

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2018]019 号

辽宁成大股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“辽宁成大股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年一月十五日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2018]019 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对辽宁成大股份有限公司和其拟发行的“辽宁成大股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，确定辽宁成大股份有限公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，债券信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年一月十五日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与辽宁成大股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、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。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 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，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受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。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 辽宁成大股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 1 月 15 日



辽宁成大股份有限公司

2018年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2018】019号

评级结果

主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA+

债券概况

注册金额：20 亿元
本期债券发行金额：基础发行规模 3 亿元，可超额配售不超过 3 亿元
本期债券期限：5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途：拟用于偿还公司债务和补充公司营运资金

评级时间

2018 年 1 月 15 日

评级小组负责人

高阳 

评级小组成员

李佳昕 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”或“公司”）经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为公司业务涵盖生物制药、医药连锁、国内贸易、进出口贸易等多个领域，近年来营业收入保持较大规模，毛利润和毛利率逐年增长，具有很强的综合实力；公司疫苗生产规模居于国内前列，生产技术水平先进、产品质量优良，在人用狂犬病疫苗领域具有很强的市场地位；公司在药品连锁零售和批发经营领域具备较高的知名度和品牌影响力，为东北区域医药连锁领域龙头地位；公司拥有较为丰富的进出口贸易经验，近年在传统针织品进出口贸易基础上，与 ZARA、优衣库等快消类品牌合作发展 ODM 业务，带动以针织品为主的贸易规模逐年增长，盈利性较好；公司对广发证券股份有限公司和中华联合保险控股股份有限公司的投资收益对公司利润形成重要补充。

同时，东方金诚也关注到钢铁、煤炭等大宗商品价格周期性波动将对公司贸易业务经营稳定性造成一定的影响；受国际原油价格处于相对低位影响，公司能源开发业务处于亏损状态；近年来公司债务规模增长，债务结构以短期有息债务为主；公司利润总额中投资收益占比高。

东方金诚评定辽宁成大主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，本期债券到期不能偿还的风险很低。

评级结果

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA+

债券概况

注册金额: 20 亿元

本期债券发行金额: 基础发行规模 3 亿元, 可超额配售不超过 3 亿元

本期债券期限: 5 年, 附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途: 拟用于偿还公司债务和补充公司营运资金

评级时间

2018 年 1 月 15 日

评级小组负责人

高阳

高阳

评级小组成员

李佳昕

李佳昕

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

主要数据和指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
资产总额 (亿元)	202.81	266.13	332.52	350.63
所有者权益 (亿元)	148.90	186.87	200.04	213.72
全部债务 (亿元)	33.61	60.03	107.58	112.27
营业收入 (亿元)	92.39	91.40	87.50	97.98
利润总额 (亿元)	10.53	5.93	12.20	13.72
EBITDA (亿元)	13.74	12.31	20.64	-
营业利润率 (%)	16.79	18.48	20.42	15.53
净资产收益率 (%)	6.48	2.54	5.35	-
资产负债率 (%)	26.58	29.78	39.84	39.05
全部债务资本化比率 (%)	18.42	24.32	34.97	34.44
流动比率 (%)	178.48	122.08	48.53	57.64
全部债务/EBITDA (倍)	2.45	4.88	5.21	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.48	6.21	4.06	-
EBITDA/本期发行额度 (倍)	0.69	0.62	1.03	-

注: 表中数据来源于公司 2014 年~2016 年经审计的合并财务报告以及 2017 年 1~9 月未经审计的合并财务报表; 本期发行额度按 20 亿元计算。

优势

- 公司业务涵盖生物制药、医药连锁、国内贸易、进出口贸易等多个领域, 近年来营业收入保持较大规模, 毛利润和毛利率逐年增长, 具有很强的综合实力;
- 公司疫苗生产规模居于国内前列, 生产技术水平先进、产品质量优良, 在人用狂犬病疫苗领域具很强的市场地位;
- 公司在药品连锁零售和批发经营领域具备较高的知名度和品牌影响力, 为东北区域医药连锁领域龙头地位;
- 公司拥有较为丰富的进出口贸易经验, 近年在传统针织品进出口贸易基础上, 与 ZARA、优衣库等快消类品牌合作发展 ODM 业务, 带动以针织品为主的贸易规模逐年增长, 盈利性较好;
- 公司对广发证券股份有限公司和中华联合保险控股股份有限公司的投资收益对公司利润形成重要补充。

关注

- 钢铁、煤炭等大宗商品价格周期性波动将对公司贸易业务经营稳定性造成一定的影响;
- 受国际原油价格处于相对低位影响, 公司能源开发业务处于亏损状态;
- 近年来公司债务规模增长, 债务结构以短期有息债务为主;
- 公司利润总额中投资收益占比高。

主体概况

辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”或“公司”）是上海证券交易所主板上市公司（股票代码：600739），主要从事商品流通、进出口贸易和生物制药等业务。截至 2017 年 9 月末，辽宁成大集团有限公司（以下简称“成大集团”）持有公司 11.11% 股权，为公司控股股东，实际控制人为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”）。

辽宁成大前身为辽宁省针棉毛织品进出口公司，成立于 1991 年 3 月。1993 年 6 月，经辽宁省经济体制改革委员会批准，由辽宁省针棉毛织品进出口公司、辽宁对外贸易（集团）公司和辽宁省丝绸进出口公司联合发起，在辽宁省针棉毛织品进出口公司的基础上吸收其他法人和内部职工入股定向募集 5000 万元设立辽宁成大（集团）股份有限公司，并于 1993 年 9 月 2 日在辽宁省工商行政管理局登记注册，注册资本 5000 万元。1995 年 1 月 1 日更名为“辽宁成大股份有限公司”。公司于 1996 年 8 月在上海证券交易所挂牌上市。1999 年 2 月，辽宁省国资委将其持有的国家股转由成大集团持有，股权性质不变，成大集团占 11.11% 股权，成为第一大股东。截至 2017 年 9 月末，公司总股本为 15.30 亿元，成大集团持有 11.11% 股权、为公司控股股东¹，是辽宁省国有资产经营有限公司下属全资子公司，公司实际控制人为辽宁省国资委。公司股权结构详情见附件一。

公司于 1999 年 4 月参股广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”），广发证券于 2010 年 2 月 12 日在深圳证券交易所借壳上市，并于 2015 年 4 月 10 日在香港联交所上市。截至 2017 年 9 月末，公司持有广发证券 16.35% 股权，为广发证券第二大股东，持有 12.46 亿股股权。

公司于 2015 年 12 月 30 日以现金 82.66 亿元成功竞得中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华控股”）19.595% 股权，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，公司完成对中华控股股权收购。截至 2017 年 9 月末，公司持有中华控股 19.595% 股权，为中华控股第二大股东，持有 30.00 亿股股权。

截至 2017 年 9 月末，公司（合并）资产总额 350.63 亿元，所有者权益 213.72 亿元，资产负债率 39.05%；纳入合并范围的控股子公司为 11 家。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 97.98 亿元，利润总额 13.72 亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

公司拟于上海证券交易所公开发行总额不超过 20 亿元的 2018 年公司债券，采用分期方式发行。本期为第一期，基础发行规模 3 亿元，可超额配售不超过 3 亿元。本期债券期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，面值 100 元，平价发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付

¹成大集团在公司董事会 5 名董事中占有 2 名董事席位。

息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司债务和补充公司营运资金。

宏观经济和政策环境

2017 年前三季度，宏观经济增长韧性较强，结构调整持续推进

2017 年前三季度，宏观经济增长表现出较强韧性。据初步核算，前三季度，国内生产总值 593288 亿元，同比增长 6.9%，增速与上半年持平，较上年同期加快 0.2 个百分点。其中，三季度国内生产总值同比增长 6.8%，增速较上半年下降 0.1 个百分点，但较去年同期提高 0.1 个百分点，已连续 9 个季度运行在 6.7%~6.9% 的中高速增长区间。今年以来，在房地产调控、金融去杠杆持续实施背景下，宏观经济增速展现了较强的抗压能力。

工业生产运行平稳。前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 6.7%，增速较上半年下降 0.2 个百分点，较上年同期加快 0.7 个百分点。前三季度，工业出口整体改善，大宗商品价格上扬，工业企业利润好转，有效带动工业产值增长。受恶劣天气、削减低效产能、环保限产等非经济因素拖累，三季度工业增加值增速有所放缓。

固定资产投资稳中趋稳。前三季度，全国固定资产投资同比增长 7.5%，低于上半年的 8.6% 和去年同期的 8.2%。其中，基建投资同比增长 15.9%，不及上半年的 16.9% 和去年同期的 17.9%，或与经济企稳向好背景下，政府稳增长压力淡出有关；房地产投资同比增长 8.1%，高于去年同期的 5.8%，主要受去库存效果显现、土地购置高位运行支撑；制造业投资同比增长 4.2%，增速较去年同期提高 1.1 个百分点。但受上游价格上涨挤压中下游利润空间、去产能及环保限产等因素影响，三季度制造业投资低迷，同比仅增长 1.9%。

消费表现稳健，物价走势温和。前三季度，社会消费品零售总额同比增长 10.4%，较上半年和去年同期持平。前三季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长 9.1%，较上年同期有所加快，为消费增长提供了基础性支撑。三季度，社会消费品零售总额增速较上半年略有下滑，同比增长 10.3%，主因地产相关消费走弱。三季度末，消费对宏观经济贡献率达到 64.5%，较上半年提升 0.9 个百分点。前三季度，CPI 同比上涨 1.5%，涨幅较去年同期回落 0.5 个百分点，处于温和水平；PPI 同比上涨 6.5%，去年同期为 -2.9%，上游去产能带动大宗商品价格显著上涨。

净出口对经济增长实现正向拉动。前三季度，我国出口同比增长 12.4%，进口同比增长 22.3%，净出口拉动经济增长 0.2 个百分点，成为经济增速高于去年同期的主要原因。

东方金诚预计，四季度经济增速将小幅放缓至 6.7%，主要原因是在消费增速保持稳定的背景下，投资、出口和工业生产增速或将进一步下滑；全年 GDP 增速将为 6.8%，较上年上升 0.1 个百分点。在经济增长动力持续切换的同时，宏

观经济增速保持在中高速增长区间。

政策环境

货币政策维持稳健中性，金融监管进一步深化，M2 增速回落，社融“回表”趋势明显

2017 年前三季度，央行货币政策保持了稳健中性的基调。央行以“维持流动性基本稳定”为中心开展操作，通过灵活运用多种公开市场工具“削峰填谷”，保持市场资金面“不松不紧”。与此同时，监管层在金融领域持续推进去杠杆、强监管、防风险措施，监管政策密集落地，各地房地产调控政策进一步升级，着力防范系统性风险。

货币供应量增速回落，社融“回表”趋势明显。9 月末，M2 同比增长 9.2%，增速较 6 月末和上年同期末分别低 0.2 个百分点和 2.3 个百分点；M1 同比增长 14.0%，增速较 6 月末和上年同期末分别低 1.0 个百分点和 10.7 个百分点。前三季度，社会融资规模增量为 156700 亿元，同比增加 22037 亿元。其中，表外融资增量虽高于去年同期，但自二季度起，受金融强监管影响，委托贷款和未贴现银行承兑汇票总体呈现负增长。前三季度，债券融资因债市调整和利率抬高累计增量仅为 1583 亿元，远低于上年同期的 26060 亿元。前三季度，新增贷款维持坚挺，累计增量为 111600 亿元，同比增加 10000 亿元，反映强监管背景下融资结构由表外回归表内，以及实体经济融资需求较强。前三季度，新增居民短期贷款同比增长 191.6%，资金借道消费流向房地产市场迹象较为明显。

东方金诚认为，四季度央行将维持稳健中性的货币政策基调，保持货币信贷适度合理增长和流动性基本稳定；央行在 9 月 30 日发布定向降准通知，主要体现在对资金投放的结构性调整，并不代表货币政策发生方向性变化。

经济回暖带动财政收入高涨，财政支出进度加快，财政支出增速前高后低

受经济回暖、价格上涨及企业效益改善等因素带动，前三季度，全国一般公共预算收入为 134129 亿元，同比增长 9.7%，增速较上年同期上升 3.8 个百分点。同时，前三季度，全国一般公共预算支出为 151873 亿元，同比增长 11.4%，增速较上年同期下滑 1.1 个百分点。今年以来，财政支出进度明显加快，财政支出增速呈现前高后低态势——由于前期相关资金已提前拨付，加之财政稳增长压力淡出，三季度财政支出增速逐月回落。前三季度，财政收支相抵，实现财政赤字 17744 亿元，相当于年初预算财政赤字规模的 74.6%。

东方金诚预计，受宏观经济韧性较强支撑的影响，四季度财政收入将维持较快增长，同时财政支出力度料将有所加大。总体上看，在今年宏观经济回暖向好背景下，年内财政运行将继续呈现压力减缓、结构优化特征。

行业及区域经济环境

公司近年来收入主要来源于进出口贸易业务、医药连锁业务和生物制药中的疫苗业务，所属行业为贸易行业、疫苗行业和医药流通行业。

贸易行业

我国国内贸易总量近年保持增长但增速放缓，进出口贸易呈下降态势，2017年以来，进出口贸易有所复苏

近年来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头，但增速逐年放缓。根据国家统计局数据，2010年~2016年，中国社会消费品零售总额从15.70亿元增长至33.23万亿元，增长速度从18.40%降至10.40%。按经营地统计，2016年，城镇消费品零售额28.58万亿元，同比增长10.40%；乡村消费品零售额4.65万亿元，同比增长10.90%。按消费类型统计，商品零售额29.65万亿元，同比增长10.40%。2017年1~9月，国内社会消费品零售总额26.32万亿元，同比增长10.40%。

图1：2010年~2016年及2017年1~9月社会消费品零售总额情况



资料来源：公开数据，东方金诚整理

2015年以来，全国进出口贸易总额呈下降趋势。2016年，全国进出口总额3.69万亿美元，同比下降6.77%，降幅收窄1.33个百分点；其中出口总额2.10万亿美元，同比下降7.73%，进口总额1.59万亿美元，同比下降5.46%。2017年1~9月，全国进出口贸易总额2.97万亿美元，同比增长11.70%，其中出口总额1.63万亿美元，同比增长7.60%，进口总额1.34万亿美元，同比增长17.20%。进出口贸易有所复苏。

图2：2010年~2016年及2017年1~9月全国进出口总额情况



资料来源：公开数据，东方金诚整理

钢铁、煤炭等大宗商品价格周期性波动将对贸易企业业务经营稳定性造成一定的影响

钢铁、煤炭等大宗商品价格周期性波动将对贸易企业业务经营稳定性造成一定的影响。近年来贸易行业上市企业营业收入逐年下降，2016 年受大宗商品价格回升影响，贸易行业上市企业盈利能力有所改善。2016 年，贸易行业上市企业营业收入总额 3611.17 亿元，同比下降 8.71%；利润总额 101.17 亿元，扭亏为盈，主要是大宗商品价格增长所致，平均毛利率 13.07%，同比上升 2.95 个百分点。

图 3：2012 年~2016 年贸易行业上市企业收入及利润情况



资料来源：公开数据，东方金诚整理

疫苗行业

近年来我国疫苗行业增速保持在 8%以上，未来发展空间大

我国疫苗行业市场规模由 2005 年的 65 亿增长至 2015 年的 245 亿，2006~2015 这十年的年复合增速接近 13%，近几年由于一类疫苗市场增速放缓，行业整体增速有所下降，但仍保持在 8%以上，2020 年疫苗整体市场规模有望突破 500 亿元。我国疫苗细分为一类疫苗和二类疫苗，一类疫苗为免费接种，费用由政府承担，毛利率水平较低；二类疫苗为自愿接种，费用由受种者承担费用，疫苗企业自主定价，二类疫苗毛利率水平较高。随着 2016 年二胎政策的全面放开，第四次婴儿潮将会提升一类疫苗的需求，预计今后 5 年我国将迎来第四次婴儿潮，未来每年新生儿的数量将达到 1900 万，因而带来一类疫苗销售额预计超过 35 亿元。

2016 年 3 月，山东爆发非法疫苗案，即二类疫苗（含 25 种儿童、成人用二类疫苗）未经严格冷链存储运输销往 24 个省、80 个县市。该事件造成 2016 年二、三季度接种疫苗人数大幅度减少。2016 年 4 月，国务院修订了《疫苗流通和预防接种管理条例》，取消了商业公司参与疫苗经营的资格，规定疫苗生产企业只能将产品销售给区县级疾病预防控制中心，同时要求生产企业做到疫苗产品的全称冷链配送和全程可追溯，对疫苗厂商的配送能力、服务能力提出更高要求，导致疫苗厂商主动减产。根据中检院统计，2016 年我国疫苗批签发总量为 7.18 亿份，较 2015 年下降 7.63%，其中二类疫苗批签发量较 2015 年减少 33.4%。2017

年2月7日，国务院办公厅印发《关于进一步加强疫苗流通和预防接种管理工作的意见》，意见提出将健全国家免疫规划疫苗调整机制，促进疫苗质量提升和接种安全，并加强疫苗流通全过程管理。2017年1~9月，疫苗总批签发量为5.43亿份，疫苗行业受山东疫苗事件影响正逐步减小。

狂犬疫苗为刚性需求，市场容量处于相对稳定的状态，市场集中度较高，灭活乙脑疫苗也将成为市场主要品种

狂犬病发病死亡人数近年来大幅度下降，由2010年的2014人，下降至2014年的854人，2016年进一步下降为592人，整体发病率下行的同时宠物疫苗覆盖率上升。狂犬病一旦发病，致死率为100%，由于狂犬病高致死率，人们在被动动物咬伤之名，接种狂犬疫苗比例很高，狂犬疫苗一定程度上是刚性需求。2012~2015年，我国人用狂犬疫苗市场总容量大约1300万人份，对应市场规模为16~20亿元左右，未来年增速不超过10%，市场容量处于相对稳定的状态。国内人用狂犬疫苗行业主要企业包括诺华、赛诺菲-巴斯德，以及辽宁成大生物股份有限公司、宁波荣安生物药业有限公司、长春长生生物科技股份有限公司、广州诺诚生物制品股份有限公司等10家国内企业。

乙脑疫苗分为减毒活疫苗和灭活疫苗，减毒活疫苗是一类疫苗，为国家预防乙脑的主导型疫苗，但安全性上不如灭活疫苗；灭活疫苗为二类疫苗，即市场主导的新型疫苗，安全性更好。减毒活疫苗年批签发量3500~4000万只，灭活疫苗年批签发量500万只左右。未来几年，随着乙脑疫苗升级换代，灭活疫苗将逐步成为市场的主要品种。灭活乙脑疫苗由辽宁成大生物股份有限公司和北京天坛生物制品股份有限公司垄断。

医药流通行业

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稳步增长，但利润空间有所缩减

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，但增速趋于放缓。根据商务部统计数据显示，2014年和2015年国内七大类医药商品²销售总额分别为15021亿元和16613亿元，同比增长15.20%和10.20%，增速分别较同期下降了1.5个百分点和5个百分点。2016年上半年，全国七大类医药商品销售总额（含税值）9273亿元，扣除不可比因素比上年同期增长12.0%，增幅回落0.4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2015年11月末，全国共有《药品经营许可证》持证企业466546家，其中法人批发企业11959家、非法人批发企业1549家；零售连锁企业4981家，零售连锁企业门店204895家；零售单体药店243162家。

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继续缩减，企业盈利增速有所下降。2014年和2015年，我国医药流通行业分别实现主营业务收入11321亿元和12625亿元，同比增长15.40%和10.90%；

² 七大类医药商品主要是指药品、医疗器械、化学试剂、玻璃仪器、中成药、中药材及其他类。

利润总额 247 亿元和 283 亿元，同比分别增长 14.80%和 10.60%；2016 年上半年，我国医药流通行业实现主营业务收入 6515 亿元，同比增长 12.5%，增幅回落 0.3 个百分点；实现利润总额 111 亿元，同比增长 11.5%，与上年基本持平。

2016 年 4 月 26 日，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》明确，综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。

业务运营

经营概况

公司业务涵盖生物制药、医药连锁、国内贸易、进出口贸易等多个领域，近年来营业收入保持较大规模，毛利润和毛利率逐年增长，具有很强的综合实力

公司收入和利润主要来源于国内商品流通、进出口贸易和生物制药等业务，其中生物制药业务的毛利润规模最大。公司商品流通业务包括医药连锁业务和国内贸易业务。

2014 年~2016 年，公司营业收入保持一定规模，分别为 92.39 亿元、91.40 亿元和 87.50 亿元。从收入结构来看，国内商品流通为公司主要收入来源，占比在 60%以上；2016 年受大宗商品贸易额下降影响，公司商品流通业务收入同比下降 17.57%。2016 年，公司进出口贸易业务收入 20.03 亿元，占总营业收入 22.90%；生物制药业务收入 10.30 亿元，占总营业收入 11.77%。

表 1：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
生物制药	9.37	10.14	9.43	10.32	10.30	11.77	9.97	10.18
商品流通	68.65	74.31	68.13	74.55	56.16	64.19	75.18	76.73
进出口贸易	11.40	12.34	12.36	13.53	20.03	22.90	11.93	12.17
能源开发	2.22	2.40	1.16	1.27	0.52	0.60	0.60	0.62
其他 ³	0.75	0.81	0.31	0.34	0.48	0.66	0.30	0.31
合计	92.39	100.00	91.40	100.00	87.50	100.00	97.98	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2014 年~2016 年，公司毛利润保持增长，分别为 15.74 亿元、17.15 亿元和 18.28 亿元。毛利润主要来自商品流通和生物制药，2016 年该两项业务毛利润占比分别为 39.72%和 48.25%。同期，公司综合毛利率保持稳定增长，分别为 17.04%、18.76%和 20.89%，其中 2016 年毛利率同比增长 2.13 个百分点，主要系毛利率较低的大宗商品贸易收入占比下降而毛利率很高的生物制药收入占比

³ 其他业务包括医药连锁加盟费、仓库租赁费等。

提升所致。

表 2：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司毛利润及毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
生物制药	7.83	83.60	8.02	85.03	8.82	85.63	8.70	87.26
商品流通	6.82	9.94	7.36	10.80	7.26	12.93	5.86	7.79
进出口贸易	1.49	13.06	1.65	13.36	1.86	9.31	0.97	8.10
能源开发	-0.48	-21.51	-0.08	-7.02	0.02	3.74	-0.03	-4.37
其他	0.07	9.44	0.20	63.83	0.32	65.65	0.06	18.44
合计	15.74	17.04	17.15	18.76	18.28	20.89	15.56	15.88

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年 1~9 月，受钢铁等大宗商品市场回暖以及国内贸易额增加影响，公司实现营业收入 97.98 亿元，同比增长 61.24%，毛利润为 15.56 亿元，综合毛利率为 15.88%，主要由于毛利率较低的国内贸易收入增长所致。

表 3：2016 年公司核心子公司情况

单位：亿元、%

子公司名称	资产总额	净资产总额	资产负债率	营业收入	净利润
辽宁成大国际贸易有限公司	3.12	0.89	71.37	10.10	0.20
辽宁成大贸易发展有限公司	11.28	1.29	88.59	26.95	0.06
辽宁成大钢铁贸易有限公司	10.42	1.00	90.40	8.73	-2.63
成大方圆医药连锁投资有限公司	13.41	6.30	53.01	30.74	0.56
辽宁成大生物股份有限公司	25.36	23.40	7.75	10.30	4.57
新疆宝明矿业有限公司	36.64	4.88	86.68	0.52	-1.42
吉林成大弘晟能源有限公司	7.08	-0.07	-	-	-1.76

资料来源：公司提供，东方金诚整理

生物制药业务

公司生物制药业务由子公司辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）运营，经营产品为成大速达人用狂犬病疫苗和成大利宝乙脑疫苗，其中成大速达人用狂犬病疫苗占生物制药营业收入 90%以上。截至 2017 年 9 月末，子公司成大生物注册资本为 37480 万元，公司持有成大生物 60.54%股权。

公司疫苗生产规模居于国内前列，生产技术水平先进、产品质量优良，在人用狂犬病疫苗领域具很强的市场地位

公司生物制药业务主要产品为成大速达人用狂犬病疫苗和成大利宝乙脑疫苗，均已获得国家 GMP 证书，并准许生产销售，产品的生产技术水平和质量均已达到国际先进水平。截至本报告出具日，公司是国内唯一被批准使用“2-1-1 免疫程序”的企业，即当天接种 2 剂，第 7 和第 21 天肌肉内各注射 1 剂量，患者只需要接种 3 次，接种周期缩短 7 天，迅速产生抗体，具有免疫保护更早、工作量

少等特点，使接种者免疫效果好、不良反应发生率低，疫苗产品质量好。

从产能规模来看，截至 2017 年 9 月末，公司拥有人用狂犬病疫苗产能 1200 万人份（5 只为 1 人份）和乙脑疫苗 200 万人份，是国内最大的人用狂犬病疫苗生产企业，市场占有率保持在 50%左右，在人用狂犬疫苗位于第一位，并在泰国、印度等超过 20 多个国家销售，是全球生产量最多、使用范围最广的人用狂犬病疫苗。

公司重视疫苗研发，研发投入较高，在研疫苗项目较种类丰富，获得多项专利，技术水平先进。公司拥有核心技术“生物反应器规模化制备疫苗的工艺平台技术”，该技术包括细胞培养、病毒连续收获、病毒液浓缩、病毒液灭活、纯化等一系列具体工艺技术，利用该技术生产的疫苗具有高效价、低杂质的特点。2014~2016 年，公司生物制药板块研发投入分别为 5604 万元、5076 万元和 5864 万元，占生物制药板块营业收入比重分别为 5.98%、5.41%和 5.73%。截至 2016 年末，公司拥有 70 人研发团队，拥有 52 项专利授权，其中 2016 年公司共申报专利 52 项，获得专利授权 24 项。

截至 2017 年 9 月末，公司在研疫苗项目为 12 项，具体包括流感疫苗（Vero 细胞）、二倍体甲肝、三菌疫苗、双价出血热疫苗、二倍体狂犬、兽苗研发组、疫苗工艺研发、肺炎疫苗、水痘疫苗、流脑疫苗、Hib 疫苗和新型生物免疫佐剂。在研疫苗项目较多，将丰富公司疫苗品种，产品不断多元化。

受益于主要产品人用狂犬病疫苗销量稳定及销售价格的逐年增长，带动公司生物制药业务销售收入和毛利润逐年增长，毛利率保持很高水平

公司疫苗业务以国内销售为主，2016 年国外销售占比仅 3%左右。销售渠道方面，根据 2016 年 4 月国务院修订的《疫苗流通和预防接种管理条例》，公司主要销售给直销给区县级疾病预防控制中心。

2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司人用狂犬疫苗产量分别为 815.08 万人份、763.04 万人份、330.67 万人份和 676.00 万人份；乙脑疫苗产量分别为 154.93 万人份、407.70 万人份、267.55 万人份和 68.00 万人份。受山东疫苗事件影响，二类疫苗的批签发量有所下降，为消化库存，2016 年公司人用狂犬病疫苗产量较 2015 年下降 56.66%，乙脑疫苗产量同比下降 34.38%。

近年来，公司人用狂犬病疫苗销量稳定，其他疫苗销量下滑明显。2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月，人用狂犬病疫苗销量分别为 619.69 万人份、581.09 万人份、641.25 万人份和 463.00 万人份。但 2016 年受山东疫苗事件影响，公司乙脑疫苗产品销量有所下滑，此疫苗事件对后续影响将逐渐淡化，2017 年 1~9 月乙脑疫苗销售已有所恢复。

表 4：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司生物制药产品生产、销售情况

单位：万人份、万只、万头份、%

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
人用狂犬病疫苗	产量	815.08	763.04	330.67
	销量	619.69	581.09	641.25
乙脑疫苗	产量	154.93	407.70	267.55
	销量	176.72	221.13	99.05
兽用疫苗 ⁴	产量	182.61	130.92	-
	销量	86.59	137.16	2.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于占收入比重约九成的狂犬病疫苗销量较为稳定且售价有所上升，公司生物制药业务销售收入逐年增长，带动盈利能力提升。2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司生物制药业务收入呈上升态势，分别为 9.37 亿元、9.43 亿元、10.30 亿元和 9.97 亿元；毛利率水平分别为 83.60%、85.03%、85.63%和 87.26%；毛利润分别为 7.83 亿元、8.02 亿元、8.82 亿元和 8.70 亿元，整体盈利能力很强。

表 5：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司生物制药产品收入情况

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
人用狂犬病疫苗	84614.06	82445.72	97973.03	90435.74
乙脑疫苗	8619.82	11200.56	4965.94	9297.25
兽用疫苗	473.14	695.23	27.15	-
合计	93707.02	94341.51	102966.12	99732.99

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司疫苗产品成本主要由血清、人血白蛋白构成，受益于其技术优势和较高的行业壁垒，公司疫苗产品毛利率水平很高

公司疫苗产品生产主要原料为血清、人血白蛋白等，业务毛利率维持很高水平，主要受益于很强的技术优势和较高的行业壁垒。疫苗上市需要得到相关部门的签批发，资质壁垒较高。随着 2010 年后国内狂犬疫苗规定的质量指标与国际完全接轨，人用狂犬疫苗领域对疫苗生产企业技术水平要求进一步提高且产品研发周期长，公司技术优势得以充分凸显。另外，公司在相关地区具有极高的市场地位，拥有较强议价能力。得益于产品技术及行业地位优势，公司相关业务维持很高的毛利率水平。

商品流通业务

公司商品流通业务包括医药连锁和国内贸易，分别由子公司成大方圆医药连锁投资有限公司（以下简称“成大方圆”）、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”）和辽宁成大国际贸易有限公司（以下简称“成大国际”）运营。截至 2017 年 9 月末，

⁴兽用疫苗于 2017 年 2 月停产，主要由于兽用疫苗销售低于预期所致。

子公司成大方圆注册资本为 23000 万元，公司持有成大方圆 100%股权；子公司成大发展注册资本为 10000 万元，公司持有成大发展 92.40%股权；子公司成大钢铁注册资本为 54000 万元，公司持有成大钢铁 100%股权；子公司成大国际注册资本为 6000 万元，公司持有成大国际 51%股权。医药连锁主要为药品连锁零售和批发经营；国内贸易的主要产品包括钢铁、化工和煤炭等。

表 6：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司商品流通业务收入情况

单位：亿元、%

业务类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
医药连锁	25.90	37.72	27.57	40.46	30.74	54.74	22.84	30.38
国内贸易	42.76	62.28	40.57	59.54	25.42	45.26	52.33	69.62
合计	68.66	100.00	68.14	100.00	56.16	100.00	75.17	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

表 7：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司商品流通业务毛利润情况

单位：亿元、%

业务类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
医药连锁	5.87	22.69	6.31	22.90	6.91	22.47	5.34	23.37
国内贸易	0.95	2.22	1.04	2.57	0.35	1.40	0.52	0.99
合计	6.82	9.94	7.36	10.80	7.26	12.93	5.86	7.79

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1、医药连锁业务

公司在药品连锁零售和批发经营领域具备较高的知名度和品牌影响力，为东北区域医药连锁领域龙头地位

公司在药品连锁零售和批发经营领域具备较高的知名度和品牌影响力，“成大方圆”是全国医药行业第一个服务类“中国驰名商标”，公司从 2002 年起一直位居“中国连锁药店前十强”。截至 2017 年 9 月末，公司共有门店 1203 家，布局东北、华北等 5 个省 19 个城市，其中辽宁省内 953 家，占比达 79.22%，稳居东北区域龙头地位，在内蒙古、河北等省份亦具备一定的规模优势。

表 8：截至 2017 年 9 月末成大方圆门店连锁情况

单位：个、%

省份	门店数量	比重
辽宁	953	79.22
内蒙古	150	12.47
河北	50	4.16
吉林	28	2.33
山东	22	1.83
合计	1203	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司医药连锁业务收入分别为 25.89 亿元、27.57 亿元、30.74 亿元和 22.84 亿元；毛利润分别为 5.87 亿元、6.31 亿元、6.91 亿元和 5.34 亿元；毛利率分别为 22.69%、22.90%、22.47%和 23.37%。同行业医药连锁企业包括中国医药集团总公司、大参林医药集团股份有限公司、云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司、老百姓大药房连锁股份有限公司等，由于近年来经营区域行业竞争加剧，公司毛利率略低于行业平均水平。

药品采购方面，公司采用药家直采和批发采购结合的模式，采购供应商包括 800 多家药厂和 400 多家医药代理商，公司与主要供应商建立了长期而稳定的合作关系。2016 年，公司医药连锁前五名供应商合计采购 10.60 亿元，占总采购额的 34.32%，集中度较低。药品品类方面，成大方圆包括 A 类、B 类、C 类和 D 类，其中药品占比 60%、非药品占比 35%、中药饮片占比 5%。

表 9：2016 年公司医药连锁前五名供应商情况

单位：万元、%

供应商名称	采购金额	比重
辽宁省医药对外贸易有限公司	44810.66	14.51
国药控股沈阳有限公司	29298.76	9.49
盖天力医药控股集团营销有限公司	13226.57	4.28
深圳华润三九医药贸易有限公司	9523.08	3.08
沈阳洪博医康科技有限公司	9137.93	2.96
合计	105997.00	34.32

资料来源：公司提供，东方金诚整理

药品配送方面，公司已在辽宁、内蒙古、吉林、秦皇岛和青岛建立了 5 个配送中心，实现门店要货、总部调拨配送管理，配送周期为 3~5 天，药品补给速度为行业中上水平。同时，公司还建立了销售管理系统、电子标签拣选系统、WMS 仓储管理系统等，提升药品管理和配送效率。

2、国内贸易

公司国内贸易品种以钢铁、煤炭和化工产品为主，受国际大宗商品价格波动影响，近两年公司国内贸易业务收入有所波动、毛利率有所下降

公司国内贸易业务主要包括钢铁、煤炭和化工等品种。2014 年~2016 年，公司国内贸易业务收入分别为 42.76 亿元、40.57 亿元和 25.42 亿元。2016 年，受国际大宗商品价格波动影响，公司主动降低国内贸易规模，国内贸易额大幅度下降，国内贸易业务收入同比下降 37.34%。从贸易品种来看，2016 年公司钢铁、煤炭和化工产品贸易额占当期贸易总额比重分别为 20.49%、34.97%和 34.91%。

2017 年受益于钢铁等大宗商品市场回暖，带动公司钢铁贸易中“包炉”业务⁵贸易额上升，公司国内贸易业务收入大幅上升，2017 年 1~9 月公司国内贸易业务实现收入 52.33 亿元。由于公司国内贸易业务主要采用代理模式，利润比较薄，2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月国内贸易业务毛利率分别为 2.22%、2.57%、1.40%和 0.99%，毛利率有所波动。2017 年以来钢铁产品销售价格上涨较快，导

⁵ 包炉业务为公司采购炼钢所需原材料，冶炼加工成钢材后出售给下游客户。

致公司贸易业务采购成本较高，公司国内贸易业务毛利率有所下降。

表10：2014年~2016年及2017年1~9月公司主要国内贸易品种贸易额情况

单位：万元

贸易品种	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
钢铁产品	312270.01	145602.19	52445.00	452362.00
煤炭	62151.45	70895.30	89528.52	35187.40
化工产品	2222.20	159131.31	89367.48	21075.48
纺织品	18312.00	18293.00	18735.71	12450.00
木材产品	23577.60	4129.28	3920.69	1273.41
水产	-	-	1726.51	-
粮油	9522.11	4021.33	285.48	46.24
其他	446.95	332.24	-	112.47
合计	428502.32	402404.66	256009.39	522506.99

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司与主要客户建立了较为稳定的合作关系，商品采购较有保障，上游供应商较为分散。2016年公司内贸业务前五大供应商合计采购金额占当年采购总额比重为16.83%，集中度较低。

表11：2016年公司前五名供应商情况

单位：万元、%

客户名称	采购金额	采购金额占比	主要采购产品
阜新市瀚瀚选煤有限公司	53454.08	6.69	煤炭
唐山友盟商贸有限公司	22325.94	2.79	矿砂
山东华星石油化工有限公司	20840.86	2.61	石脑油
天津正峰石油化工有限公司	19294.11	2.41	燃料油
东营市亚通石化有限公司	18589.74	2.33	燃料油
合计	134504.73	16.83	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司下游客户主要包括天津金伟晖生物石油化工有限公司、华润电力(江苏)燃料有限公司、唐山新宝泰钢铁有限公司、阜新华顺工贸有限公司和山东胜凯石化有限公司等终端客户和贸易商。公司下游客户较多，经过多年的发展，与部分下游客户形成了较为稳定的业务关系。2016年，公司前五大销售客户销售金额合计占当年营业收入的比重为14.82%，集中度较低。

表12：2016年公司前五名销售客户情况

单位：万元、%

客户名称	销售金额	销售金额占比	主要销售产品
天津金伟晖生物石油化工有限公司	70474.33	7.07	石脑油
华润电力(江苏)燃料有限公司	24537.99	2.46	煤炭
唐山新宝泰钢铁有限公司	22544.73	2.26	矿砂
阜新华顺工贸有限公司	15669.57	1.57	煤炭
山东胜凯石化有限公司	14411.36	1.45	重质油
合计	147637.99	14.82	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

结算方式方面，受国际大宗商品价格波动影响，公司与上下游均采用现款方式结算。

进出口贸易

公司进出口贸易业务由子公司成大国际、成大发展和成大钢铁运营。截至2017年9月末，子公司成大发展注册资本为10000万元，公司持有成大发展92.40%股权；子公司成大钢铁注册资本为54000万元，公司持有成大钢铁100%股权；子公司成大国际注册资本为6000万元，公司持有成大国际51%股权。主要产品包括纺织品大类、化工大类、杂粮豆类产品、水产品大类、木材类产品等。

公司拥有较为丰富的进出口贸易经验，近年在传统针织品进出口贸易基础上，与ZARA、优衣库等快消类品牌合作发展ODM业务，带动以针织品为主的贸易规模逐年增长，盈利性较好

公司自成立以来从事进出口贸易业务，是中国进出口额最大的500家企业之一，拥有较为丰富的进出口贸易经验。公司主要经营涉及的产品包括纺织品大类、化工大类、杂粮豆类产品、水产品大类、木材类产品等。2014年~2016年及2017年1~9月，公司进出口贸易业务收入分别为11.40亿元、12.36亿元、20.03亿元和11.93亿元；毛利润分别为1.49亿元、1.65亿元、1.86亿元和0.97亿元；毛利率分别为13.06%、13.36%、9.31%和8.10%，2016年由于公司新增毛利率较低的进口石脑油业务，导致公司2016年进出口板块毛利下降同比下降4.05%。2016年，针织品大类、化工产品、杂粮豆类产品收入占比分别为41.06%、36.02%和17.37%。

表13：2014年~2016年及2017年1~9月公司主要进出口贸易品种贸易额情况

单位：万元

贸易品种	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
纺织品大类	69214.39	73373.86	82252.00	51727.00
化工产品	842.15	6810.21	72168.06	45092.17
钢铁	8672.73	30093.81	34799.00	11741.00
木材产品	8963.03	5113.54	5813.90	5452.34
医药	5991.97	3763.49	3244.30	1680.96
水产品	4018.01	2902.56	1731.87	2954.16
杂粮豆产品	10204.41	1569.8	332.22	194.61
煤炭	6092.86	-	-	408.25
合计	113999.55	123627.27	200341.35	119250.49

资料来源：公司提供，东方金诚整理

纺织品大类方面，公司主要从事毛织、棉织、梭织、针织服装等纺织品的出口业务，出口主要面向日本、美国和欧洲市场。国内原料采购与成品加工主要选择与东北、山东等地区的工厂合作。近年来，公司在传统针织品进出口贸易基础上，与ZARA、优衣库等快消类品牌合作，发展ODM业务，为快消类品牌提供设计方案，委托国内厂家进行贴牌生产，提高产品的附加值。与国外客户结算方式为50%即期信用证、50%电汇结算；账期为30~60天。同时，在原有供应链组织管理基础上，公司在美国纽约和上海成立贸易分公司，依靠纽约和上海的区域优势，不断贴近零售终端和市场需求，努力发展“传统经销商与产品研发涉及整体解决方案提供者相结合”的经营模式，不断提高板块的业务毛利率。

风险控制方面，公司努力成为供应链的管理者和组织者，先签订单再进行上游采购及生产；同时，采用远期结汇方式减少汇兑风险对公司进出口业务的影响。

能源开发业务

公司能源开发业务主要为油页岩综合利用和开发，主要由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”）运营。截至2017年9月末，成大弘晟注册资本为270000万元，公司持有成大弘晟100%股权；新疆宝明注册资本为15696.2万元，公司持有新疆宝明60.50%股权。

受国际原油价格处于相对低位影响，公司能源开发业务处于亏损状态

成大弘晟主要投资开发桦甸油页岩综合项目，设计产能是30万吨/年，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。2015年5月起，页岩油市场价格持续下降，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。截至2016年末，桦甸油页岩综合项目已投资30亿元左右。2017年9月14日，公司发布《辽宁成大股份有限公司出售资产公告》，公司以30479.78万元价格通过大连产权交易所公开挂牌，转让其持有的成大弘晟全部股权。

新疆宝明拥有4个油页岩露天矿区，包括吉木萨尔县石长沟、木塔寺、吴家湾和白杨河。其中，石长沟矿区已取得油页岩采矿许可证，已探明储量为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20年。新疆宝明石长沟项目已完成工程建设和生产调试，并于2016年开始对矿石洗选工程和干馏系统进行技术改造，技改后的产能达到60万吨/年，同时提升油页岩产能利用率，降低生产成本。新疆宝明石长沟项目总投资额43.40亿元，截至2016年末已投资35.80亿元⁶。目前公司正在进行新疆宝明石长沟项目后续工程尾款支付及对矿石洗选工程的技术改造工作，预计2017年~2019年合计支出10.7亿元。未来将会根据页岩油市场情况决定是否复产。

2014年~2016年及2017年1~9月公司能源开发业务实现营业收入分别为2.22亿元、1.16亿元、0.52亿元和0.60亿元；毛利润分别为-0.48亿元、-0.08亿元、0.02亿元和-0.03亿元；毛利率分别为-21.51%、-7.02%、3.74%和-4.37%，受国际原油价格处于相对低位影响，公司能源开发业务处于亏损状态。

股权投资

公司股权投资主要为广发证券和中华控股。公司于1999年4月参股广发证券，截至2017年9月末，公司持有广发证券16.35%股权，为广发证券第二大股东，持有12.46亿股股权。2014年~2016年，广发证券对公司贡献的投资收益分别为10.61亿元、21.66亿元和13.19亿元，对营业利润贡献占比分别为104.03%、137.58%和94.34%。其中，2014年~2016年，广发证券现金分红分别为2.50亿元、2.50亿元和10.01亿元。

广发证券是国内首批综合类券商之一，于2004年12月获得创新试点资格；广发证券于2010年2月12日在深圳证券交易所借壳上市（股票代码：000776.SZ），并于2015年4月10日在香港联交所上市（股票代码：1776.HK）。截至2017年6月末，广发证券股本为76.21亿股。广发证券主要业务包括投资银行业务、财富管理业务、交易及机构客户服务业务以及投资管理业务，各主要业务发展位居行业前列。截至2016年末，广发证券资产（合并）总额3598.01亿元，所有者权益合计813.53亿元；广发证券二级子公司包括广发控股（香港）有限公司、广发乾和投资有限公司、广发信德投资管理有限公司、广发期货有限公司，并参股中证机构间报价系统股份有限公司、中证信用增进股份有限公司、证通股份有限公司、易方达基金管理有限公司和广东金融高新区股权交易中心有限公司；广发证券2016年实现营业收入207.12亿元，利润总额107.05亿元。

公司于2015年12月30日以现金82.66亿元成功竞得中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华控股”）19.595%股权，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，公司完成对中华控股股权收购。2016年中华控股对公司贡献投资收益2.31亿元。中华控股于1986年7月成立，是我国成立的第二家具有独立法人资格的国有控股保险公司。截至2016年末，中华控股注册资本153.1亿元，经营范围包括投资设立保险企业、监督管理控股投资企业的各种国内国际业务、

⁶ 资金来源为自有资金以及2014年、2015年非公开发行股票募集资金。

国家法律法规允许的投资业务、经中国保监会批准的其他业务。中华控股保费规模达388.3亿元，总资产为644.54亿元；中华财险在全国设立了32家分公司，营业网点超过2500个，机构数量在财险行业排名第二。截至2016年末，中华控股资本（合计）为643.07亿元，所有者权益155.43亿元，2016年实现营业收入385.46亿元，净利润8.52亿元。

公司于2002年开始与荷兰家乐福（中国）控股有限公司合作，期间累计投资2.26亿元，累计获得分红2.38亿元。公司于2016年12月以4.20亿元通过大连产权交易所公开出售所持有的家乐福全部股权。2017年1月，由荷兰家乐福（中国）控股有限公司协议转让上述全部股权，截至2017年9月末，上述转让股权的家乐福合资企业已全部完成工商变更，公司已收到股权转让款4.20亿元。

企业管理

产权情况

截至2017年9月末，公司注册资本为15.30亿元。辽成大集团持有公司11.11%股权，为公司控股股东，实际控制人为辽宁省国资委。

公司治理与内部管理

公司法人治理结构由股东大会、董事会、监事会组成。其中股东大会是公司的权力机构；董事会执行股东大会决议，按《上市公司股东大会规范意见》和《公司章程》行使职权。董事会由6人组成，其中2名为独立董事。监事会由3人组成，监事会按《公司章程》行使职权，对公司财务及董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。总体来看，公司治理结构较为完善，董事会和监事会运转正常。

公司总部设有总裁办公室、规划发展部、投资与资产管理部、人力资源管理部、财务会计部、风险管理部、证券部和国际合作部等10个职能部门。截至2017年9月末，公司组织结构图见附件二。

总体来看，公司治理结构较为完善，内部组织架构合理，管理制度比较健全。

战略规划

未来几年，公司仍将按照生物制药、商贸流通、能源开发和金融服务四个领域进行多元化发展，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。

生物制药方面，公司在巩固疫苗主业的同时，努力开拓生物制药的新领域，以成为国际知名、国内领先的生物制药企业为愿景；医药连锁方面，公司将继续深耕以辽宁为代表的东北地区市场，大力发展医药批发，积极推进扎实的网络建设，构建全渠道的医药零售平台；国内外贸易方面，公司全面提升运营质量，努力优化业务结构，推动经营模式转化，纺织品出口方面，公司将努力成为全国有

影响力的纺织服装进出口贸易企业，继续做供应链的管理者和组织者；能源开发方面，公司在完成矿石洗选工程和干馏系统技改工程建设工作的同时，不断拓展销售渠道，提升项目附加值；金融服务方面，公司深入研究证券、保险行业特点及发展趋势，主动发挥在法人治理结构方面应有的作用，努力提升公司的影响力，保障公司投资价值和投资收益的稳健增长。

财务分析

财务质量

公司提供了2014年~2016年合并财务报告及2017年1~9月合并财务报表，华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2014年~2016年财务数据进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告，2017年1~9月财务报表未经审计。截至2017年9月末，公司纳入报表合并范围的全资子公司和控股公司共11家，详见附件三。

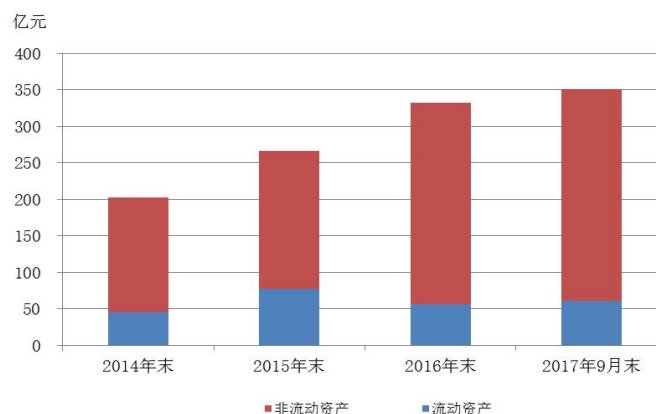
资产构成与资产质量

公司资产规模不断增长，资产结构以长期股权投资、固定资产等非流动资产为主，对广发证券的长期股权投资占比最大

2017年9月末，公司资产总额为350.63亿元，流动资产和非流动资产占总资产比重分别为17.40%和82.60%。

2014年~2016年末，公司资产总额逐年增长，分别为202.81亿元、266.13亿元和332.52亿元。非流动资产占总资产的比重分别为77.69%、71.15%和82.97%，公司资产结构以非流动资产为主。

图 4：2014 年~2016 年末及 2017 年 9 月末公司资产构成



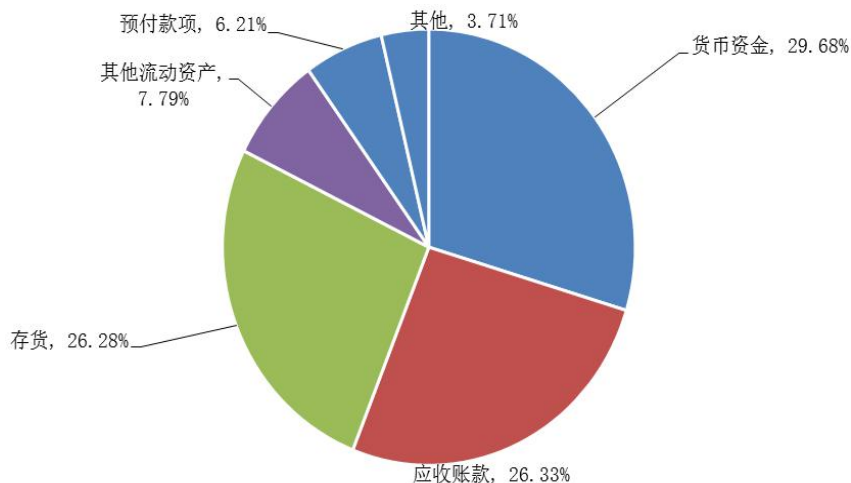
资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

2017年9月末，公司流动资产为60.99亿元，主要由存货、应收账款、货币资金、其他非流动资产和预付款项构成，占比分别为27.96%、26.13%、23.73%、12.10%和7.98%。

2014年~2016年末，公司流动资产有所波动，分别为45.24亿元、76.78亿元和56.64亿元。截至2016年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货、其他流动资产和预付款项构成，占比分别为29.68%、26.33%、26.28%、7.79%和6.21%。

图 5：截至 2016 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2014年~2016年末及2017年9月末，公司货币资金分别为10.10亿元、27.56亿元、16.81亿元和14.48亿元。截至2016年末，公司货币资金主要为银行存款，占比为79.71%。2017年9月末，公司14.48亿元货币资金中受限0.72亿元。

2014年~2016年末及2017年9月末，公司应收账款分别为13.70亿元、15.55亿元、14.91亿元和15.94亿元。截至2016年末，公司应收账款账面余额为19.50亿元，共计提取坏账准备4.59亿元，计提比例为23.54%。从账龄结构来看，账龄在1年以内的应收账款占比为80.12%，账龄在1年至2年的应收账款占比为15.23%。2016年末，应收账款期末单项余额前三名分别为东北特钢集团有限公司、河北鑫达钢铁有限公司和DONGYING YATONG PETROCHEMICAL CO., LTD，应收账款余额分别为3.12亿元、2.21亿元和1.53亿元，计提比例分别为65.00%、62.13%和5.00%。

同期末，公司存货账面价值分别为10.08亿元、9.39亿元、14.88亿元和17.05亿元。2016年末公司存货较2015年增长58.47%，主要受大宗商品贸易周期影响所致。2017年9月末，公司存货账面价值为17.05亿元，较2016年末增长14.58%，主要由于公司国内贸易业务中“包炉”业务贸易额增加，导致公司存货中原材料增长所致。2014年~2016年末，公司计提存货坏账准备2.55亿元、3.39亿元和7.49亿元，主要为成大弘晟和辽宁成大动物药业有限公司计提存货跌价准备。

同期末，公司其他流动资产分别为1.02亿元、8.09亿元、4.41亿元和7.38亿元。2016年末公司其他流动资产较2015年末减少45.44%，主要由于银行理财产品减少所致。2017年9月末较2016年末同比增加67.35%，主要系公司增加理财产品购买所致。2016年末，公司其他流动资产主要包括质押式国债回购、待抵扣进项税和银行理财产品，占比分别为45.35%、38.10%和16.01%。

公司预付款项有所波动，2014年~2016年末及2017年9月末分别为8.00亿元、3.75亿元、3.52亿元和4.86亿元，主要为子公司贸易业务预付采购货款，受大宗

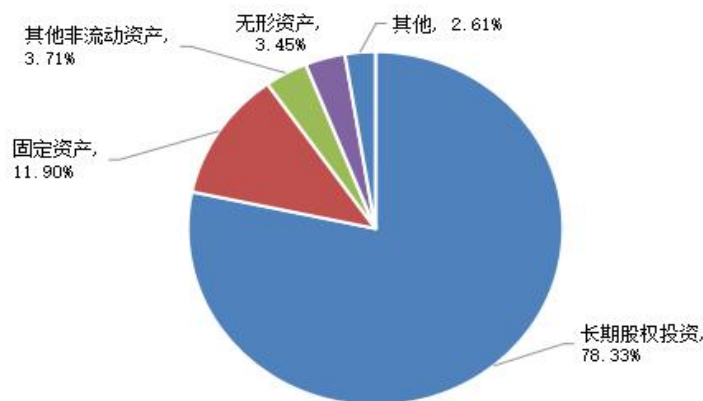
商品贸易环境影响而有所波动。公司2015年末预付款项较2014年末同比下降53.13%，主要由于公司缩减大宗商品贸易规模所致。受2017年大宗商品贸易环境回暖影响，公司2017年9月末预付款项较2016年末增加38.07%。

2. 非流动资产

2017年9月末，公司非流动资产为289.64亿元，主要包括长期股权投资、固定资产、其他非流动资产和无形资产，占比分别为78.17%、11.11%、4.87%和3.21%。

2014年~2016年末，公司非流动资产逐年增加，分别为157.57亿元、189.35亿元和275.88亿元，截至2016年末，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、其他非流动资产和无形资产构成，占比分别为78.33%、11.90%、3.71%和3.45%。

图 6：截至 2016 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司长期股权投资逐年增长，2014年~2016年末及2017年9月末分别为85.07亿元、127.33亿元、216.09亿元和226.39亿元。2015年末公司长期股权投资较2014年末增长49.68%，主要系公司按照股权比例确认的联营企业广发证券的本期权益；2016年末较2015年末公司长期股权投资同比增长69.72%，主要系公司2016年新增对中华控股投资。公司对广发证券和中华控股均采用权益法进行核算，2016年末，公司长期股权投资广发证券和中华控股账面余额为129.03亿元和86.81亿元，占比分别为59.71%和40.17%。公司长期股权投资均未进行质押，变现能力很强。

2014年~2016年末及2017年9月末，公司固定资产账面价值分别为47.34亿元、36.09亿元、32.83亿元和32.18亿元。公司固定资产账面价值逐年下降，主要由于2015年公司停止成大弘晟生产活动并将其剩余资产价值8.16亿元调整至其他非流动资产，以及2016年公司停止辽宁成大动物药业有限公司生产经营活动并将其剩余资产价值2.33亿元调整至非流动资产。2016年末，公司固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备，合计占比为98.36%。截至2017年9月末，公司固定资产账面价值为32.18亿元，其中3.21亿元固定资产用于对外抵押。

公司其他非流动资产大幅度增长，2014年~2016年末及2017年9月末分别为2.36亿元、8.90亿元、10.22亿元和14.11亿元，主要系成大弘晟和辽宁成大动物

药业有限公司剩余资产转入所致。2017年9月末，公司其他非流动资产较2016年末增加38.06%，主要系成大弘晟停产后剩余资产转入所致。

同期末，公司无形资产账面价值不断下降，分别为12.01亿元、10.09亿元、9.53亿元和9.29亿元。2015年由于成大弘晟无形资产转出1.38亿元至其他非流动资产导致2015年末公司无形资产同比减少15.99%；2016年辽宁成大动物药业有限公司改变报表列报方式导致2016年末公司无形资产5.55%。2016年末，公司无形资产主要包括采矿权、土地使用权和勘探开发成本，占比分别为69.99%、19.31%和8.81%，累计摊销1.87亿元。

截至2017年9月末，公司受限资产为3.93亿元，包括3.21亿元受限固定资产和0.72亿元受到限制的货币资金。

资本结构

公司所有者权益因公司非公开增发股票大幅增长，资本实力得到增强

2017年9月末，公司所有者权益合计为213.72亿元，较2016年末增加6.84%，其中未分配利润、资本公积、实收资本、少数股东权益、盈余公积和其他综合收益占比分别为50.16%、29.98%、7.16%、6.19%、3.86%和2.64%。

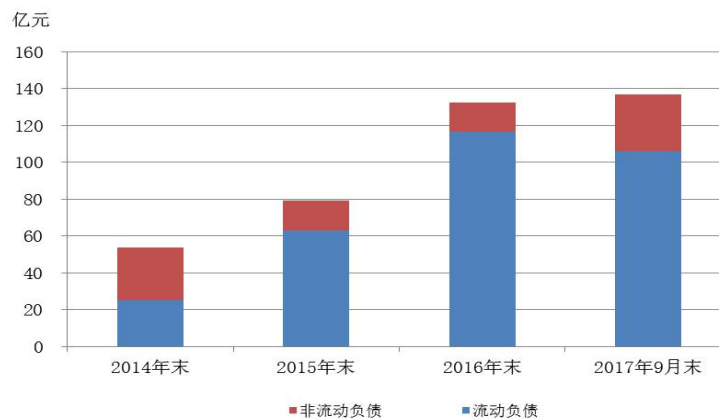
2014年~2016年末，公司所有者权益分别为148.90亿元、186.87亿元和200.04亿元。2015年末，公司所有者权益大幅度增加主要系公司通过非公开发行股票股本溢价及按所持有股权比例计算的因联营企业广发证券增发而享有的权益变动份额所致。2016年末，公司所有者权益较2015年末增长7.05%，主要系未分配利润增长所致。2016年末，公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积、实收资本、少数股东权益和盈余公积构成，占比分别为47.42%、32.04%、7.65%、7.20%和4.12%。

近年来公司债务规模增长，债务结构以短期有息债务为主

2017年9月末，公司负债总额为136.91亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为77.29%和22.71%。

2014年~2016年末，公司负债总额分别53.91亿元、79.26亿元和132.49亿元，负债总额逐年增长，主要由于公司经营需要增加短期借款所致。其中，流动负债占比分别为47.01%、79.35%和88.09%；非流动负债占比分别为52.99%、20.65%和11.91%。

图 7：2014 年～2016 年末及 2017 年 9 月末公司负债构成

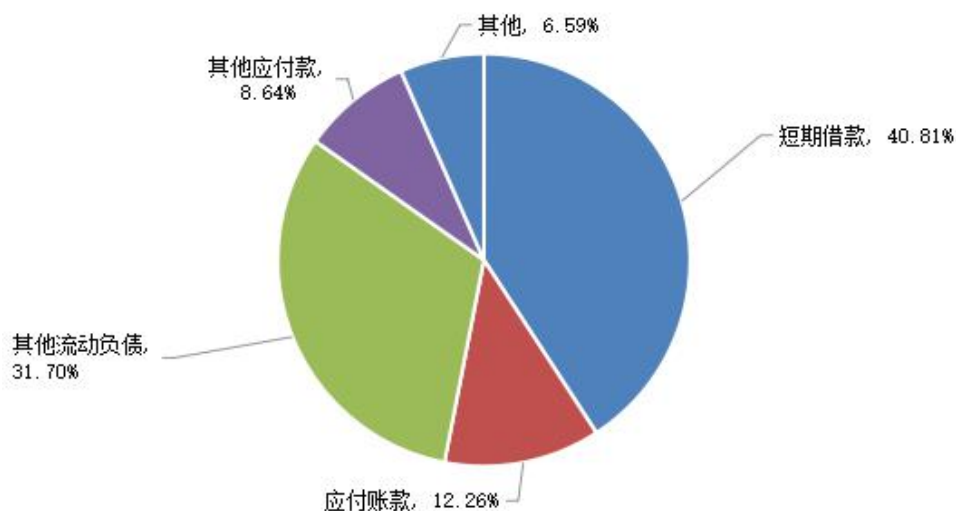


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动负债

2014年～2016年末及2017年9月末，公司流动负债不断增长，分别为25.35亿元、62.89亿元、116.71亿元和105.82亿元。截至2016年末，公司流动负债主要由短期借款、其他流动负债、应付账款和其他应付款组成，占比分别为40.81%、31.70%、12.26%和8.64%。

图 8：2016 年末公司流动负债构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2014年～2016年末及2017年9月末，公司短期借款分别为2.77亿元、16.40亿元、47.63亿元和53.84亿元。公司短期借款大幅增长，主要用于补充营运资金。2016年末，公司短期借款主要为信用贷款，占比为82.93%。截至2017年9月末，公司短期借款为53.84亿元，贷款利率主要为4.35%，期限介于183天至365天之间，主要贷款银行为中国银行、上海浦东发展银行、大连银行、中国邮政储蓄银行、招商银行、平安银行等。

2014年～2016年末及2017年9月末，公司其他流动负债逐年大幅度增长，分别为3.50亿元、21.00亿元、37.00亿元和32.00亿元，主要为公司发行的短期融。

同期末,公司应付账款账面价值有所波动,分别为9.98亿元、9.77亿元、14.31亿元和11.21亿元。2016年末公司应付账款较2015年末同比增长46.47%,主要为应付贸易款,占比89.66%。2017年9月末较2016年末公司应付账款同比下降21.66%,主要由于大宗商品贸易产品结算所致。

同期末,公司其他应付账款账面值分别为0.70亿元、0.50亿元、1.27亿元和1.63亿元。2016年末,公司其他应付款主要为往来款、保证金及押金,占比分别为49.84%和43.26%。

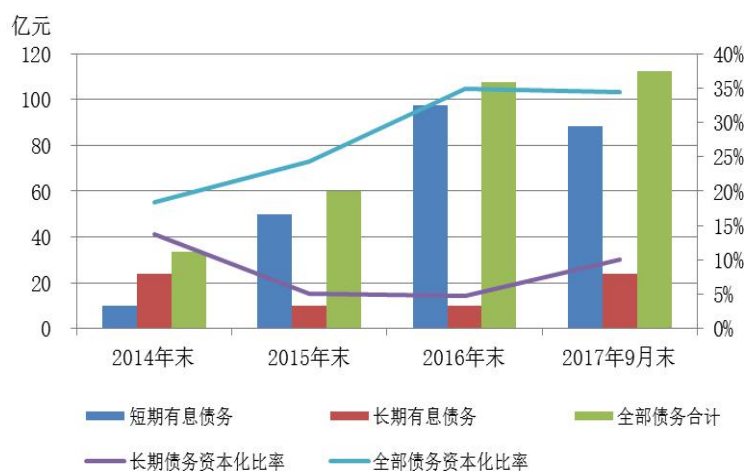
2. 非流动负债

2014年~2016年末及2017年9月末,公司非流动负债分别为28.57亿元、16.37亿元、15.78亿元和31.09亿元。2017年9月末公司非流动负债较2016年末增长97.02%,主要系公司发行14亿元中期票据“17辽成大MTN001”以及子公司成大弘晟增加对外负债导致其他非流动负债增长所致。截至2016年末,公司非流动负债主要为应付债券,2016年发行的10亿元中期票据“16辽成大MTN001”。

3. 债务负担

2014年~2016年末及2017年9月末,公司全部债务分别为33.61亿元、60.03亿元、107.58亿元和112.27亿元;短期有息债务占比分别为29.63%、83.34%、90.70%和78.62%;公司资产负债率分别为26.58%、29.78%、39.84%和39.05%,全部债务资本化比率分别为18.42%、24.32%、34.97%和34.44%。

图9：2014年~2016年末及2017年9月末公司债务结构情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

截至2017年9月末,公司无对外担保。

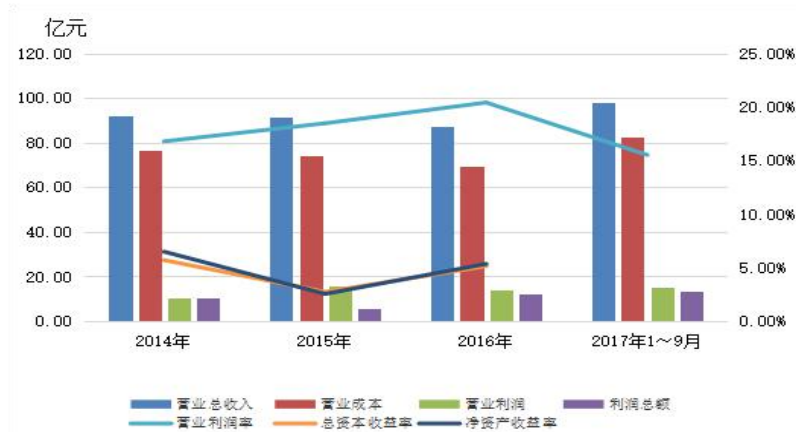
盈利能力

近年公司营业收入有所波动,期间费用规模较大,公司对广发证券股份有限公司和中华联合保险控股股份有限公司的投资收益对公司利润形成重要补

充但占比高

2014年~2016年，受商品流通业务收入下降影响，公司营业收入略有下降，分别为92.39亿元、91.40亿元和87.50亿元。同期，公司营业利润率分别为16.79%、18.48%和20.42%。

图 10：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司期间费用随着业务规模不断增长，分别为12.01亿元、15.92亿元和19.49亿元，其占营业收入的比重分别为13.00%、17.42%和22.82%，期间费用占比较大。2016年公司管理费用较2015年同比增长22.42%，主要由于医药零售增长、店铺数量增加导致人工及房租费用等销售费用增长，以及公司2016年扩大融资规模导致财务费用大幅度增长。

表 14：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
销售费用	6.85	8.19	8.71	7.12
管理费用	4.35	5.62	5.60	3.11
财务费用	0.81	2.11	5.18	3.98
期间费用合计	12.01	15.92	19.49	14.21
期间费用占营业收入比重	13.00	17.42	22.28	14.50

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2014年~2016年，公司营业利润分别为10.20亿元、15.74亿元和13.98亿元，其中营业利润对投资收益依赖性很大，2014年~2016年，公司投资收益分别为10.48亿元、20.88亿元和16.09亿元，主要为对广发证券的长期股权投资所取得的投资收益，近三年分别为10.61亿元、21.66亿元和13.19亿元。2016年公司对中华控股长期股权投资取得投资收益2.31亿元。

2014年~2016年，公司利润总额分别为10.53亿元、5.93亿元和12.20亿元；净利润分别为9.65亿元、4.74亿元和10.70亿元。同期，公司营业外支出分别为0.11亿元、10.62亿元和2.04亿元，其中2015年由于成大弘晟长期停产改变财务报表编制基础发生10.30亿元损失。

近三年，公司总资本收益率分别为5.70%、2.72%和5.13%；净资产收益率分别为6.48%、2.54%和5.35%。

2017年1~9月，随着大宗商品贸易市场回暖带动大宗商品贸易额增加，公司实现营业收入97.98亿元，同比增长61.24%，营业利润率15.53%；利润总额13.72亿元，净利润12.74亿元，其中，公司实现投资收益16.21亿元，同比增加23.93%，主要系转让家乐福股权取得的4.20亿元投资收益所致。

综合来看，受商品流通业务收入下降影响，近年来公司营业收入略有下降，期间费用规模较大，公司对广发证券股份有限公司和中华联合保险控股股份有限公司的投资收益对公司利润形成重要补充。随着2017年以来大宗商品贸易市场回暖，预计2017年和2018年，公司收入仍将保持继续增长，主要来自生物制药、国内贸易和医药连锁等业务。广发证券和中华控股长期股权投资的投资收益将会继续成为公司利润的重要补充，公司利润将会继续增加。

现金流

公司近年经营活动现金流量净额有所波动，投资活动现金流保持较大规模净流出，外部融资规模逐年增长

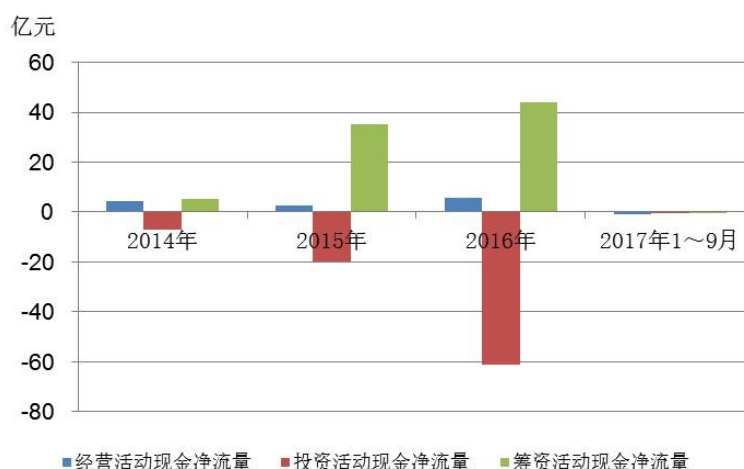
2014年~2016年，公司经营活动现金流量净额分别为4.26亿元、2.51亿元和5.90亿元，有所波动。2016年公司经营活动现金净流量同比增长135.15%，主要系公司大宗商品贸易存货减少及医药连锁和进出口贸易收入增长所致。

近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-7.24亿元、-19.60亿元和-61.04亿元。其中，2016年公司购买中华控股长期股权支付现金72亿元。

同期，筹资活动现金流量净额分别为5.18亿元、35.04亿元和43.85亿元，外部融资规模逐年增长。近年来公司筹资活动现金流量净额大幅度增长主要系公司增加短期借款所致。

2017年1~9月，公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为-0.86亿元、-0.52亿元和-0.37亿元。

图 11：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2014 年~2016 年末公司流动比率分别为 178.48%、122.08%和 48.53%，速动比率分别为 138.70%、107.15%和 35.78%。2017 年 9 月末，公司流动比率和速动比率分别为 57.64%和 41.52%。近三年，公司经营现金流动负债比分别为 16.81%、3.99%和 5.06%。

表 15：2014 年~2016 年及 2017 年 1~9 月公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
流动比率	178.48	122.08	48.53	57.64
速动比率	138.70	107.15	35.78	41.52
经营现金流动负债比	16.81	3.99	5.06	-
EBITDA 利息倍数	6.48	6.21	4.06	-
全部债务/EBITDA	2.45	4.88	5.21	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力来看，近三年，公司 EBITDA 分别为 13.74 亿元、12.31 亿元和 20.64 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 6.48 倍、6.21 倍和 4.06 倍；全部债务/EBITDA 分别为 2.45 倍、4.88 倍和 5.21 倍。

过往债务履约情况

根据公司提供、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2017 年 12 月 13 日，公司无未结清的不良信贷记录，2 笔关注类贷款和 1 笔关注类贸易融资均已结清。

本期债券偿债能力

公司拟发行额度不超过 20 亿元的公司债券，采用分期发行方式。若按 20 亿元计算，是公司 2017 年 9 月末全部债务和负债总额的 17.81%和 14.61%，对公司债务结构的影响较小。

截至 2017 年 9 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 39.05%和 34.44%。本期债券发行后，以公司 2017 年 9 月末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别为 42.34%和 38.23%，较发债前水平有所上升。

以公司 2016 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和筹资活动前现金流量净额对本期公司债的保护倍数分别为 1.03 倍、4.32 倍、0.30 倍和-2.76 倍。

表 16：本期债券偿债能力指标

单位：倍

偿债指标	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/本期发债额度	0.69	0.62	1.03
经营活动现金流入量偿债倍数	4.61	4.61	4.32
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.21	0.13	0.30
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-0.15	-0.85	-2.76

资料来源：公司提供，东方金诚整理

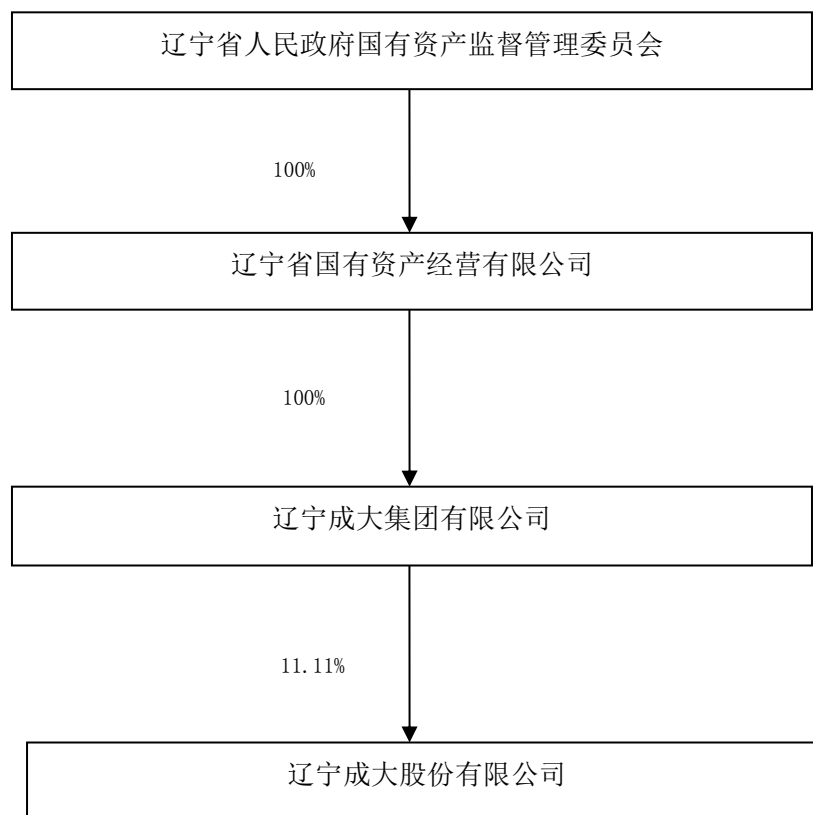
抗风险能力及结论

公司业务涵盖生物制药、医药连锁、国内贸易、进出口贸易等多个领域，近年来营业收入保持较大规模，毛利润和毛利率逐年增长，具有很强的综合实力；公司疫苗生产规模居于国内前列，生产技术水平先进、产品质量优良，在人用狂犬病疫苗领域具有很强的市场地位；公司在药品连锁零售和批发经营领域具备较高的知名度和品牌影响力，为东北区域医药连锁领域龙头地位；公司拥有较为丰富的进出口贸易经验，近年在传统针织品进出口贸易基础上，与 ZARA、优衣库等快消类品牌合作发展 ODM 业务，带动以针织品为主的贸易规模逐年增长，盈利性较好；公司对广发证券股份有限公司和中华联合保险控股股份有限公司的投资收益对公司利润形成重要补充。

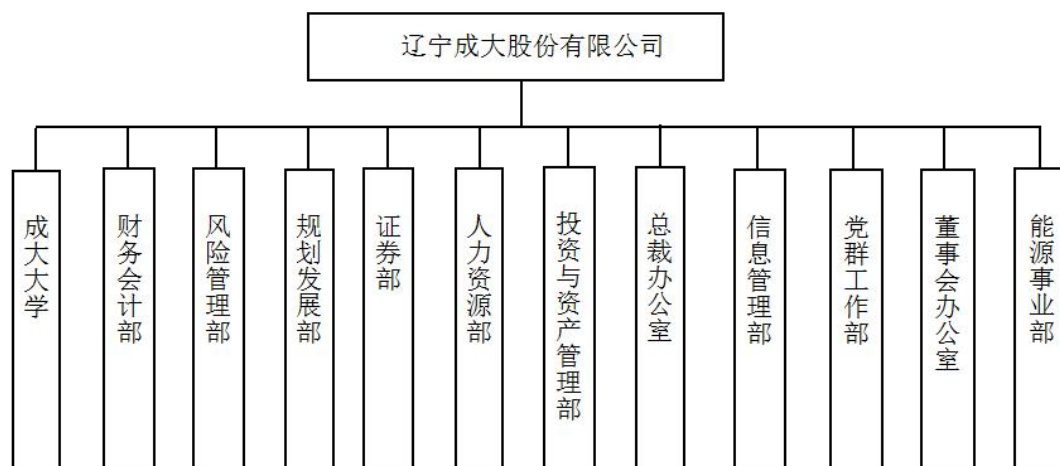
同时，东方金诚也关注到钢铁、煤炭等大宗商品价格周期性波动将对公司贸易业务经营稳定性造成一定的影响；受国际原油价格处于相对低位影响，公司能源开发业务处于亏损状态；近年来公司债务规模增长，债务结构以短期有息债务为主；公司利润总额中投资收益占比高。

东方金诚评定辽宁成大主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2017 年 9 月末公司股权结构图



附件二：截至 2017 年 9 月末公司组织结构图



附件三：截至 2017 年 9 月末公司纳入合并范围子公司情况

单位：万元、%

企业名称	注册资本	主营业务	持股比例
辽宁成大钢铁贸易有限公司	54000.00	国内外贸易	100.00
辽宁成大生物股份有限公司	37480.00	生物药品研发、生产	60.54
成大方圆医药连锁投资有限公司	23000.00	医药投资管理	100.00
新疆宝明矿业有限公司	15696.20	矿石及矿产品购赔	60.50
辽宁成大贸易发展有限公司	10000.00	国内外贸易	92.40
辽宁成大国际贸易有限公司	6000.00	国内外贸易	51.00
辽宁田牌制衣有限公司	3211.00	服装加工制造	100.00
吉林成大弘晟能源有限公司	270000.00	油母页岩开发及综合利用	100.00
大连成大物业管理有限公司	50.00	物业管理	100.00
沈阳成大弘晟能源研究院有限公司	5100.00	油母页岩能源技术研究	51.00
青海成大能源有限公司	10000.00	油母页岩开发及综合利用	60.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	100985.39	275614.29	168094.34	144758.70
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	747.74	9800.65	1705.22	20.53
衍生金融资产	-	-	3062.73	-
应收票据	8682.71	1031.63	7445.06	5123.58
应收账款	137021.36	155466.32	149126.55	159369.50
预付款项	80067.51	37511.77	35189.71	48647.63
应收股利	-	-	-	10.71
其它应收款	12256.84	113551.56	8823.02	7635.20
存货	100833.20	93890.10	148849.13	170541.68
划分为持有待售的资产	1615.15	-	-	-
其他流动资产	10182.98	80887.12	44131.09	73824.06
流动资产合计	452392.88	767753.45	566426.87	609931.59
非流动资产：				
可供出售金融资产	8948.52	22928.72	29735.91	27881.60
长期应收款	40.00	20.00	-	-
长期股权投资	850697.22	1273267.28	2160943.87	2263944.65
投资性房地产	10339.06	9919.68	9500.30	9185.76
固定资产	473393.76	360941.46	328299.69	321751.27
工程物资	347.90	483.00	157.06	4055.86
在建工程	61720.82	9828.22	12021.70	15144.65
无形资产	120051.77	100893.77	95300.90	92943.08
商誉	7317.96	7746.39	7746.39	7746.39
长期待摊费用	15391.38	14299.55	10697.72	10006.03
递延所得税资产	3926.60	4189.50	2181.54	2589.67
其他非流动资产	23569.34	88981.28	102219.24	141107.44
非流动资产合计	1575744.33	1893498.84	2758804.32	2896356.40
资产总计	2028137.21	2661252.29	3325231.19	3506287.99

附件四：公司合并资产负债表(续表)

单位：万元

项目名称	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年9月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	27719.10	163955.86	476300.00	538410.76
衍生金融负债	-	-	3347.92	-
应付票据	32305.59	25383.93	28724.34	23571.26
应付账款	99829.68	97698.20	143116.34	112114.47
预收款项	26782.98	3612.21	9491.52	28762.31
应付职工薪酬	7712.76	7350.49	6929.95	5509.85
应交税费	3572.44	3329.86	3718.45	2962.32
应付利息	9004.27	11546.39	11978.93	9875.60
其他应付款	6971.76	5013.83	12670.20	16263.97
一年内到期的非流动负债	4567.99	101008.69	100788.94	763.94
其他流动负债	35000.00	210000.00	370000.00	320000.00
流动负债合计	253466.56	628899.46	1167066.59	1058234.48
非流动负债：				
长期借款	36550.00	-	-	-
应付债券	200000.00	100000.00	100000.00	240000.00
专项应付款	550.85	613.82	613.82	613.82
递延收益	14322.48	13250.80	14178.35	14817.63
预计负债	18.69	29.78	-	14922.72
递延所得税负债	34240.53	19293.60	15275.82	1.42
其他非流动负债	-	30505.40	27735.15	40495.98
非流动负债合计	285682.55	163693.39	157803.15	310851.56
负债合计	539149.12	792592.86	1324869.74	1369086.04
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	142970.98	152970.98	152970.98	152970.98
资本公积	263002.72	614330.67	640826.75	640718.95
专项储备	-	342.60	390.29	360.32
盈余公积	82436.01	82436.01	82436.01	82436.01
未分配利润	833007.96	853863.79	948644.20	1071929.15
其它综合收益	24347.81	39331.34	31024.97	56509.94
归属母公司所有者权益合计	1345765.48	1743275.39	1856293.20	2004925.35
少数股东权益	143222.61	125384.05	144068.25	132276.60
股东权益合计	1488988.09	1868659.43	2000361.45	2137201.94
负债与股东权益合计	2028137.21	2661252.29	3325231.19	3506287.99

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月 (未经审计)
一、营业总收入	923855.78	913999.75	874970.81	979769.65
其中：营业收入	923855.78	913999.75	874970.81	979769.65
减：营业成本	766448.46	742519.63	692157.97	824215.07
营业税金及附加	2272.62	2546.30	4153.80	3443.94
销售费用	68480.10	81907.43	87094.81	71207.74
管理费用	43494.08	56218.88	56040.56	31083.53
财务费用	8094.67	21102.82	51784.98	39798.40
资产减值损失	37991.12	61713.11	3754.61	19988.97
加：公允价值变动收益	71.40	608.07	-1070.15	423.27
投资收益	104841.05	208834.84	160897.77	162121.01
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	103386.56	207867.20	150234.04	161106.09
其他收益	-	-	-	2206.52
二、营业利润	101987.18	157434.47	139811.70	154782.79
加：营业外收入	4458.94	8010.95	2620.35	200.65
减：营业外支出	1103.11	106151.16	20386.49	17763.42
其中：非流动资产处置损失	57.35	2430.18	100.36	7.30
三、利润总额	105343.01	59294.26	122045.57	137220.02
减：所得税	8841.52	11869.23	15090.26	9828.33
四、净利润	96501.49	47425.03	106955.31	127391.69
归属于母公司所有者的净利润	81296.97	51450.02	94780.41	123284.95
少数股东损益	15204.52	-4024.99	12174.90	4106.74

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月（未经审计）
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	903709.76	903055.53	846765.43	892377.81
收到税费返还	9115.45	10213.40	11490.41	8249.55
收到的其他与经营活动有关的现金	10066.24	8396.03	5984.64	9545.19
经营活动现金流入小计	922891.45	921664.96	864240.48	910172.55
购买商品、接受劳务支付的现金	726370.46	734003.79	650036.04	794476.08
支付给职工以及为职工支付的现金	63389.18	69275.72	61843.33	51011.07
支付的各项税费	33346.43	31192.99	35124.43	25869.59
支付的其他与经营活动有关的现金	57172.20	62101.93	58235.50	47462.72
经营活动现金流出小计	880278.27	896574.43	805239.30	918819.46
经营活动产生的现金流量净额	42613.18	25090.53	59001.18	-8646.91
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	35344.05	14786.99	221792.85	196183.53
取得投资收益所收到的现金	26796.40	26147.49	110075.66	86865.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	3241.49	2295.39	52.20	48.40
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	11182.00	862.02	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	-	-
投资活动现金流入小计	65381.93	54411.86	332782.72	283097.22
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	126444.22	37796.14	25434.93	63699.92
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	-	-	-
投资所支付的现金	11343.40	212654.50	903200.75	222001.02
支付的其他与投资有关的现金	-	-	14537.92	2611.62
投资活动现金流出小计	137787.62	250450.64	943173.60	288312.55
投资活动产生的现金流量净额	-72405.69	-196038.78	-610390.88	-5215.33
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	85225.00	139300.00	26487.65	-
取得借款所收到的现金	347242.11	431295.66	1560344.00	1021104.61
发行债券收到的现金	-	-	-	-
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	800.00	-
筹资活动现金流入小计	432467.11	570595.66	1587631.65	1021104.61

偿还债务所支付的现金	347429.55	157393.79	1089971.40	969300.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	32287.63	62043.98	57776.73	53816.50
支付其他与筹资活动有关的现金	984.57	703.34	1350.01	1681.30
筹资活动现金流出小计	380701.75	220141.11	1149098.14	1024797.80
筹资活动产生的现金流量净额	51765.36	350454.55	438533.51	-3693.19
四、汇率变动对现金的影响额	105.92	822.06	1027.95	-419.83
五、现金和现金等价物净增加额	22078.77	180328.36	-111828.24	-17975.26

附件七：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2014 年	2015 年	2016 年
1、净利润	96501.49	47425.03	106955.31
资产减值准备	37991.12	61713.11	3754.61
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	19663.11	34305.90	25562.87
无形资产摊销	896.51	5092.85	4395.98
长期待摊费用摊销	4083.05	4581.97	3528.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	25.16	-1785.59	-29.45
固定资产报废损失	29.88	0.12	56.27
公允价值变动损失（减：收益）	-71.40	-608.07	1070.15
财务费用	8006.22	20677.47	53276.80
投资损失	-104841.05	-208834.84	-160897.77
递延所得税资产减少	-1904.94	-262.90	2007.96
递延所得税负债增加	17.85	11.09	-29.78
存货的减少	-19186.19	-46459.66	-34587.67
经营性应收项目的减少	11715.80	19465.49	-26290.09
经营性应付项目的增加	-10313.43	-13229.15	60434.74
其他	-	102997.69	19792.36
经营活动产生的现金流量净额	42613.18	25090.53	59001.18
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	87529.62	267857.98	156029.74
减：现金的期初余额	63950.85	87529.62	267857.98
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	1500.00	-	-
现金及现金等价物净增加额	22078.77	180328.36	-111828.24

附件八：公司主要财务指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月（未经审计）
盈利能力				
营业利润率(%)	16.79	18.48	20.42	15.53
总资本收益率(%)	5.70	2.72	5.13	—
净资产收益率(%)	6.48	2.54	5.35	—
偿债能力				
资产负债率(%)	26.58	29.78	39.84	39.05
长期债务资本化比率(%)	13.71	5.08	4.76	10.10
全部债务资本化比率(%)	18.42	24.32	34.97	34.44
流动比率(%)	178.48	122.08	48.53	57.64
速动比率(%)	138.70	107.15	35.78	41.52
经营现金流动负债比(%)	16.81	3.99	5.06	—
EBITDA 利息倍数(倍)	6.48	6.21	4.06	—
全部债务/EBITDA(倍)	2.45	4.88	5.21	—
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.09	-0.28	-0.51	—
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-4.00	-8.63	-10.83	—
经营效率				
销售债权周转次数(次)	—	6.05	5.59	—
存货周转次数(次)	—	7.63	5.70	—
总资产周转次数(次)	—	0.39	0.29	—
现金收入比(%)	97.82	98.80	96.78	91.08
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	—	14.55	27.99	—
净资产总额年平均增长率(%)	—	12.03	15.91	—
营业收入年平均增长率(%)	—	-0.53	-2.68	—
利润总额年平均增长率(%)	—	-24.98	7.64	—
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.69	0.62	1.03	—
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.61	4.61	4.32	—
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.21	0.13	0.30	—
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.15	-0.85	-2.76	—

附件九：主要财务指标

指 标 名 称	计 算 公 式
盈利指标	
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×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%
总资本收益率	(净利润+利息费用)/(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%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
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/(长期有息债务+短期有息债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/(长期有息债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息倍数=EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销)/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内(净利润+固定资产折旧+摊销)/期内应偿还的长期债务本金
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%
经营现金流流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/(当年利息支出+当年应偿还的债务本金)
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
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	(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%
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定 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。

注：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。

关于辽宁成大股份有限公司 2018年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“辽宁成大股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”的存续期内密切关注辽宁成大股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在辽宁成大股份有限公司公布年报后的两个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向辽宁成大股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，辽宁成大股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如辽宁成大股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 1 月 15 日

