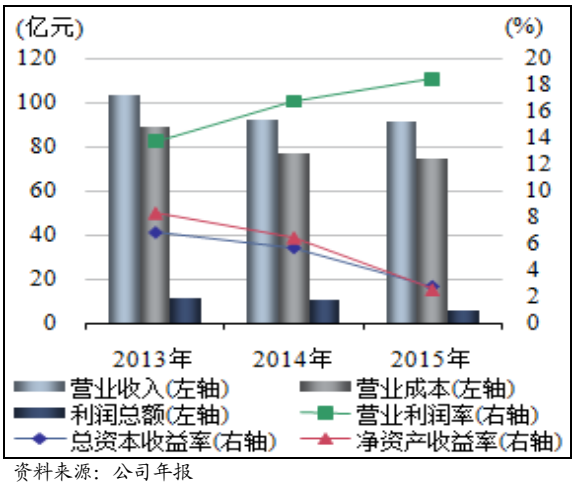
2013～2015 年，公司期间费用快速增长，期间费用占营业收入分别为 10.81%、13.00%和 17.42%，公司费用控制能力有所下降。

2013～2015 年，公司分别实现投资收益 9.05 亿元、10.48 亿元和 20.88 亿元，分别占当年利润总额的 79.49%、99.52%和 352.11%，公司投资收益主要为对广发证券长期股权投资所取得的收益，现金分红三年分别为 1.97 亿元、2.50 亿元和 2.50 亿元。公司盈利水平对投资收益依赖程度高。

2013~2015 年，公司资产减值损失快速增长，2015 年为 6.17 亿元，主要是能源子公司计提存货跌价损失 4.81 亿元以及贸易子公司计提的坏账准备 1.36 亿元所致。

2015 年，公司营业外支出 10.62 亿元，主要因为成大弘晟长期停产改变财务报表编制基础而形成的损失 10.30 亿元。

图 3　2013～2015 年公司盈利能力情况



资料来源：公司年报

从盈利指标来看，2013～2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率不断下降，2015 年分别为 2.72%和 2.54%。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 17.44 亿元，同比增长 11.67%，实现利润总额 3.14 亿元，其中投资收益 4.11 亿元。同期，公司营业利润率为 20.93%，较 2015 年底有所上升。

总体来看，受商品流通业务规模下降的影响，公司营业收入有所下降；公司主要利润来源为广发证券的投资收益，其对公司盈利水平影响较大。整体看，公司主营业务盈利能力偏弱，但受益于投资收益的大幅提升，整体盈利能力较强。

3．现金流及保障

从经营活动看，2013～2015 年，公司经营活动现金流入量保持相对稳定，三年分别为 94.93 亿元、92.29 亿元和 92.17 亿元，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的财政补贴收入。2013～2015 年，由于公司贸易板块规模较大，公司经营活动现金流出三年分别为 91.60 亿元、88.03 亿元和 89.66 亿元；经营活动现金流量净额波动中有所下降，三年分别为 3.33 亿元、4.26 亿元和 2.51 亿元。从收入实现质量来看，2013～2015 年，公司现金收入比呈上升趋势，三年分别为 89.50%、97.82%和 98.80%，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，2013～2015 年，公司投资活动现金流入量分别为 5.86 亿元、6.64 亿元和 5.44 亿元，主要为对广发证券的长期股权投资的投资收益取得的现金。随着公司油页岩项目的持续推进及收购中华保险股权，公司投资活动现金流出规模较大，三年分别为 11.91 亿元、12.64 亿元和 25.05 亿元。公司投资活动现金流量净额表现为净流出，三年分别为-9.13 亿元、-7.24 亿元和-19.60 亿元。

从筹资活动看，2013～2015 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，近三年公司筹资活动现金净流量分别为 5.32 亿元、5.18 亿元和 35.05 亿元。

2016 年 1～3 月，公司经营活动现金流量净额表现为净流出，为-0.15 亿元；公司投资活动现金净流出为-68.46 亿元；筹资活动现金流净额为 52.28 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，公司现金获取能力一般。公司因收购中华保险 19.595%股权导致投资及融资现金流大幅上升，考虑到公司在建工程规模较小，未来资本支出较小。

4．资本及债务结构

2013～2015 年，公司资产总额年均增长 21.96%，主要来源于货币资金、其他应收款和长期股权投资的增长。截至 2015 年底，公司资产总额 266.13 亿元，其中流动资产占 28.85%，非流动资产占 71.15%。

2013～2015 年，公司流动资产波动增长，年均增长 24.85%。截至 2015 年底，公司流动资产 76.78 亿元，流动资产中占比较大的主要为货币资金、应收账款、其他应收款和存货。

2013～2015 年，公司货币资金波快速增长，年均增长 76.86%，截至 2015 年底为 27.56 亿元，主要为银行存款（占 96.92%）。

2013～2015 年，公司应收账款年复合增长 10.40%。截至 2015 年底，公司应收账款 15.55 元，同比增长 13.46%。从账龄看，公司 2015 年列入账龄组合的应收账款中 1 年以内占 76.26%，1～3 年占 23.43%，3 年以上占 0.31%。2015 年底公司对应收账款计提坏账准备 1.27 亿元，计提比例 7.55%，计提充分性一般。从集中度来看，公司前五名欠款单位应收账款合计占公司应收账款总额的 30.48%，集中度较低。其中，应收账款期末前四位分别为东北特殊钢集团有限责任公司、东北特钢集团大连物资贸易有限公司、唐山市春兴特种钢有限公司（以下简称“唐山春兴”）和吉林鑫达钢铁有限公司（以下简称“吉林鑫达”），应收金额分别为 1.96 亿元、1.74 亿元、0.58 亿元和 0.44 亿元，计提比例分别为 11.67%、10.34%、3.46%和 2.62%。考虑到东北特钢集团 2016 年以来已连续 4 只债券实质违约，该两笔应收款未来存在进一步计提的可能。唐山春兴与公司的业务往来正常运行，由于该应收款项形成的账龄较短，相关账款也有相应的抵押物进行担保，因此公司依据会计政策用账龄分析法对其计提了坏账准备 291 万元。吉林鑫达由于经营困难、合同逾期，部分应收款项（包括应收账款和预付账款）账龄已超过 2 年，计提了应收账款和预付账款坏账准备 1.12 亿元，坏账准备计提比例为 59%，其中应收账款计提坏账准备 0.12 亿元。此外，河北卫防生物受山东疫苗非法经营事件影响被吊销药品 GSP 证书，公司已终止与其合作关系，对其应收账款 3501 万元，根据公司公告，截至目前河北卫防生物表示在相关调查处理结束之后，积极偿还所欠公司货款。

2013～2015 年，公司预付款项年复合下降 32.17%，截至 2015 年底，公司预付款项 3.75 亿元，主要由预付购货款和工程款构成。其中吉林鑫达预付账款 1.45 亿元，由于合同逾期，已计提 0.99 亿元；唐山市福斯特商贸有限公司预付账款 0.60 亿元，由于合同逾期，已计提 0.06 亿元。公司部分预付款项未来仍存在坏账风险。

2013～2015 年，公司其他应收款波动增长，年复合增长 74.73%，2015 年为 11.36 亿元，同比增长 826.43%，主要系公司竞购中华保险股权时缴纳的投资保证金。

2013～2015 年，公司存货规模年复合下降 7.12%，截至 2015 年底，公司存货账面账面价值 9.39 亿元，其中库存商品占 80.62%、原材料占 4.79%、半成品占 2.24%、发出商品占 8.63%、在产品占 1.28%、其他占 2.44%。2015 年，公司库存商品主要是零售药品、疫苗制品及页岩油，对存货计提跌价准备 3.39 亿元，计提比例为 26.53%，主要是本期页岩油库存商品计提跌价准备所致。

2013～2015 年，公司其他流动资产波动增长，年复合增长 168.75%，2015 年为 8.09 亿元，同比增长 694.34%，主要系新增银行理财产品 6.71 亿元。

2013～2015 年，公司非流动资产总额年均复合增长 20.85%，主要系长期股权投资增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产 189.35 亿元，主要由长期股权投资（占 67.24%）、固定资产（占 19.06%）构成。

2013～2015 年，公司长期股权投资年复合增长 29.75%，截至 2015 年底为 127.33 亿元，同比增长 49.67%，其中公司对广发证券的投资采用权益法核算，2015 年底账面余额为 126.81 亿元，占 99.59%。2015 年底长期股权投资较较上年大幅增长，主要系按照股权比例确认的联营企业广发证券的本期权益增加所致。

2013～2015 年，公司固定资产波动增长，年复合增长 20.29%。截至 2015 年底，公司固定资产 36.09 亿元，同比下降 23.75%，主要系公司对子公司成大弘晟计提减值约 11 亿元，并将剩余资产价值 8.16 亿元移至其他非流动资产科目所致。固定资产账面价值中，房屋及建筑物占 63.20%，机器设备占 35.08%。公司累计折旧合 6.10 亿元，计提固定资产减值准备 47.27 万元。

2013~2015 年，公司在建工程快速下降，年复合下降 76.36%。截至 2015 年底，公司在建工程 0.98 亿元，同比下降 84.08%，主要由于新疆宝明矿业有限公司油页岩综合开发利用一期项目转固 5.45 亿元所致。

2013～2015 年，公司无形资产年复合增长 44.90%，截至 2015 年底，公司无形资产 10.09 亿元，同比下降 15.96%，主要是成大弘晟非持续经营，改变报表列报方式，其所有资产项目 2015 年合并列报在其他非流动资产科目中。无形资产主要由土地使用权（占 20.32%）、采矿权（占 69.77%）及勘探开发成本（占 7.93%）等构成，累计摊销合计 1.49 亿元。

2013～2015 年，公司其他非流动资产快速增长。截至 2015 年底，公司其他非流动资产 8.90 亿元，同比增长 277.53%，主要是新增子公司成大弘晟的全部资产 8.16 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 319.13 元，较 2015 年底增长 19.92%，其中流动资产占 14.32%，非流动资产占 85.68%。流动资产中货币资金大幅下降至 10.97 亿元，主要是公司参与购买中华保险 19.595%股权所致；非流动资产中长期股权投资大幅增加至 211.91 亿元，主要是公司按照股权比例确认的联营企业广发证券和中华保险的权益所致。

总体来看，公司流动资产中货币资金、应收账款及存货占比较高，部分应收账款和预付款项存在坏账风险；非流动资产以对广发证券和中华保险的长期股权投资及固定资产为主，固定资产中油页岩项目占比较高，受国际油价暴跌影响，公司油页岩项目存在继续减值风险。整体看，公司资产质量尚可。

所有者权益

2013～2015 年，公司所有者权益年复合增长 25.59%。截至 2015 年底，公司所有者权益 186.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益 174.33 亿元。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 8.78%，资本公积占 35.24%，盈余公积占 4.73%，未分配利润占 48.98%。其中实收资本增加是由于 2015 年 3 月公司非公开发行 10000 万股股票所致；资本公积大幅增加主要是公司非公开发行股票产生的股本溢价及因联营企业广发证券增发而享有的权益变动所致。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 190.39 亿元，较 2015 年底增长 1.89%，主要是未分配利润增长所致。权益结构较 2015 年底变动不大。

总体看，公司所有者权益大幅提升，增发后资本结构有所改善，但公司未分配利润占比仍较高，权益稳定性一般。

负债

2013～2015 年，公司负债波动增长。截至 2015 年底，公司负债 79.26 亿元，同比增长

47.01%，主要系流动负债快速增长所致。流动负债中，短期借款和其他流动负债增长较快。负债构成方面，流动负债占 79.35%；非流动负债占 20.65%。

2013～2015 年，公司流动负债波动增长，年复合增长 26.48%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 62.89 亿元，同比增长 148.12%。

2013～2015 年，公司短期借款波动增长，年复合增长 65.28%。截至 2015 年底，公司短期借款 16.40 亿元，其中质押借款占 20.98%，抵押借款占 76.22%，保证借款占 2.80%。

2013~2015 年，公司应付账款有所下降，年复合下降 4.12%。截至 2015 年底，公司应付账款 9.77 亿元，主要为应付贸易货款。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 10.10 亿元，同比增长 2111.23%，主要系公司 2013 年发行的两期中期票据（合计 10 亿元）将于一年内到期重划分至该科目所致。

2013~2015 年，公司其他流动负债波动增长，年复合增长 44.10%。截至 2015 年底，公司其他流动负债为 21.00 亿元，同比增长 500.00%，其他流动负债主要为公司发行的超短期融资券。

2013～2015 年，公司非流动负债波动中有所下降，截至 2015 年底为 16.37 亿元，主要是长期借款、应付债券下降所致。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 128.74 亿元，较 2015 年底增长 62.42%，流动负债增长主要系公司收购中华联合保险股份，短期借款大幅增加所致。

有息债务方面，2013～2015 年，公司债务总额波动增长，年复合增长 29.26%，主要系收购中华保险股权增加了融资需求。截至 2015 年底，公司全部债务为 60.03 亿元，其中短期债务占 83.34%，长期债务占 16.66%。

债务指标方面，2013~2015 年，公司资产负债率和长期债务资本化比率波动下降，全部债务资本化比率波动增长，近三年平均值分别为 29.62%、8.63%和 22.34%，2015 年底分别为 29.78%、5.08%和 24.32%。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务规模增加至 110.84 亿元，较上年底增长 84.62%，主要由于公司短期借款大幅增长所致。受此影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别升至 40.34%及 36.80%，长期债务资本化比率变动较小，为 4.99%。

总体来看，收购中华保险股权增加了公司的融资需求，短期债务快速增长，如果增发未通过，将存在一定短期偿债压力；但公司整体负债水平仍较低，资本结构较合理，财务弹性良好。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013～2015 年，公司流动比率波动较大，速动比率波动增长，三年平均值分别为 141.95%和 114.48%，2015 年分别为 122.08%和 107.15%。近三年，公司经营现金流动负债比分别为 8.47%、16.81%和 3.99%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 40.44%和 33.16%。受公司 2016 年一季度短期债务大幅增长影响，如果增发未通过，公司面临将一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2013～2015 年，受利润总额波动影响，公司 EBITDA 波动增长，分别为 14.37 亿元、13.74 亿元和 12.31 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 9.82 倍、5.89 倍和 2.76 倍；全部债务/EBITDA 分别为 2.50 倍、2.45 倍和 4.88 倍。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信 100 亿元，未使用 25.28 亿元，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。

6. 存续期内债券偿还能力

截至2016年3月底，公司存续期内中期票据为“13辽成大MTN002”和“14辽成大MTN001”，共发行13亿元。

“13辽成大MTN002”发行总额3亿元，于2016年到期偿还。2015年，公司经营活动产生的现金流入量为92.17亿元，为“13辽成大MTN002”本金的30.72倍；经营活动净现金流为“13辽成大MTN002”本金的0.84倍；现金类资产27.80亿元，为“13辽成大MTN002”本金的9.27倍。

“14辽成大MTN001”发行总额10亿元，于2017年到期偿还。2015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9.22倍、0.25倍和1.23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。

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 2016 年 5 月 23 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 笔为贸易融资，主要系银行系统错误所致，公司方面已出具相关说明；公司无欠息信息。

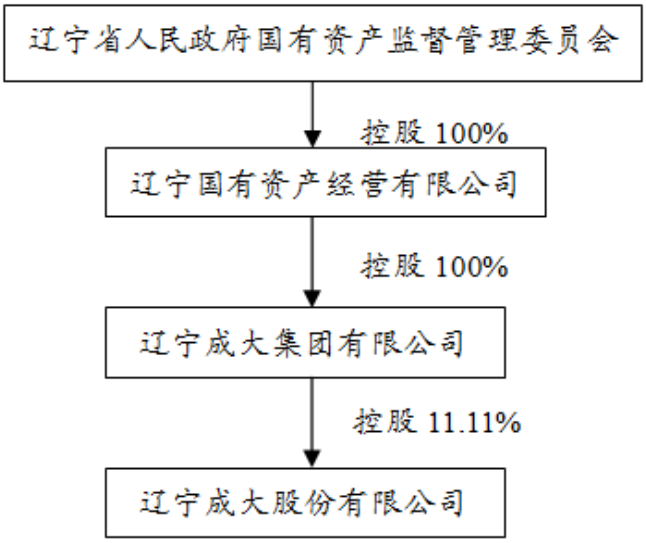
8. 抗风险能力

公司作为一家集生物制药、商贸流通、金融服务、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。

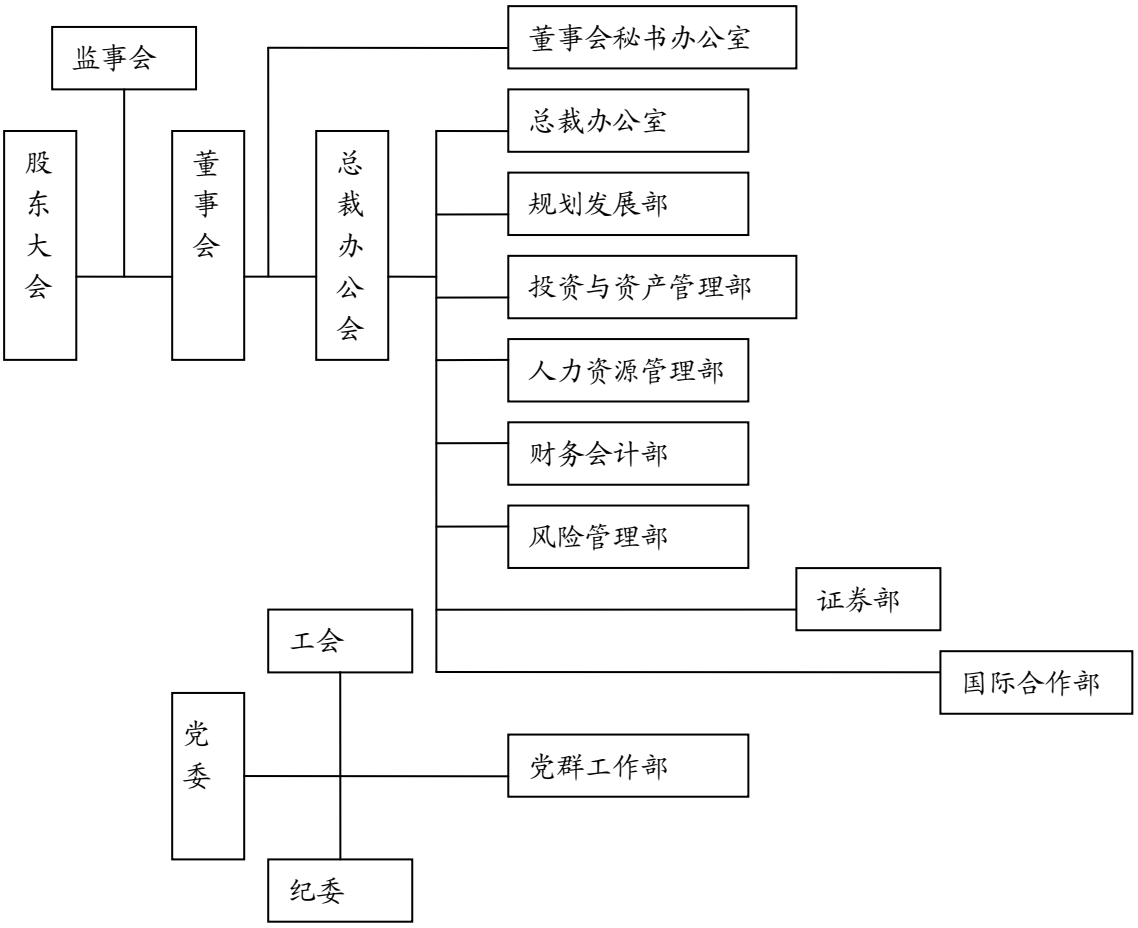
九、结论

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 MTN002”和“14 辽成大 MTN001”AA 的信用等级。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.62	11.04	28.64	12.05
资产总额(亿元)	178.91	202.81	266.13	319.13
所有者权益(亿元)	118.48	148.90	186.87	190.39
短期债务(亿元)	22.93	9.96	50.03	100.84
长期债务(亿元)	13.00	23.66	10.00	10.00
全部债务(亿元)	35.93	33.61	60.03	110.84
营业收入(亿元)	103.34	92.39	91.40	17.44
利润总额(亿元)	11.39	10.53	5.93	3.14
EBITDA(亿元)	14.37	13.74	12.31	--
经营性净现金流(亿元)	3.33	4.26	2.51	-0.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.24	5.97	6.05	--
存货周转次数(次)	8.07	7.31	7.63	--
总资产周转次数(次)	0.61	0.48	0.39	--
现金收入比(%)	89.50	97.82	98.80	96.22
营业利润率(%)	13.73	16.79	18.48	20.93
总资本收益率(%)	6.87	5.70	2.72	--
净资产收益率(%)	8.35	6.48	2.54	--
长期债务资本化比率(%)	9.89	13.71	5.08	4.99
全部债务资本化比率(%)	23.27	18.42	24.32	36.80
资产负债率(%)	33.78	26.58	29.78	40.34
流动比率(%)	125.28	178.48	122.08	40.44
速动比率(%)	97.60	138.70	107.15	33.16
经营现金流动负债比(%)	8.47	16.81	3.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.82	5.89	2.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.50	2.45	4.88	--

注：1. 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. 2016 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	（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　中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。