

信用等级通知书

东方金诚债评字【2019】787号

辽宁成大股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“辽宁成大股份有限公司2019年公开发行公司债券（第二期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇一九年九月二十七日



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（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，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，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用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。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2019年9月27日

辽宁成大股份有限公司

2019年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	AA+	2019/9/27	张晨曦	贾秋慧

主体概况

辽宁成大股份有限公司主要从事生物制药、商品流通和进出口贸易等业务，辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

债券概况

本期发行金额：基础发行规模 5.00 亿元，可超额配售不超过 7.00 亿元（含 7.00 亿元）

本期债券期限：3 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本付息

募集资金用途：拟用于偿还公司有息债务

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
规模和市场地位	营业收入（亿元）	25.0%	25.00
	产品多样性	15.0%	15.00
盈利能力	利润总额（%）	10.0%	8.95
	净资产收益率（%）	10.0%	6.36
	毛利率（%）	10.0%	3.90
债务负担与保障程度	经营现金流动负债比（%）	10.0%	6.75
	资产负债率（%）	10.0%	9.03
	全部债务/EBITDA（倍）	10.0%	5.92

基础评分模型得分 80.91

2.基础模型参考等级 AA+

3.评级调整因素 无

4.主体信用等级 AA+

5.增信措施 无

6.本期债券信用等级 AA+

评级观点

辽宁成大是全球最大的人用狂犬病疫苗生产企业，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，毛利率保持较高水平；同时作为东北区域医药连锁龙头企业，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；但另一方面，公司股权结构较为分散，控股股东持股比例较低；近年来公司债务规模持续增长，短期有息债务占比较高，2019 年存在一定集中兑付压力。

综合分析，公司抗风险能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。

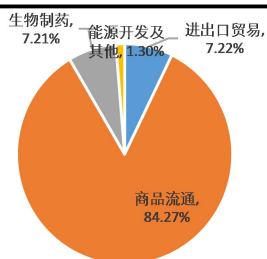
同业对比

项目	辽宁成大	南京医药股份有限公司	浙江英特集团股份有限公司	深圳市海普瑞药业集团股份有限公司	浙江康恩贝制药股份有限公司
资产总额（亿元）	357.87	195.55	89.93	136.55	107.13
营业总收入（亿元）	192.75	313.03	204.92	48.15	67.87
毛利率（%）	12.00	6.61	6.61	40.09	77.11
利润总额（亿元）	9.83	4.76	3.07	7.31	10.17
资产负债率（%）	39.60	78.99	76.83	54.27	45.93
经营现金流动负债比（%）	4.71	-2.42	2.57	14.83	15.41
流动比率（%）	65.97	116.89	125.29	124.32	134.22

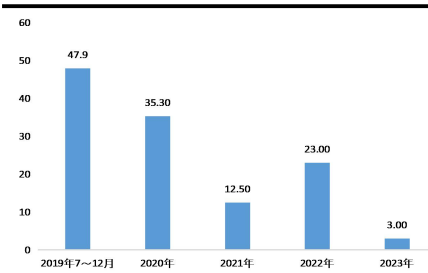
注：以上企业最新主体信用等级为 AA+，数据来自各企业公开披露的 2018 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2018 年收入构成



2019 年 6 月末债务期限结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~6 月
资产总额(亿元)	332.52	355.16	357.87	372.23
所有者权益(亿元)	200.04	213.69	216.16	225.14
全部债务(亿元)	104.71	116.07	121.69	121.70
营业总收入(亿元)	87.50	139.99	192.75	89.47
利润总额(亿元)	12.20	16.21	9.83	8.84
经营性净现金流(亿元)	5.90	0.97	4.86	1.50
营业利润率(%)	20.42	14.69	11.72	12.93
资产负债率(%)	39.84	39.83	39.60	39.52
流动比率(%)	48.53	57.93	65.97	79.05
全部债务/EBITDA(倍)	5.07	4.74	6.26	-
EBITDA 利息倍数(倍)	4.06	4.69	3.18	-

注：表中数据来源于公司 2016 年~2018 年的审计报告及 2019 年 1~6 月未经审计的财务报表。

优势

- 公司是全球最大的人用狂犬病疫苗生产企业，生产技术水平先进，在人用狂犬病疫苗领域具很强的市场地位；
- 公司狂犬疫苗议价能力较高，近年狂犬疫苗收入和毛利润稳定增长，未来随着消费者接种意愿恢复，公司狂犬疫苗产品销量有望进一步增长，毛利率仍将处于较高水平；
- 公司是东北区域医药连锁龙头企业，近年医药连锁业务收入较为稳定，毛利率逐年提升，公司加强配送体系建设，未来医药连锁收入和毛利润将继续提升；
- 公司持有的广发证券和中华保险的股权价值很高且均未质押，投资收益规模较大，变现能力较强。

关注

- 公司国内贸易业务毛利率很低，盈利能力较弱；
- 受页岩油价格下降及石长沟矿产量尚未完全恢复等影响，公司能源开发业务处于亏损状态；
- 公司股权结构较为分散，控股股东持股比例较低；
- 近年来公司债务规模持续增长，短期有息债务占比较高，2019 年存在一定集中兑付压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来随着公司医药产品结构升级及加强配送体系建设，公司生物制药和医药流通业务将稳步发展，公司仍将维持很强的市场地位。

评级方法及模型

《东方金诚医药企业信用评级方法及模型 (RTFC020201907)》

历史评级信息

债项简称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
19 辽成大 MTN003	AA+/稳定	AA+	2019-6-17	张晨曦、李默晗	《东方金诚工商企业信用评级方法》(2015 年 5 月)	阅读原文
18 成大 01	AA+/稳定	AA+	2018-1-15	高阳、李佳昕	《东方金诚工商企业信用评级方法》(2015 年 5 月)	阅读原文

注：自 2018 年 1 月 15 日（首次评级）至 2019 年 6 月 17 日（最新评级），辽成大主体信用等级未发生变化，均为 AA+/稳定。

主体概况

公司主要从事生物制药、商品流通及出口贸易等业务，股权结构较为分散，控股股东持股比例较低

辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”或“公司”）主要从事生物制药、商品流通及进出口贸易等业务。截至2019年6月末，公司总股本为15.30亿股，辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“国资公司”）持有公司11.11%股权，为公司控股股东，特华投资控股有限公司¹持有8.06%股权，为公司第二大股东，新华联控股有限公司持有5.00%的股权，为公司第三大股东，股权结构较为分散。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”）持有国资公司100%的股权，为公司实际控制人。

公司生物制药业务主要产品为人用狂犬病疫苗和乙脑疫苗，截至2019年6月末，公司人用狂犬病疫苗年产能1000万人份，是全球最大的人用狂犬病疫苗生产企业，乙脑疫苗年产能1000万支，在乙脑灭活疫苗领域产能位居前列。公司商品流通业务包括医药连锁和国内贸易，进出口业务主要产品包括钢材、化工产品、煤炭等。

截至2019年6月末，公司资产总额为372.23亿元，所有者权益为225.14亿元；2018年及2019年1~6月，公司营业总收入分别为192.75亿元和89.47亿元，利润总额分别为9.83亿元和8.44亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

经证监许可〔2017〕2327号核准，公司获准发行总额不超过人民币20亿元公司债券，其中辽宁成大股份有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）已于2018年1月发行，发行规模3亿元；辽宁成大股份有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）已于2019年4月12日发行，发行规模5.00亿元。本次公司拟发行辽宁成大股份有限公司2019年公开发行公司债券（第二期）（以下简称“本期债券”）。本期债券拟基础发行金额为5.00亿元，可超额配售不超过7.00亿元（含7.00亿元），发行期限不超过3年（含3年）。本期债券面值100元，按面值平价发行。本次债券采用固定利率形式，票面利率在债券期限内保持不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，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。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务。

¹ 截至2019年6月末，特华投资控股有限公司持有公司股权已全部被冻结；新华联控股有限公司持有公司股权被质押99%，质押比例较高。

宏观经济和政策环境

预计 2019 年 GDP 增速将降至 6.2%，中美经贸摩擦等外部风险需持续关注

上半年 GDP 同比增速为 6.3%，其中二季度降至 6.2%。今年我国经济运行面临的环境复杂严峻，特别是二季度以来，在中美经贸摩擦升级的同时，全球经济减速态势也愈加明显，国内宏观经济下行压力加大。东方金诚判断，下半年宏观经济运行的外部环境更趋复杂，国内宏观政策会进一步向稳增长方向微调，基建提速可期，汽车销售对消费的拖累作用也有望缓和。预计全年 GDP 增速将为 6.2%，继续处于年初设定的 6.0%~6.5%的目标区间范围。

下半年，货币政策将从数量和价格两个维度推进边际宽松，财政政策也有进一步发力空间

上半年货币政策保持边际宽松势头，严监管效应减缓，社会融资规模及 M2 增速均现回升态势。预计后期央行将继续实施定向降准、TMLF、再贷款再贴现等结构性货币政策工具，旨在降低企业融资成本的利率并轨也有望取得实质性进展。最后，当前全球货币政策转入宽松轨道，不排除四季度央行下调公开市场政策利率的可能。财政政策方面，预计下半年积极财政政策有可能在扩大专项债额度、适度上调财政赤字率等方面发力，拓宽财政稳增长空间。

行业分析

疫苗行业

受行业突发事件影响，狂犬疫苗供应短缺，预计未来狂犬疫苗生产企业将面临较好的行业环境，同时随着《疫苗管理法》的落地，市场集中度有望进一步提高

我国是世界上最大的疫苗生产国，目前我国共有 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。随着我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²批签发量占比逐步提高。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，2018 年，“长春长生疫苗事件”爆发后，长春长生停产，行业供给下降，市场集中度有所上升。受市场供给短缺影响，预计未来狂犬疫苗生产企业将面临较好的行业环境，同时随着我国《疫苗管理法》的落地，疫苗行业整体运行成本将有所增加，中小企业盈利能力将有所减弱，市场集中度有望进一步提升。

医药流通行业

近年来，我国医药流通行业销售规模稳步增长，但增速有所放缓，受“两票制”等一系列医改政策推行，行业内企业盈利承压，预计未来行业将加速整合

随着国内药品市场规模的快速增长，我国医药流通行业销售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

² 消费者自愿接种，疫苗生产企业自主定价，毛利率较高，多由民营企业 and 外企提供。

疗推进及落实等影响,行业整体增速呈现放缓趋势。2018年全国七大类医药商品销售总额21586亿元(含税),同比增长7.84%,其中药品零售市场14933亿元,占销售总额的69.20%。

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,受此影响,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。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。

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,行业集中度将不断提升。

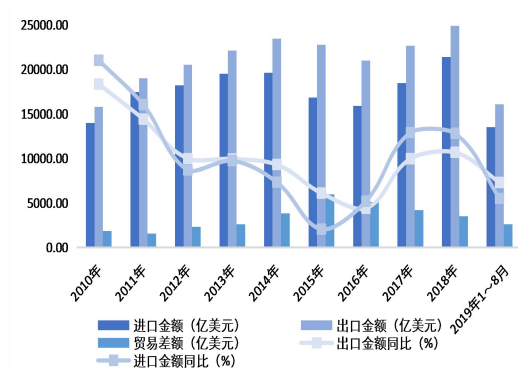
贸易行业

近年来,国内贸易总量持续增长,2019年受中美贸易冲突不确定性加大等因素影响,我国对外贸易走势存在下行风险,贸易企业经营不确定性加大

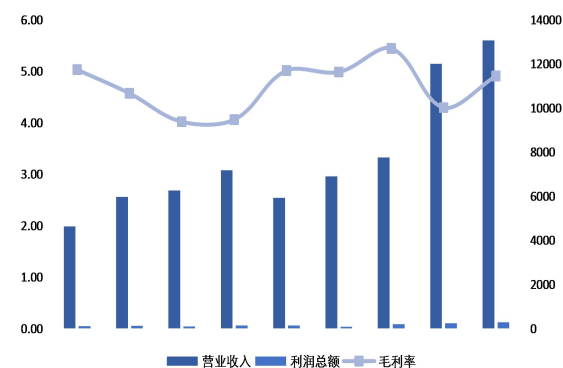
近年来伴随我国经济规模的不断扩大,国内贸易总量稳定增长。受益于世界经济复苏和国内供给侧改革政策的实施,2018年以来我国制造业外贸持续景气,进出口贸易金额增速大幅上升。贸易企业“抢出口”效应显著,营业收入及利润总额均有较大幅度的增长。

未来国内贸易发展仍较大依托国家政策支持,需要适应消费结构而不断调整,要素成本的上升或将进一步挤占内贸的盈利空间。加之,未来中美贸易冲突不确定性较大等因素影响,我国对外贸易走势下行风险犹存;国内经济下行压力较大,进口增速或将继续回落。预计2019年我国进出口贸易增长空间将受到抑制,贸易企业经营效益不确定性加大。

图表 1: 中国对外贸易进出口情况



图表 2: 贸易行业上市及发债企业营收情况



资料来源: 中国化学纤维工业协会, 东方金诚整理

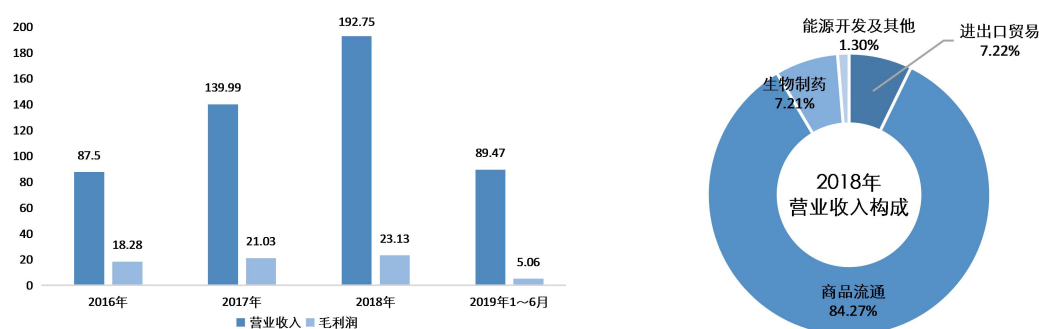
业务运营

经营概况

公司收入和毛利润主要来源于生物制药、商品流通及进出口贸易等业务，近年来营业收入和毛利润逐年增长，毛利率逐年下降

公司收入和毛利润主要来源于生物制药、商品流通及进出口贸易等业务，其中公司商品流通业务包括医药连锁业务和国内贸易业务。近年来，公司营业收入和毛利润逐年增长，毛利率受商品流通业务规模增速较快的影响逐年下降。

图表3 近年公司营业收入和毛利情况（单位：亿元、%）



毛利率	2016年	2017年	2018年	2019年1~6月
生物制药	85.63	87.43	85.16	85.42
商品流通	12.93	7.44	5.56	6.34
进出口贸易	9.31	8.63	14.04	10.52
能源开发及其他	34.00	19.85	12.00	17.74
合计	20.89	15.02	12.00	13.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

生物制药

公司生物制药业务主要由辽宁成大生物股份有限公司³（以下简称“成大生物”）运营，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等。

公司是全球最大的人用狂犬病疫苗生产企业，生产技术水平先进，在人用狂犬病疫苗领域具有很强的市场地位

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灭活疫苗，均已获得国家 GMP 证书，生产技术水平和质量均已达到国际先进水平。截至 2018 年末，公司人用狂犬病疫苗年产能 1000 万人份（5 只为 1 人份），是国内最大的人用狂犬病疫苗生产企业，市场占有率很高。公司乙脑疫苗年产能 1000 万人份，在乙脑灭活疫苗领域产能位居前列，公司生产的乙脑疫苗是目前中国市场上唯一在售的灭活乙脑疫苗，“成大利宝”品牌在业内具有较高

³ 子公司辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”），已在新三板上市，并于 2018 年 10 月向香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）递交境外上市外资股（H 股）上市申请，截至本报告出具日，根据辽宁成大发布的公告，鉴于市场环境变化，成大生物终止港交所上市。

的认可度。

图表 4：2018 年主要人用狂犬病疫苗生产企业的批签发量（单位：万人份、%）

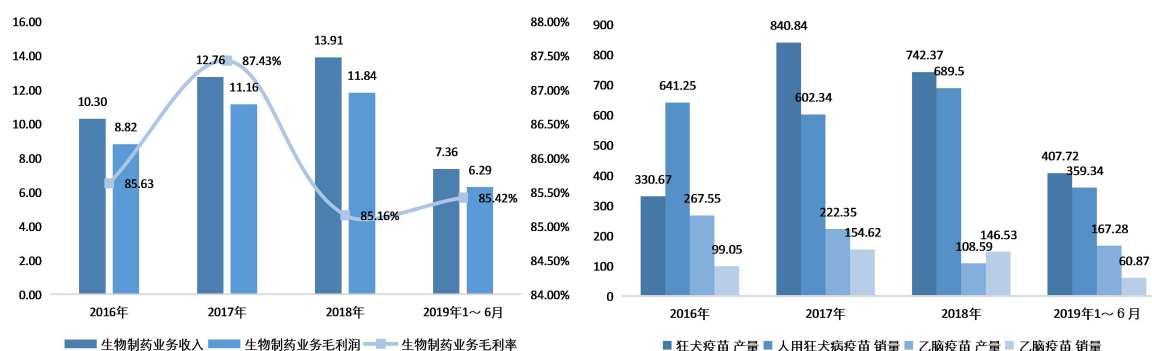
企业名称	人用狂犬病疫苗批签发量	市场占有率
辽宁成大	564.60	44.05
广州诺诚生物制品股份有限公司	209.92	16.78
宁波荣安生物药业有限公司	175.70	13.71
合计	950.22	74.54

资料来源：中检院，东方金诚整理

公司生物制药业务收入和毛利润主要来自于狂犬疫苗，近年来，受益于公司产品销量整体增长，公司生物制药业务收入逐年提升，毛利率维持在较高水平

公司生物制药业务收入 90%以上来自狂犬疫苗。公司具备一千万人份/年的狂犬疫苗及一千万支/年乙脑疫苗产能，产能利用率受每年批签发量⁴影响而有所波动。近年来，公司生物制药业务产销率水平较高，主要产品销量整体保持增长，公司生物制药业务收入逐年提升。2018 年受长生生物疫苗事件影响，公司狂犬疫苗价格有所下降，毛利率水平有所降低，但仍维持较高水平。

图表 5 公司生物制药业务收入及利润情况（单位：亿元、万人份、万支、%）



产品	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
狂犬疫苗	9.80	85.56	11.74	87.32	12.86	84.87	6.94	85.41
乙脑疫苗	0.50	87.33	1.02	88.73	1.04	88.77	0.42	85.69
其他	0.003	34.02	-	-	-	-	-	-
合计	10.30	85.63	12.76	87.43	13.91	85.16	7.36	85.42

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁴ 2006 年 1 月 1 日我国对全部上市疫苗实施批签发，即每批疫苗出厂上市或者进口时进行的强制性检验、审核。资料审核的重点侧重于审核每批疫苗生产和质控是否与国家批准的工艺和标准一致。检验不合格或者审核不通过的疫苗，不得上市或者进口。

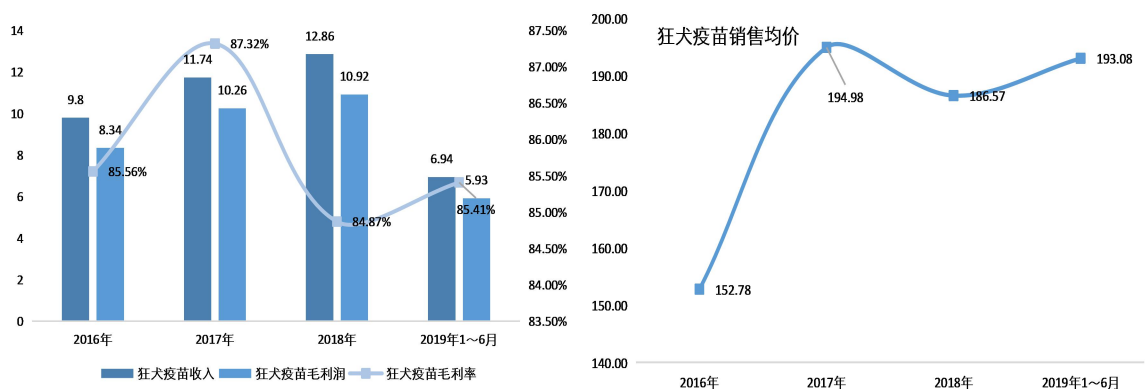
1. 狂犬疫苗

公司狂犬疫苗议价能力较高，近年狂犬疫苗收入和毛利润稳定增长，未来随着消费者接种意愿恢复，公司狂犬疫苗产品销量有望进一步增长，毛利率仍将处于较高水平

公司狂犬疫苗主要直销给区县级疾病预防控制中心，产品覆盖除港澳台之外的中国所有省份、直辖市和自治区，包括至少 1800 家区县级疾控中心，销售区域覆盖较广，销量较为稳定，受售价整体提升的影响，公司狂犬疫苗收入稳定增长。狂犬疫苗主要原材料血清及人血白蛋白价格基本稳定，毛利润保持增长。得益于产品技术及行业地位优势，公司产品议价能力较强，狂犬疫苗毛利率维持在较高水平，2018 年受产品价格下降影响，毛利率略有下降。

未来，受消费者接种意愿逐步恢复，长生生物面临停产等影响，公司狂犬疫苗销量有望提升；同时，公司加大研发力度，推动在研产品的临床实验，逐步进行产品结构升级，产品销售价格将有所提升，收入规模将保持稳定增长，毛利率仍将处于较高水平。

图表 6 公司狂犬疫苗收入、毛利及均价（单位：亿元、元/人份）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

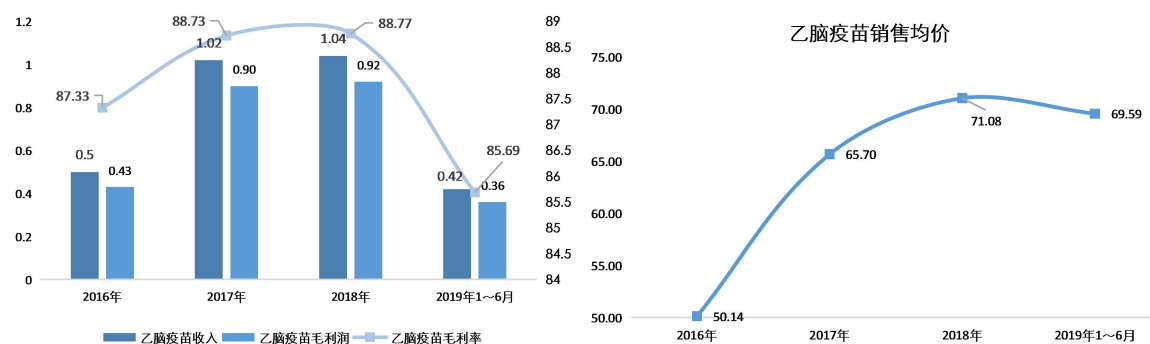
2. 乙脑疫苗

公司乙脑疫苗产品质量较好、消费者认可度高，产品销量整体呈增长态势，均价逐年提升，收入及毛利率逐年增长，随着公司加大销售下沉和研发，毛利润仍有增长空间

公司每批灭活乙脑疫苗产品均获得中检院的批签发合格证，合格率达 100%，受益于乙脑疫苗产品质量较好，消费者认可度高，乙脑疫苗销量整体呈增长态势，销售均价逐年提升。乙脑疫苗业务收入逐年稳步增长，原材料血清及人血白蛋白价格基本稳定，毛利率逐年提升。

公司不断加大乙脑疫苗的推广，将产品下沉至乡村、村镇，同时加大研发力度，在现有研发成果基础上推动在研产品的转化。预计 2019 年公司乙脑疫苗产品的销量有望进一步增长，收入将有所提升，原材料端保持稳定，利润仍有增长空间。

图表7 公司乙脑疫苗收入、毛利和均价（单位：亿元、%、元/支）



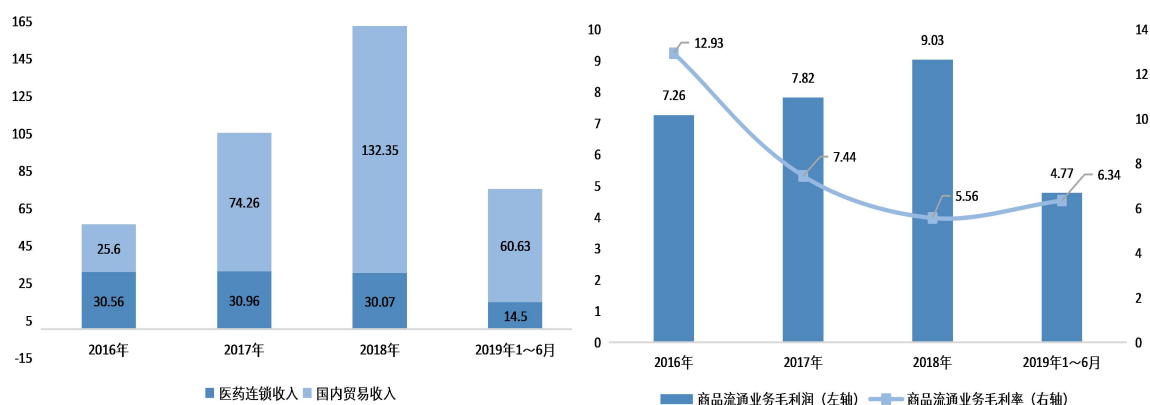
资料来源：公司提供，东方金诚整理

商品流通

公司商品流通业务主要由医药连锁及国内贸易构成，近年收入及毛利润逐年增长，毛利率有所下滑

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。医药连锁主要为药品连锁零售和批发经营；国内贸易的主要品种包括钢铁、煤炭和其他等。近年公司商品流通业务收入及毛利润逐年增长，毛利率受国内贸易业务收入增速较快的影响而逐年有所下滑。

图表8 公司商品流通收入及毛利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

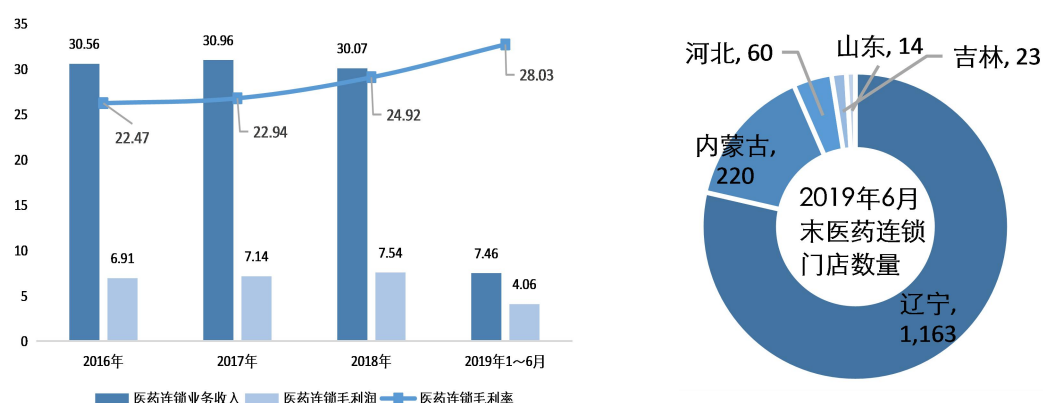
公司是东北区域医药连锁龙头企业，近年医药连锁业务收入较为稳定，毛利率逐年提升，公司加强配送体系建设，未来医药连锁收入和毛利润将继续提升

医药连锁业务为商品流通业务利润的主要来源，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”，公司获“2018~2019中国连锁药店综合实力百强企业”第12名。截至2019年6月末，公司共有医药连锁门店1480家，主要为直营店，均已取得药品经营许可证、GSP认证等相关资质。公司是东北区域医药连锁龙头企业，医药连锁业务东北直营店数量占总店数的80.13%。公司启

动信息智能化物流配送，设 5 个配送中心，及多个区域分配中心，保障物流配送效率，实现配送准确率达到 99.99% 以上。近年来，医药连锁业务收入基本稳定。公司组织采购联盟，逐年降低药品采购成本，毛利润及毛利率逐年增长。

未来公司将推进医药商业和现代物流配送体系建设，医药连锁业务收入和利润水平将继续提高。

图表 9 医药连锁业务情况（单位：亿元、%、家）



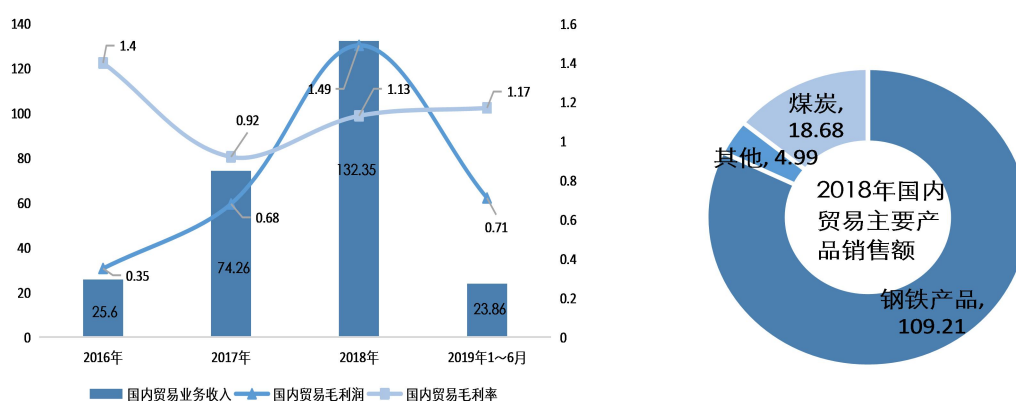
资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年来，受益于钢材价格提升及客户资源的逐步积累，公司国内贸易业务收入增速较快，但毛利率很低，盈利能力较弱

公司国内贸易业务主要产品以钢铁、化工品为主，其中钢铁产品销售收入占商品流通贸易收入约 70%。国内贸易业务主要模式为以销定购，即先确定下游客户后，签订委托采购合同，由公司借助资源及资金的优势，根据委托采购合同向上游供应商购买相应货品。此种经营模式较好的避免了采销物品的价格波动风险，但收取委托手续费及资金占用费水平不高，毛利率较低，影响公司商品流通业务毛利率逐年下降。近年来，随着钢铁行业供给侧改革、“地条钢”出清等利好政策，公司钢铁产品销量及均价逐年增长，带动国内贸易收入规模快速提升，毛利润保持增长，毛利率较为稳定。

未来随着公司客户资源的不断积累，国内贸易业务主要产品销量将有所增长，但钢材价格回落，将影响收入增速放缓，盈利能力难以显著改善。

图表 10 国内贸易业务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

进出口贸易

公司进出口贸易业务是公司传统主营业务，主要由子公司成大国际、成大发展和成大钢铁运营。

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，开展 ODM 业务，毛利率水平较高，对公司利润提供一定补充

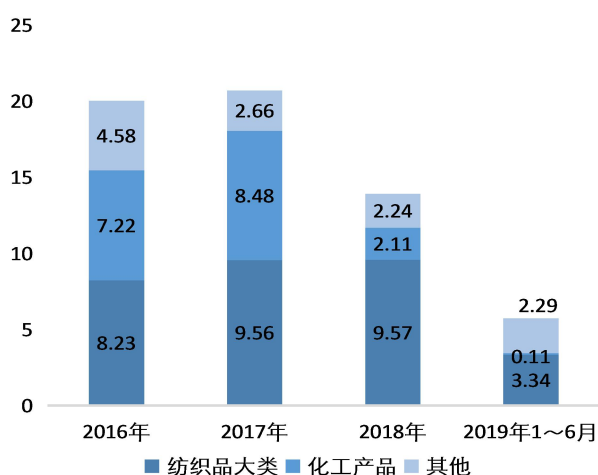
进出口贸易业务为公司的传统业务，具有较为丰富的进出口贸易经验。进出口贸易品种包括纺织品大类、化工产品及其他等，以纺织品大类为主。公司纺织品大类产品包括毛织、棉织、针织服装等。出口主要面对日本、美国和欧洲市场。公司在传统针织品进出口贸易基础上，与国外客户开展 ODM⁵合作，为其提供设计方案，委托国内厂家进行贴牌生产，提高产品的附加值。

近年来，公司进出口贸易业务收入和利润均有所波动，其中 2018 年，公司进出口贸易业务收入同比下降 32.73%，主要系当年公司减少了毛利率较低的化工产品的进出口贸易规模所致，同期，毛利率大幅提升 5.41 个百分点。

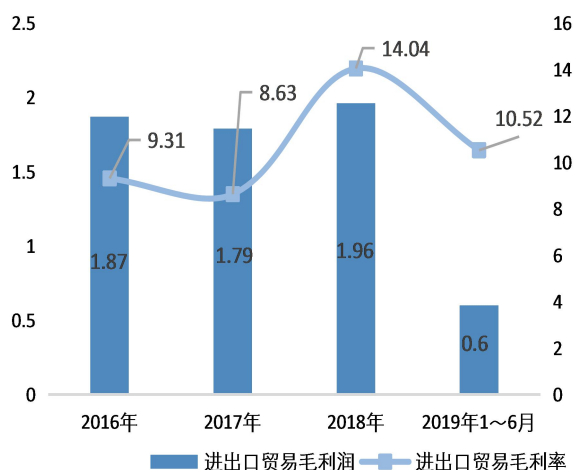
2019 年国际贸易形势较为动荡，将对公司进出口贸易业务将造成一定影响。

⁵ 是一家厂商根据另一家厂商的规格和要求，设计和生产产品。受委托方拥有设计能力和技术水平，基于授权合同生产产品。

图表 11: 进出口贸易销售情况 (单位: 亿元)



图表 12: 进出口贸易盈利情况 (单位: 亿元、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

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 2019 年 9 月公司已转让完毕其持有的成大弘晟全部股权。

受页岩油价格下降及石长沟矿产量尚未完全恢复的影响, 公司能源开发业务处于亏损状态

公司将成大弘晟的股权全部转让后, 能源开发业务只由新疆宝明负责运营, 生产的页岩油经初步分离, 作为燃料油对外销售。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。该矿区包括 4 个油页岩露天矿区, 即吉木萨尔县石长沟矿、木塔寺矿、吴家湾矿和白杨河矿, 截至目前仅有石长沟矿已获得采矿许可证。

公司新疆宝明油页岩综合开发利用一期项目为对四个矿井进行升级改造, 总投资为 43.41 亿元, 截至 2019 年 6 月末, 公司已投入 42.28 亿元, 资金来源为自有资金以及 2014 年、2015 年非公开发行股票募集资金。其中石长沟矿技改项目于 2018 年末完工, 已逐步恢复生产, 产能达到 60 万吨/年。

受页岩油价格大幅下跌影响, 公司油页岩项目面临较大经营压力, 能源开发业务仍处于亏损状态。2016 年~2018 年公司能源开发业务实现营业收入分别为 0.52 亿元、0.89 亿元和 1.98 亿元; 毛利润分别为 0.02 亿元、-0.01 亿元和 -0.04 亿元; 毛利率分别为 3.74%、-0.83% 和 -2.22%。2019 年 1~6 月, 公司能源开发业务营业收入 0.94 亿元, 毛利润 -0.02 亿元, 毛利率 -2.21%。

未来, 随着公司其他三个矿区的开采, 公司页岩油产量将有所提升。

股权投资

公司对广发证券和中华保险的投资收益规模较大, 为公司利润提供重要补充

公司其他业务主要为金融投资业务, 截至 2019 年 6 月末, 公司分别持有广发证券股份有限公司 (以下简称“广发证券”) 和中华联合保险集团股份有限公司 (简称“中华保险”) 的 16.40% 和 19.595% 的股权。2016 年~2018 年, 公司获得的投资收益分别为 15.02 亿元、16.26

亿元和 8.78 亿元，规模较大，占同期公司利润总额的 123.11%、100.31%和 89.32%，是公司利润的重要来源。

未来随着国内金融机制不断完善，市场逐步开放，金融业务运营环境将不断改善，广发证券及中华保险仍将具备较强的盈利能力，公司投资收益有望提升。

综上所述，疫苗业务为公司利润的主要来源，公司在人用狂犬病疫苗领域具很强的市场地位，近年来生物制药业务收入逐年提升，毛利率维持在较高水平，盈利能力较强；同时来自广发证券和中华保险的投资收益对公司利润提供重要补充。

公司治理与战略

公司股权较为分散，控股股东持股比例较低，法人治理结构较为完善，业务定位及战略发展较为清晰

截至 2019 年 6 月末，公司总股本为 15.30 亿股，国资公司持有公司 11.11%的股权，为公司控股股东，辽宁省国资委为公司实际控制人。特华投资控股有限公司持有 8.06%股权，为公司第二大股东，新华联控股有限公司持有 5.18%的股权，为公司第三大股东。公司股权结构较为分散，控股股东持股比例较低。

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 9 人组成，其中 3 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。

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，不断提升公司价值和影响力。

财务分析

财务概况

公司提供了 2016 年~2018 年及 2019 年 1~6 月合并财务报告。华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年~2018 年合并财务报表进行审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2019 年 1~6 月财务报表未经审计。截至 2019 年 6 月末，公司纳入合并报表的直接控股子公司 11 家。

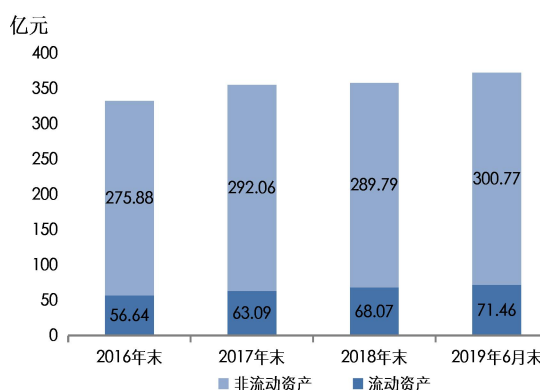
资产构成与资产质量

公司资产以非流动资产为主，持有的广发证券和中华保险的股权价值很高且均未质押，变现能力较强

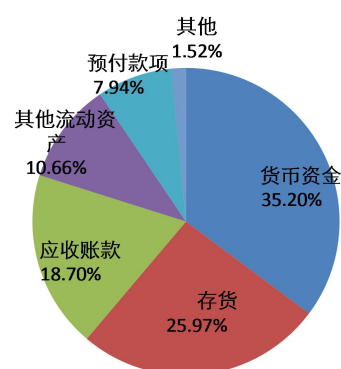
公司资产总额逐年增长，资产结构以非流动资产为主，截至2019年6月末，公司非流动资产占比为80.80%。

公司流动资产逐年增长，主要由货币资金、存货和应收账款构成，2018年末合计占比79.87%。近年来，货币资金期末余额呈增长态势，主要是公司主营业务规模扩大所致，2019年6月末公司货币资金为19.02亿元，其中非受限的货币资金为17.78亿元。2018年末公司存货主要由库存商品、半成品和在途物资构成，计提存货跌价准备0.70亿元；公司存货周转能力逐年提高。公司应收账款主要由商品流通业务中的国内贸易业务产生，近年来逐年下降，主要系公司加大回款力度，并严格控制账期所致。2018年末，公司单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款为3.88亿元，计提比例为68.09%，按账龄来看，1年以内的占比88.68%。应收账款前两名为河北鑫达钢铁有限公司及唐山鑫晶特钢有限公司，合计占比17.56%，未计提坏账准备。

图表 13：公司资产构成情况



图表 14：2018 年末流动资产构成



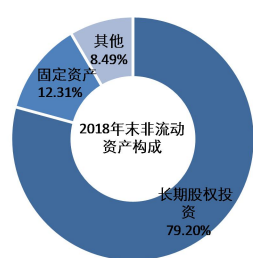
类型	2016 年末	2017 年末	2018 年末
存货周转率	5.70	7.52	9.86
总资产周转率	0.29	0.39	0.53

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产较为稳定，主要由长期股权投资及固定资产构成，2018年末合计占非流动资产的比例为91.51%。公司长期股权投资账面价值基本保持稳定，主要为对广发证券和中华保险的投资，公司持有的广发证券和中华保险的股权价值较高且均未质押，变现能力较强。公司固定资产波动增长，主要由房屋及建筑物和机器设备构成。其中2018年末同比增长12.03%，主要系在建工程转固所致。

截至2019年6月末，公司受限资产共计2.44亿元，占期末资产总额的0.66%，占期末净资产的1.08%，主要用于保证金以及抵质押借款，其中以受限的货币资金及固定资产为主。

图表 15: 非流动资产构成及资产受限情况 (单位: 亿元)



截至 2019 年 6 月末受限资产	账面价值	受限金额	受限原因
货币资金	19.02	1.24	保证金及质押
固定资产	39.57	1.20	办公楼抵押
合计	58.59	2.44	-

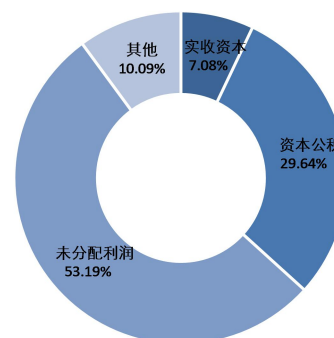
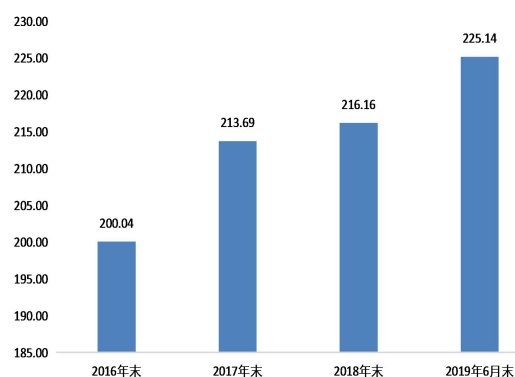
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

资本结构

受益于经营积累, 公司所有者权益逐年增加, 未分配利润占比较高, 稳定性较弱

受益于经营积累, 公司所有者权益逐年增加。2018 年末, 公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积、实收资本和少数股东权益构成, 其中未分配利润逐年增长, 对所有者权益贡献较大。公司实收资本保持为 15.30 亿元, 资本公积及少数股东权益变动幅度不大。

图表 16: 公司所有者权益情况 (单位: 亿元) 图表 17: 2018 年末公司所有者权益构成

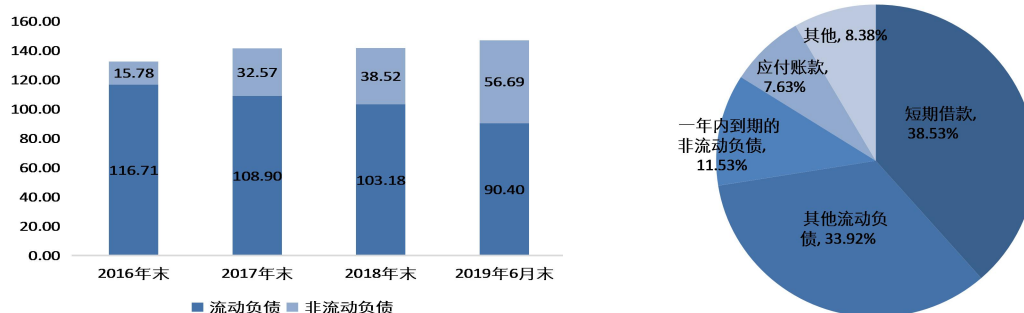


资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

近年来公司债务规模持续增长, 短期有息债务占比较高, 2019 年存在一定集中兑付压力

公司负债总额逐年增长, 以流动负债为主。流动负债逐年下降, 主要由短期借款、其他流动负债及一年内到期的非流动负债构成, 合计占比为 91.62%。公司短期借款主要由保证借款和信用借款构成, 整体波动下降。2017 年末短期借款同比增长 29.15%, 主要用于补充流动资金; 2018 年末同比下降 29.15%, 主要系公司调整借款结构, 减少短期借款所致。公司短期借款利率区间主要在同期银行贷款基准利率。公司其他流动负债主要为短期融资券及超短期融资券, 由“18 辽成大 CP001”和“19 辽宁成大 CP001”构成, 募集资金用途主要为偿还银行贷款等。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款 1.90 亿元和一年内到期的应付债券“16 辽成大 MTN001”10.00 亿元构成。

图表 18: 公司总负债构成情况 (单位: 亿元) 图表 19: 2018 年末公司流动负债构成



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

近年来, 公司非流动负债逐年增长, 主要系公司应付债券增加所致。公司非流动负债主要由应付债券构成, 截至 2019 年 6 月末, 占比达 93.49%, 其余为长期借款、递延收益和预计负债等, 占比较小。公司应付债券增速较快, 主要系公司调整债务结构, 增加债券融资所致。其募集资金用途主要是用于偿还到期有息债务、补充流动资金等。2019 年 7 月 4 日, 公司发行“19 辽成大 MTN003”, 发行金额为 5.00 亿元, 发行利率为 4.80%。

图表 20: 截至 2019 年 6 月末公司应付债券明细 (单位: 亿元、%)

简称	起息日	到期日	发行金额	期末余额	票面利率	行权日
17 辽成大 MTN001	2017-08-16	2020-08-16	14.00	14.00	5.05	2020-08-16
17 辽成大 PPN001	2017-12-28	2020-12-28	0.50	0.50	4.75	2020-12-28
18 辽成大 PPN001	2018-01-12	2021-01-12	0.50	0.50	4.75	2021-01-12
18 成大 01	2018-01-26	2023-01-26	3.00	3.00	6.35	2021-01-26
18 辽成大 MTN001	2018-03-20	2021-03-20	10.00	10.00	5.89	2021-03-20
18 辽成大 PPN002	2018-10-22	2021-10-22	0.50	0.50	5.20	2021-10-22
18 辽成大 PPN003	2018-11-16	2021-11-16	0.50	0.50	5.20	2021-11-16
18 辽成大 PPN004	2018-12-13	2021-12-13	0.50	0.50	5.20	2021-12-13
18 辽成大 PPN005	2018-12-28	2021-12-28	0.50	0.50	5.20	2021-12-28
19 辽成大 MTN001	2019-01-18	2022-01-18	10.00	10.00	4.50	2022-01-18
19 辽成大 MTN002	2019-03-26	2022-03-26	8.00	8.00	4.80	2022-03-26
19 成大 01	2019-04-08	2022-04-08	5.00	5.00	5.10	2022-04-08

资料来源: Wind, 东方金诚整理

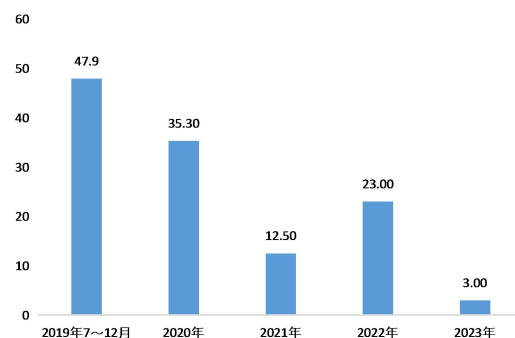
2016 年~2018 年末及 2019 年 6 月末, 公司全部有息债务逐年小幅增长, 以短期有息债务为主。同期末, 公司资产负债率逐年小幅下降, 处于较低水平。全部债务资本化比率逐年有所提升。未来, 公司在建工程投资压力较小, 债务规模将保持稳定, 但同时需注意的是, 公司存在债务结构与资产结构不相匹配的情况。

从债务期限结构来看, 截至 2019 年 6 月末, 公司短期债务规模较大, 以短期借款和其他流动负债为主, 存在一定集中兑付压力。

图表 21：公司负债比率情况（单位：%）



图表 22：截至 2019 年 6 月末公司全部债务期限结构（单位：亿元）



图表 23：2016 年~2018 年末及 2019 年 6 月末公司债务情况（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
短期有息债务	94.71	90.59	86.69	68.70
长期有息债务	10.00	25.48	35.00	53.00
全部债务	104.71	116.07	121.69	121.70

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年 6 月末，公司无对外担保。

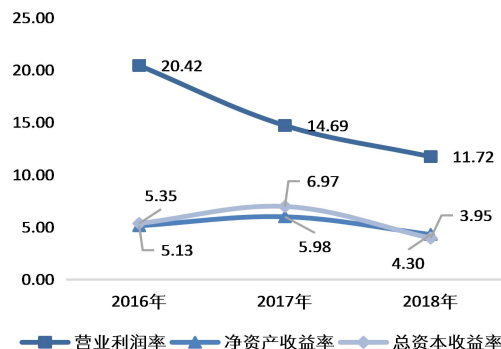
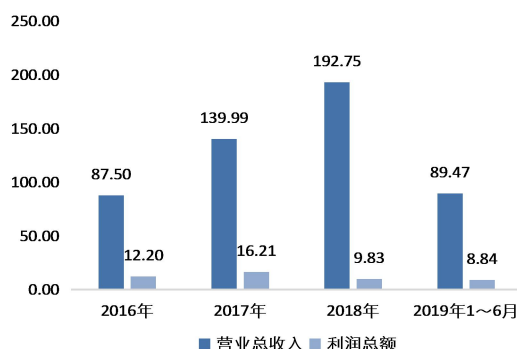
盈利能力

近年公司营业收入逐年增长，投资收益是公司利润总额的重要来源，2018 年受投资收益减少的影响公司利润总额下降较大

近年，公司营业收入逐年增长，受毛利率较低的商品流通业务规模扩大影响，营业利润率逐年下降。公司期间费用以销售费用为主，规模逐年增长，但期间费用率逐年下降。公司投资收益主要来自对广发证券和中华保险的投资收益，投资收益占当期利润总额的比例极高，投资收益是公司利润总额的重要来源，其中 2018 年同比下降 57.41%，主要系当年因证券行业等景气度下滑，广发证券及中华保险对公司贡献的投资收益减少。受投资收益下降影响，2018 年公司利润总额和净利润均有所下降，净资产收益率和总资本收益率均相应下降。

未来随着公司主营业务产品升级及投资收益回升的影响，公司盈利能力将有所增强。

图表 24：公司收入和利润情况（单位：亿元） 图表 25：公司主要盈利指标情况（单位：%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

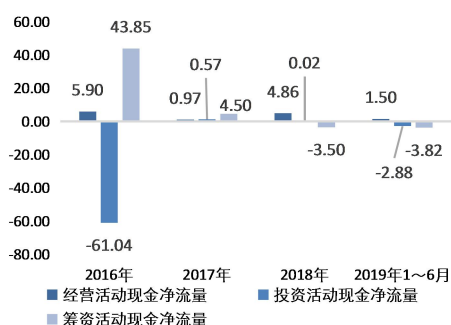
近年来公司经营性现金流净额有所波动但持续净流入，投融资活动净现金流规模下降

近年来，公司经营性现金流净额有所波动，但持续净流入。由于经营性应收项目增加以及经营性应付项目有所减少，2017年，公司经营性现金流较上年大幅减少4.93亿元；2018年，受业务周期影响，大宗商品贸易资金流入同比增加，公司经营性现金流净额较上年增加3.89亿元。现金收入比逐年下降。

投资性现金流净额波动较大，2016年投资性现金流大幅流出，主要系公司现金购买中华保险股权所致，2017年以来公司投资活动资金需求较少，投资性现金净额转为净流入；公司筹资活动现金流净额在2016年净流入规模较大，主要系公司当年现金购买中华保险股权，融资需求较大所致，2017年以来，融资需求有所下降。

未来公司在建项目支出规模较小，对外部融资需求仍处于较低水平。

图表 26 公司现金流情况（单位：亿元）



科目	2016年	2017年	2018年	2019年1~6月
经营活动现金流入	86.42	130.80	167.24	78.70
现金收入比 (%)	96.78	92.02	85.27	86.63
经营活动现金流出	80.52	129.83	162.38	77.20
投资活动现金流入	33.28	35.82	33.41	25.09
投资活动现金流出	94.32	35.24	33.39	27.98
筹资活动现金流入	158.76	133.39	114.62	49.90
筹资活动现金流出	114.91	128.89	118.13	53.72

资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2016年~2018年末及2019年6月末，公司流动比率及速动比率逐年提高。2016年~2018年，公司经营性流动负债比波动幅度较大，主要系2017年公司经营性净现金流大幅下降导致经营现金流动负债比降幅较大；截至2019年6月末，公司货币资金账面余额为19.02亿元，其

中未受限金额为 17.78 亿元，未使用授信额度为 90.51 亿元，短期有息债务为 68.70 亿元，公司账面资金及未使用授信对短期有息债务的具有一定的覆盖能力。

图表 27：2016 年~2018 年及 2019 年 6 月公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
流动比率	48.53	57.93	65.97	79.05
速动比率	35.78	42.57	48.84	54.06
经营现金流动负债比	5.06	0.89	4.71	-
EBITDA 利息倍数	4.06	4.69	3.18	-
全部债务/EBITDA	5.07	4.74	6.26	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同业比较

同业对比来看，公司资产总额高于对比组的其他企业，资产规模较大，营业收入、利润总额和毛利率水平处于对比组前列，资产负债率处于较低水平，经营现金流动负债比仅次于深圳市海普瑞药业集团股份有限公司和浙江康恩贝制药股份有限公司。受公司非流动资产规模占比较大的影响，公司流动比率较低。

图表 28 同业比较情况

项目	辽宁成大	南京医药股份有限公司	浙江英特集团股份有限公司	深圳市海普瑞药业集团股份有限公司	浙江康恩贝制药股份有限公司
资产总额（亿元）	357.87	195.55	89.93	136.55	107.13
营业总收入（亿元）	192.75	313.03	204.92	48.15	67.87
毛利率（%）	12.00	6.61	6.61	40.09	77.11
利润总额（亿元）	9.83	4.76	3.07	7.31	10.17
资产负债率（%）	39.60	78.99	76.83	54.27	45.93
经营现金流动负债比（%）	4.71	-2.42	2.57	14.83	15.41
流动比率（%）	65.97	116.89	125.29	124.32	134.22

注：以上企业最新主体信用等级为 AA+，数据来自各企业公开披露的 2018 年数据，东方金诚整理。

总体来看，近年来受公司业务规模扩大的影响，有息债务规模逐年增长。公司收入规模逐年增长，但由于金融行业景气度下滑，股权投资收益大幅下降的影响，公司利润整体有所下降，未来随着主营业务产品结构升级、金融行业景气度回升，公司主营获利能力及投资收益将有所增长，盈利能力将有所回升。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 9 月 12 日，公司在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。

本期债券偿债能力

本期债券基础发行规模 5.00 亿元，可超额配售不超过 7.00 亿元（含 7.00 亿元），若按 7.00 亿元计算，是公司 2019 年 6 月末全部有息债务和负债总额的 5.75% 和 4.76%，对公司债务结构的影响一般。截至 2019 年 6 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 39.52% 和 35.91%，本期债券发行后，公司负债总额将上升至 154.09 亿元，资产负债率将上升至 40.63%，全部债务资本化比率上升至 36.37%。考虑到本期债券募集资金部分拟部分用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担将低于上述模拟值。

以公司 2018 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 2.78 倍、23.89 倍、0.69 倍和 0.70 倍。

图表 29：本期债券偿债能力指标（单位：倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/本期发债额度	2.95	3.50	2.78
经营活动现金流入量偿债倍数	12.35	18.69	23.89
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.84	0.14	0.69
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-7.88	0.22	0.70

资料来源：公司提供，东方金诚整理

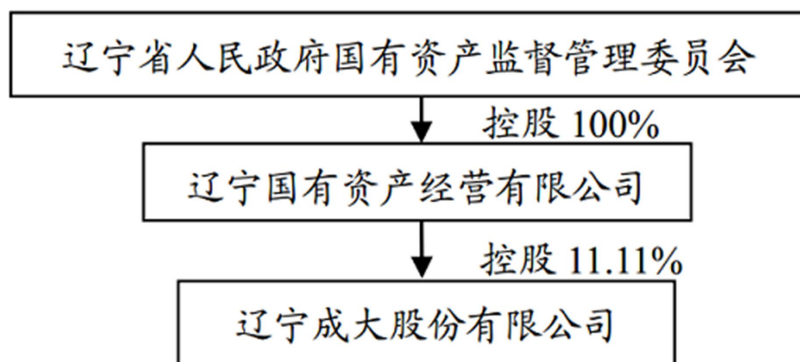
抗风险能力及结论

公司是全球最大的人用狂犬病疫苗生产企业，生产技术水平先进，在人用狂犬病疫苗领域具有很强的市场地位；公司狂犬疫苗议价能力较高，近年狂犬疫苗收入和毛利润稳定增长，未来随着消费者接种意愿恢复，公司狂犬疫苗产品销量有望进一步增长，毛利率仍将处于较高水平；公司是东北区域医药连锁龙头企业，近年医药连锁业务收入较为稳定，毛利率逐年提升，公司加强配送体系建设，未来医药连锁收入和毛利润将继续提升；公司持有的广发证券和中华保险的股权价值很高且均未质押，投资收益规模较大，变现能力较强。

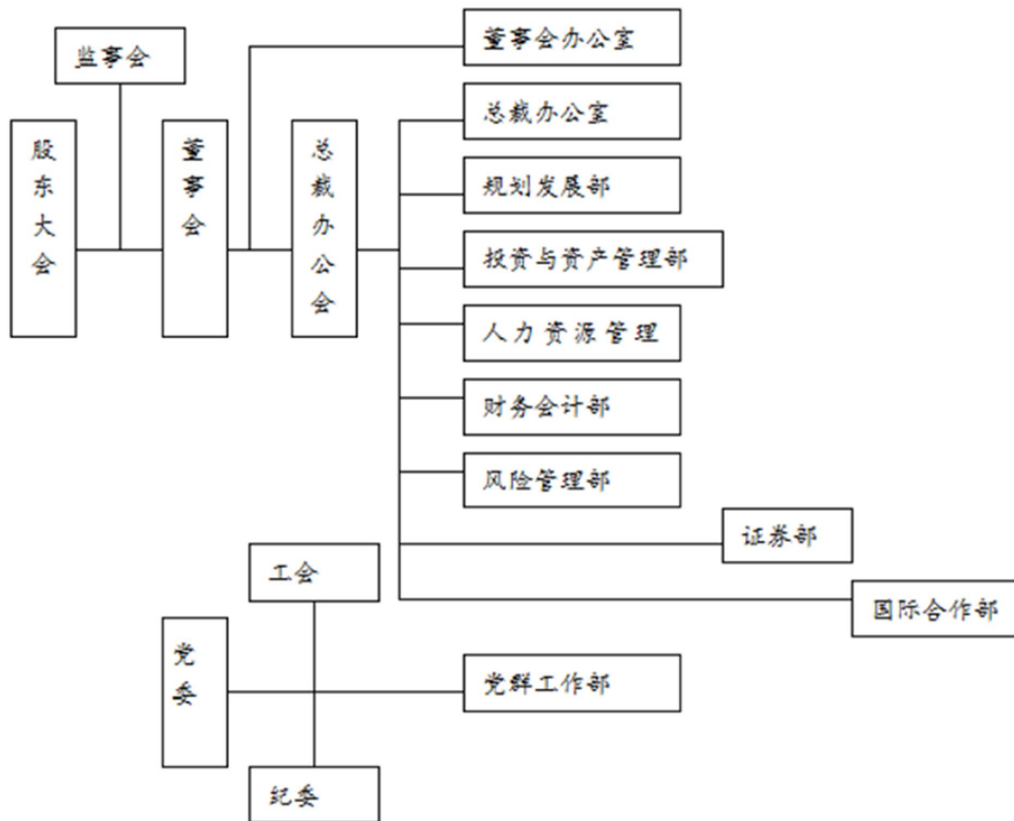
同时，东方金诚关注到，公司国内贸易业务毛利率很低，盈利能力较弱；受页岩油价格下降及石长沟矿产量尚未完全恢复等影响，公司能源开发业务处于亏损状态；公司股权结构较为分散，控股股东持股比例较低；近年来公司债务规模持续增长，短期有息债务占比较高，2019 年存在一定集中兑付压力。

综合考虑，东方金诚评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。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 2019 年 6 月末辽宁成大股权结构图



附件二：截至 2019 年 6 月末辽宁成大组织结构图



附件三：截至 2019 年 6 月末辽宁成大直接控股子公司情况（单位：万元、%）

序号	企业名称	注册资本	主营业务	持股比例
1	辽宁成大国际贸易有限公司	6000.00	国内外贸易	51.00
2	辽宁成大贸易发展有限公司	10000.00	国内外贸易	93.60
3	辽宁成大钢铁贸易有限公司	54000.00	国内外贸易	100.00
4	辽宁田牌制衣有限公司	3211.00	服装加工制造	100.00
5	成大方圆医药集团有限公司	23000.00	医药投资管理	100.00
6	辽宁成大生物股份有限公司	37480.00	生物药品研发、生产	60.74
7	辽宁成大能源科技有限公司	510.00	油母页岩能源技术研究	51.00
8	新疆宝明矿业有限公司	15696.20	矿石及矿产品购销	60.50
9	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
10	大连成大物业管理有限公司	50.00	物业管理	100.00
11	辽宁成大医疗服务管理有限公司	10000.00	商务服务	100.00

附件四：公司主要财务数据及指标

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	332.52	355.16	357.87	372.23
所有者权益 (亿元)	200.04	213.69	216.16	225.14
负债总额 (亿元)	132.49	141.47	141.70	147.09
短期债务 (亿元)	94.71	90.59	86.69	68.70
长期债务 (亿元)	10.00	25.48	35.00	53.00
全部债务 (亿元)	104.71	116.07	121.69	121.70
营业收入 (亿元)	87.50	139.99	192.75	89.47
利润总额 (亿元)	12.20	16.21	9.83	8.84
净利润 (亿元)	10.70	14.89	8.55	8.12
EBITDA (亿元)	20.64	24.49	19.45	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	5.90	0.97	4.86	1.50
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-61.04	0.57	0.02	-2.88
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	43.85	4.50	-3.50	-3.82
毛利率 (%)	20.89	15.02	12.00	13.28
营业利润率 (%)	20.42	14.69	11.72	12.93
销售净利率 (%)	12.22	10.64	4.43	9.08
总资本收益率 (%)	5.13	5.98	4.30	-
净资产收益率 (%)	5.35	6.97	3.95	-
总资产收益率 (%)	3.22	4.19	2.39	2.18
资产负债率 (%)	39.84	39.83	39.60	39.52
长期债务资本化比率 (%)	4.76	10.65	13.94	19.06
全部债务资本化比率 (%)	34.36	35.20	36.02	35.09
货币资金/短期债务 (倍)	0.18	0.25	0.28	0.28
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-52.66	1.33	4.01	-1.13
流动比率 (%)	48.53	57.93	65.97	79.05
速动比率 (%)	35.78	42.57	48.84	54.06
经营现金流动负债比 (%)	5.06	0.89	4.71	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.06	4.69	3.18	-
全部债务/EBITDA (倍)	5.07	4.74	6.26	-
应收账款周转次数 (次)	5.75	9.96	14.86	-
存货周转次数 (次)	5.70	7.52	9.86	-
总资产周转次数 (次)	-	0.41	0.54	-
现金收入比 (%)	96.78	92.02	85.27	86.63

附件五:主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注: EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

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+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金诚医药企业信用评级方法及模型 (RTFC020201907)》

附件六：企业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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“辽宁成大股份有限公司2019年公开发行公司债券（第二期）”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，包括但不限于账户设置、现金流归集、影响现金流归集的因素和防范措施、投资者保护措施等，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且不晚于每一会计年度结束之日起的六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
2019年9月27日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。