

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】013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根据跟踪评级安排对贵公司“18成大01”、“19成大01”和“19成大02”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，同时维持“18成大01”、“19成大01”和“19成大02”信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二〇二〇年四月二十四日



## 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  
2020年4月24日



## 辽宁成大股份有限公司主体及 相关债项 2020 年度跟踪评级报告

| 主体信用跟踪评级结果 | 跟踪评级日期    | 上次评级结果 | 上次评级日期    | 评级组长 | 小组成员 |
|------------|-----------|--------|-----------|------|------|
| AA+/稳定     | 2020/4/24 | AA+/稳定 | 2020/2/20 | 张晨曦  | 贾秋慧  |

债项信用

| 债项简称   | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|--------|--------|--------|
| 18成大01 | AA+    | AA+    |
| 19成大01 | AA+    | AA+    |
| 19成大02 | AA+    | AA+    |

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

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，控股股东为辽宁省国有资产经营有限公司，实际控制人为辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会。

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        | 25.00 | 25.00 |
|           | 市场地位        | 15.00 | 10.00 |
| 盈利能力      | 利润总额        | 10.00 | 9.41  |
|           | 净资产收益率      | 10.00 | 6.38  |
|           | 毛利率         | 10.00 | 4.12  |
| 债务负担与保障程度 | 经营现金流动负债比   | 10.00 | 8.89  |
|           | 资产负债率       | 10.00 | 8.94  |
|           | 全部债务/EBITDA | 10.00 | 5.90  |

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+

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

### 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，控股股东为辽宁省国有资产经营有限公司，实际控制人为辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会。

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

### 评级观点

公司仍是全球最大人用狂犬病疫苗生产企业，生产技术先进，在人用狂犬病疫苗领域仍保持很强的市场地位；跟踪期内，受益于狂犬疫苗产品量价齐升，公司生物制药业务收入及毛利率有所提升，未来公司狂犬疫苗产线将扩产且在研产品储备充足，仍将保持很强的盈利能力；但另一方面，跟踪期内，公司股权结构仍较为分散，第一大股东发生变更且持股比例较低；公司债务规模继续增长，短期有息债务占比仍较高，2020 年存在一定集中兑付压力。

综合分析，东方金诚维持辽宁成大主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；维持“18 成大 01”、“19 成大 01”和“19 成大 02”的信用等级为 AA+。

### 同业比较

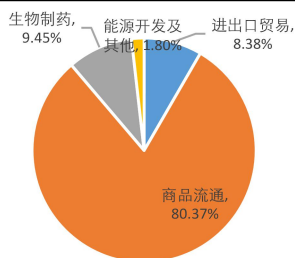
| 项目           | 辽宁成大股份有限公司 | 南京医药股份有限公司 | 浙江英特集团股份有限公司 | 深圳市海普瑞药业集团股份有限公司 | 浙江康恩贝制药股份有限公司 |
|--------------|------------|------------|--------------|------------------|---------------|
| 营业总收入（亿元）    | 177.46     | 371.56     | 204.92       | 48.15            | 67.87         |
| 利润总额（亿元）     | 14.86      | 5.89       | 3.07         | 7.31             | 10.17         |
| 净资产收益率（%）    | 5.80       | 9.55       | 10.75        | 9.48             | 13.95         |
| 毛利率（%）       | 14.88      | 6.61       | 6.61         | 40.09            | 77.11         |
| 经营现金流动负债比（%） | 8.54       | 5.86       | 2.57         | 14.83            | 15.41         |
| 资产负债率（%）     | 41.50      | 79.42      | 76.83        | 54.27            | 45.93         |

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定。

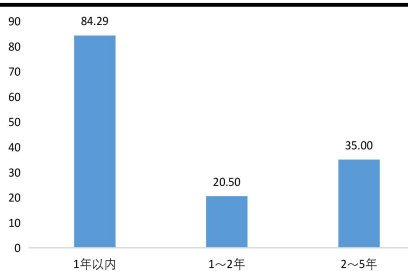
数据来源：公司及南京医药股份有限公司数据为公开披露的 2019 年数据，其他企业数据为公开披露的 2018 年数据，东方金诚整理

## 主要指标及依据

### 2019 年收入构成



### 2019 年末债务期限结构 (单位:亿元)



### 主要数据和指标

| 项目              | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 资产总额 (亿元)       | 355.16 | 357.87 | 392.62 |
| 所有者权益 (亿元)      | 213.69 | 216.16 | 229.67 |
| 全部债务 (亿元)       | 119.82 | 124.72 | 139.79 |
| 营业总收入 (亿元)      | 139.99 | 192.75 | 177.46 |
| 利润总额 (亿元)       | 16.21  | 9.99   | 14.86  |
| 经营性净现金流 (亿元)    | 0.97   | 4.86   | 8.80   |
| 营业利润率 (%)       | 14.69  | 11.72  | 14.47  |
| 资产负债率 (%)       | 39.83  | 39.60  | 41.50  |
| 流动比率 (%)        | 57.93  | 65.97  | 83.30  |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 4.89   | 6.36   | 5.58   |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 4.69   | 3.13   | 4.13   |

注：数据来源于公司 2017 年~2019 年的审计报告。

## 优势

- 公司仍是全球最大人用狂犬病疫苗生产企业，生产技术先进，在人用狂犬病疫苗领域仍保持很强的市场地位；
- 跟踪期内，受益于狂犬疫苗产品量价齐升，公司生物制药业务收入及毛利率有所提升，未来公司狂犬疫苗产线将扩产且在研产品储备充足，仍将保持很强的盈利能力；
- 跟踪期内，公司仍保持东北区域医药连锁领域龙头地位，通过加大医院周边店建设，公司医药连锁毛利率保持增长；
- 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，变现能力较强，受益于广发证券及中华保险盈利能力提升，公司投资收益大幅增长。

## 关注

- 跟踪期内，公司股权结构仍较为分散，第一大股东发生变更且持股比例较低；
- 跟踪期内，受钢材价格下滑影响，公司国内贸易业务收入有所下滑，盈利能力仍偏弱；
- 受期间费用率增长影响，主营业务获利有所下降，利润总额对投资收益仍有较大依赖；
- 公司债务规模继续增长，短期有息债务占比仍较高，2020 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 (RTFC020202004) 》

## 历史评级信息

| 主体信用等级 | 债项名称                        | 债项信用等级 | 评级时间      | 项目组     | 评级方法及模型                              | 评级报告                 |
|--------|-----------------------------|--------|-----------|---------|--------------------------------------|----------------------|
| AA+/稳定 | 主体及“19 辽成大 CP001” 2020 年度跟踪 | A-1    | 2020-2-20 | 张晨曦 贾秋慧 | 《东方金诚医药企业信用评级方法及模型 (RTFC020201907) 》 | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA+/稳定 | 18 成大 01                    | 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)        | <a href="#">阅读原文</a> |

注：自 2018 年 1 月 15 日（首次评级）以来，辽宁成大主体信用等级未发生变化，均为 AA+/稳定。

## 本次跟踪相关债项情况

| 债项简称     | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级日期    | 发行金额（亿元） | 存续期                   |
|----------|--------|--------|-----------|----------|-----------------------|
| 18 成大 01 | AA+    | AA+    | 2019/6/6  | 3.00     | 2018/01/26~2023/01/26 |
| 19 成大 01 | AA+    | AA+    | 2019/6/6  | 5.00     | 2019/04/08~2022/04/08 |
| 19 成大 02 | AA+    | AA+    | 2019/9/27 | 7.00     | 2019/10/31~2022/10/31 |

注：“18 成大 01” 内含特殊条款，附第 3 年末投资者回售选择权及发行人调整票面利率的权利，行权日为 2021 年 1 月 26 日。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及辽宁成大股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）（以下简称“18 成大 01”）、辽宁成大股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（以下简称“19 成大 01”）和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“19 成大 02”）的跟踪评级安排，东方金诚基于辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”或“公司”）提供的 2019 年审计报告以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

**跟踪期内，公司仍主要从事生物制药、商品流通及出口贸易等业务，股权结构较为分散，第一大股东发生变更且持股比例较低**

辽宁成大主要从事生物制药、商品流通及进出口贸易等业务。2018 年 11 月，经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”）批复，辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“国资公司”）吸收合并辽宁成大集团有限公司（以下简称“成大集团”），公司控股股东由成大集团变更为国资公司。

根据公司 2020 年 2 月 10 日发布的《辽宁成大股份有限公司关于股东权益变动的提示性公告》，称 2020 年 2 月 8 日，韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”）与新华联控股有限公司（以下简称“新华联控股”）签署了股份转让协议，约定将新华联控股所持有的公司 79272774 股（占公司总股本的 5.18%）通过协议转让的方式转让给韶关高腾。转让完成后，韶关高腾持有公司 12.46%的股权，新华联控股不再持有公司股份。韶关高腾持有公司股权的比例超过国资公司，成为公司第一大股东。同时根据《公司法》、《收购管理办法》的相关规定及韶关高腾 2020 年 2 月出具的《未来 12 个月内不谋求控制权的承诺函》，转让完成后，公司第一大股东发生变更，实际控制人不变。截至本报告出具日，公司总股本为 15.30 亿股，韶关高腾持有公司 12.55%股权，为公司第一大股东；国资公司持有 11.11%股权，为公司第二大股东，广西鑫益信商务服务有限公司（以下简称“广西鑫益信”）持有 8.209%股权<sup>1</sup>，广西鑫益信及其一致行动人持股比例为 10.006%，为公司第三大股东，公司股权结构较为分散。辽宁省国资委持有国资公司 100.00%的股权，仍为公司实际控制人。

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，2019 年末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居前。公司商品流通业务包括医药连锁和国内贸易，进出口贸易业务主要产品包括纺织品大类、化工产品、水产品及其他等。

截至 2019 年末，公司资产总额为 392.62 亿元，所有者权益为 229.67 亿元；2019 年实现营业总收入 177.46 亿元，利润总额 14.86 亿元。

<sup>1</sup> 2020 年 1 月 21 日，公司发布《关于股东权益变动的提示性公告》，特华投资控股有限公司已将所持股权 8.0586%，全部转让给广西鑫益信商务服务有限公司。转让完成后，广西鑫益信商务服务有限公司及一致行动人将持有公司 9.855%的股权。截至 2019 年末，广西鑫益信持有公司 8.21%的股权，为公司第三大股东。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经证监许可〔2017〕2327号核准，公司获准发行总额不超过20.00亿元公司债券。

公司于2018年1月发行3.00亿元公司债券，简称“18成大01”，票面利率6.35%，起息日为2018年1月26日，到期日为2023年1月26日。债券期限5年，第3年末附公司上调票面利率选择权和投资者回收选择权。截至本报告出具日，募集资金已按用途使用完毕。

公司于2019年4月发行5.00亿元公司债券，简称“19成大01”，票面利率5.10%，起息日为2019年4月8日，到期日为2022年4月8日。债券期限为3年，采用固定利率，每年付息一次，到期一次性还本付息。截至本报告出具日，募集资金已按用途使用完毕。

公司于2019年10月发行7.00亿元公司债券，简称“19成大02”，票面利率4.96%，起息日为2019年10月31日，到期日为2022年10月31日。发行期限为3年，采用固定利率，每年付息一次，到期一次性还本付息。截至本报告出具日，募集资金已按用途使用完毕。

截至本报告出具日，“18成大01”、“19成大01”付息情况正常，“19成大02”尚未发生利息偿付。

## 宏观经济与政策环境

### 一季度GDP同比将出现较大幅度负增长，海外疫情升温会制约二季度经济反弹

2月前后国内新冠疫情处于高发期，必要的防控措施已对消费、投资及对外贸易活动带来严重冲击，1~2月主要宏观经济指标均现两位数的同比负增长。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速。但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响。预计一季度GDP同比增速将为-5.0%至-10.0%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍将处于高发期，外需会出现更大幅度下滑，我们估计当季GDP增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫情在上半年晚些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年GDP增速将在3.5%左右。

### 一季度宏观政策以“救急”为主，二季度之后有可能出台全面经济纾困计划

2月以来央行实施降息降准，定向滴灌力度明显加大，财政减税降费持续加码，重点缓解疫情期间小微企业面临的生存及运营压力，稳定就业岗位。考虑到本次疫情冲击烈度远超预期，会对全年就业形势形成较大压力，预计二季度之后有可能出台全面经济纾困计划，主要包括大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及房地产限购等。为此，除上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模外，不排除年内发行特别国债筹资的可能。未来货币政策将保持边际宽松态势，二季度降息降准还会持续推进，同时央行将坚守不搞大水漫灌底线。

## 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，市场集中度有望进一步提高

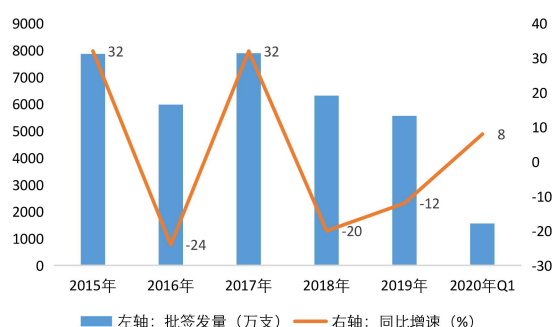
我国是世界上最大的疫苗生产国，目前我国共有 45 家疫苗生产企业，国产疫苗约占全国总批签发量的 95%以上。随着我国人均可支配收入的增加带来的支付意愿和支付能力的增强，以及居民接种意识的提高，二类苗<sup>2</sup>批签发量占比逐步提高。狂犬病是世界范围内广泛传播的人兽共患病，狂犬疫苗的需求具有刚性，市场规模处于相对稳定的状态。近年来狂犬疫苗国内市场主要生产企业是长春长生、诺诚生物、辽宁成大和宁波荣安等。

2018 年，“长春长生疫苗事件”爆发后，一方面疫苗行业陷入信用危机，下游消费者对于疫苗接种较为谨慎，行业景气度有所下行；另一方面，疫苗行业监管加强，疫苗批签发量受到严格控制，部分中小企业因指标不合格导致所获批签发量大幅下降，批签发资格向大型生产企业偏移。具备指标提升能力、具备品牌及口碑影响力的企业进一步获益。尤其是狂犬疫苗行业，产品发展较为成熟，市场竞争较为激烈，老牌大型生产企业在行业负面事件中更为受益。

2019 年受疫苗事件负面影响逐步消退，狂犬疫苗批签发量降幅同比收窄，行业进入稳健增长阶段。受益于下游需求恢复，行业景气度回暖，狂犬疫苗产品价格回升，企业盈利能力提升。2019 年狂犬疫苗行业批签发量 CR3 为 81%，较 2018 年进一步提升 21 个百分点，处于较高水平。其中辽宁成大批签发占有率从 2018 年的 29%提升至 2019 年的 64%，处于狂犬疫苗行业龙头地位。

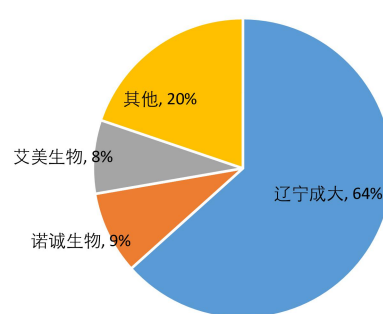
2020 年 1~3 月，狂犬疫苗批签发量为 1554.3 万支，同比增长 8%，增速回正，新冠病毒疫情对行业影响较小。预计 2020 年，行业维持向好趋势，产品价格有望进一步提升。

图表 1 近年狂犬疫苗批签发情况



资料来源：中检院，东方金诚整理

图表 2 2019 年狂犬疫苗市批签发量占比



<sup>2</sup> 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。

## 医药流通行业

医药流通行业受益于“4+7”等一系列医改政策推行，行业内企业盈利有所改善，预计未来医药零售行业电商化、连锁化将加速推进，行业资源整合有益于龙头企业

近年来我国医疗改革不断深化，医改政策不断出台，2017年医疗改革政策出台300余份，涵盖医药、医疗、医保以及流通等几大领域的所有细分方面。伴随相关政策如两票制全面落地、进口药品关税调整、抗癌药降价、“4+7”带量采购、医保控费、分级诊疗等相关政策的推进及落实，我国医药流通行业进入改革阵痛期，2017年~2018年全国七大类医药商品销售总额增速同比下滑，行业销售增速放缓。

随着国内医药流通企业的不断调整，新政策的优化作用逐步显现，我国医药流通行业出现正增长拐点。2019年全国七大类医药商品销售总额23303亿元（含税），同比增长8.87%，增速提升1.36个百分点。行业实现有序竞争，企业集中度有所提高，同时，“4+7”政策让配送能力较强、网络布局较广的龙头医药流通企业更加收益，同时“带量采购”的模式也缓解了医药流通企业的现金流压力。

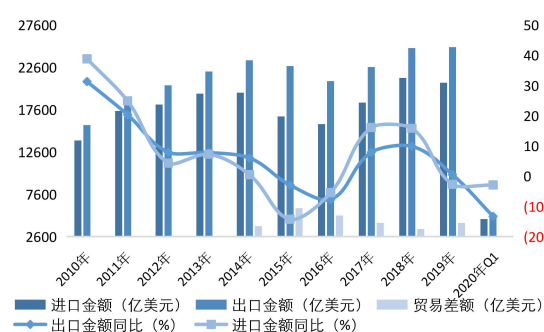
2020年受疫情影响，国内对防控医药的需求进一步提升，具备配送能力的医药流通企业在抗击疫情中起到了区域物资保障供应和配送的职能，叠加国家对疫情防控领域的相关支持，医药流通企业的销售、采购成本有所降低，盈利能力增强。2020年，医药流通企业的连锁率将进一步提高，年轻一代对便捷的需求及网络的应用，将推进医药零售的线上电商化发展。但同时，医药流通行业的资源整合将加剧行业竞争，龙头企业的市场份额将进一步提高。

## 贸易行业

2020年受新冠疫情及国际贸易形势动荡的影响，我国进出口贸易走势存在下行风险，贸易企业经营不确定性加大

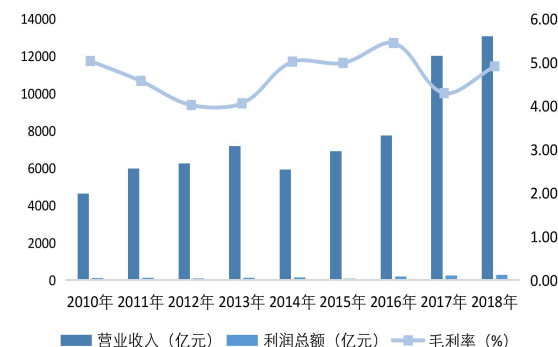
近年来伴随我国经济规模的不断扩大，国内贸易总量稳定增长。受益于世界经济复苏和国内供给侧改革政策的实施，2018年以来我国制造业外贸持续景气，进出口贸易金额增速大幅上升。贸易企业“抢出口”效应显著，营业收入及利润总额均有较大幅度的增长。

图表3 中国对外贸易进出口情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表4 贸易行业上市及发债企业盈利情况



2019年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。同时，国际贸易出口对象发生改变。贸易企业收缩战线，加大一带一路等周边国家的贸易出口，以减少欧美国家政策变化带来的贸易风险。2019年我国出口金额同比增长0.51%，增速大幅放缓，进口金额同比增长-2.72%，同比下滑18.55个百分点。2020年新冠疫情全球性爆发，部分国家采取封国措施，对我国进出口贸易商形成较大冲击。2020年1~3月，我国出口金额同比增长-13.30%，进口金额同比增长-2.90%，跌幅进一步扩大。未来国际贸易形势不确定性较大，我国对外贸易走势下行风险犹存，叠加国内经济疲软，进出口增速或将继续回落。预计2020年我国进出口贸易增长空间将受国际形势波动的影响而有所抑制，贸易企业经营效益不确定性仍较大。

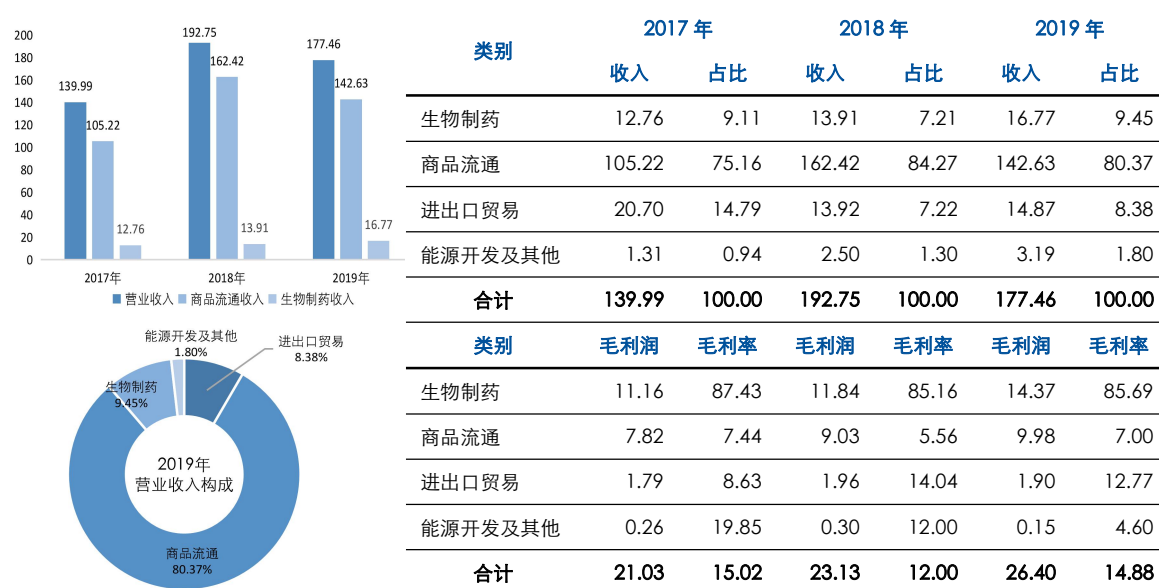
## 业务运营

### 经营概况

公司收入和毛利润仍主要来源于生物制药、商品流通及进出口贸易等业务，跟踪期内，公司营业收入同比有所下滑，毛利润及毛利率有所回升

2019年，公司收入和毛利润仍主要来源于生物制药、商品流通及进出口贸易等业务。跟踪期内，公司营业收入同比下滑7.94%，受益于生物制药及商品流通业务盈利增强，毛利润同比增长14.14%，毛利率同比提高2.88个百分点。

图表5 公司营业收入、毛利情况及2019年收入构成（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 生物制药

跟踪期内，公司生物制药业务仍主要由辽宁成大生物股份有限公司<sup>3</sup>（以下简称“成大生物”）运营。

<sup>3</sup> 子公司辽宁成大生物股份有限公司已在新三板上市，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。

**跟踪期内，公司仍是全球最大的人用狂犬病疫苗生产企业，生产技术先进，在人用狂犬病疫苗领域仍保持很强的市场地位**

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，均获得国家 GMP 认证<sup>4</sup>，生产技术和产品品质达国际先进水平。截至 2019 年末，公司人用狂犬病疫苗年产能 1000 万人份（5 只为 1 人份），仍为国内最大的人用狂犬病疫苗生产企业，国内狂犬疫苗批签发量占比超 60%，国内狂犬疫苗产品销售市场占有率超 70%。公司乙脑疫苗年产能 1000 万人份，在乙脑灭活疫苗领域产能居前，公司生产的乙脑疫苗产品是目前中国市场上唯一在售的灭活乙脑疫苗，安全性更高，“成大利宝”品牌在业内具有较高的认可度。

**图表 6 冻干人用狂犬病疫苗生产企业的批签发占比（单位：%）**

| 企业名称           | 2019 年 | 2020 年 1~3 月 |
|----------------|--------|--------------|
| 辽宁成大           | 64     | 67           |
| 广州诺诚生物制品股份有限公司 | 9      | 33           |
| 宁波荣安生物药业有限公司   | 8      | -            |
| 合计             | 81     | 100          |

资料来源：中国食品药品检定研究院，东方金诚整理

**跟踪期内，受益于狂犬疫苗产品量价齐升，公司生物制药业务收入及毛利率有所提升，未来公司狂犬疫苗产线将扩产且在研产品储备充足，仍将保持很强的盈利能力**

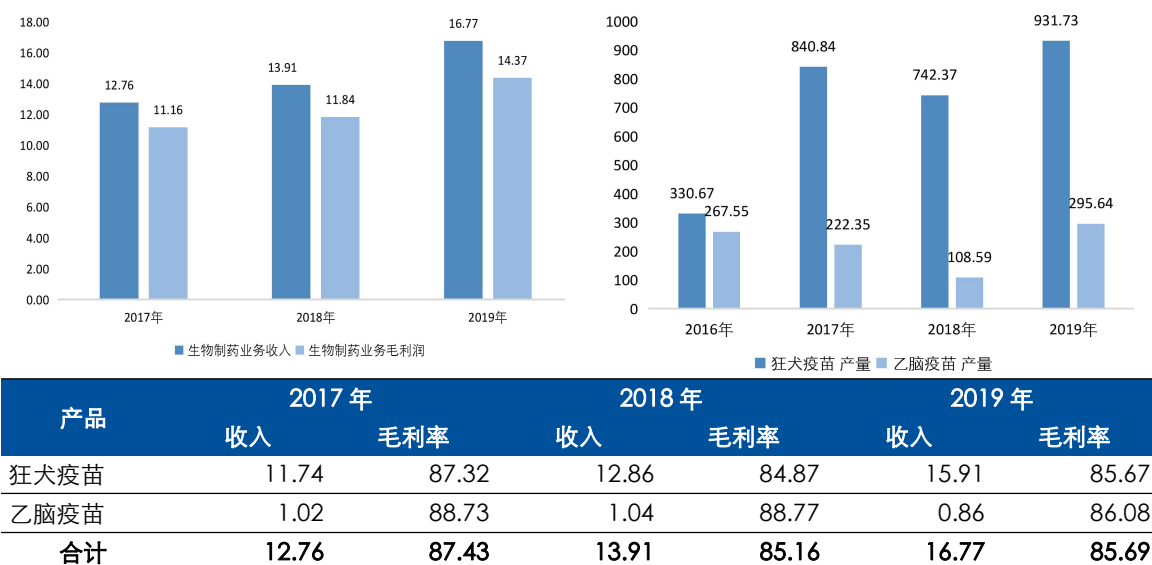
公司生物制药业务收入 90%以上仍来自狂犬疫苗产品。跟踪期内，公司保持 1000 万人份/年的狂犬疫苗及 1000 万支/年乙脑疫苗的产能，产能利用率受每年批签发量<sup>5</sup>影响而有所波动。2019 年受益于公司产品品质过硬、技术指标达到中检院最新要求，公司狂犬疫苗所获批签发量增长较快，产量大幅提高，产能利用率突破 90%以上。乙脑疫苗产量也有所增加，但产能利用率仍处于较低水平。跟踪期内，狂犬疫苗产品量价齐升，盈利能力增强，乙脑疫苗产品毛利率略有下降，生物制药业务整体收入及毛利率有所提升，维持在较高水平，盈利能力增强。

公司在研疫苗近十余项，预计三年内多项新产品将陆续进入临床试验阶段，新产品储备较为充足。目前公司狂犬疫苗产线接近满负荷生产，公司在积极建设二期产线，计划新增狂犬疫苗产能 400 万人份/年，同时积极推动分拆成大生物科创板上市，拓展融资渠道。未来公司生物制药业务仍将有望保持很强的盈利能力。

<sup>4</sup> GMP 是英文 GOOD MANUFACTURING PRACTICE 的缩写，中文含义是“良好生产规范”。世界卫生组织将 GMP 定义为指导食物、药品、医疗产品生产和质量管理的法规。药品 GMP 认证是国家依法对药品生产企业（车间）和药品品种实施 GMP 监督检查并取得认可的一种制度，分为国家和省两级。

<sup>5</sup> 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。

图表7 公司生物制药业务盈利及生产情况（单位：亿元、%、万人份）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

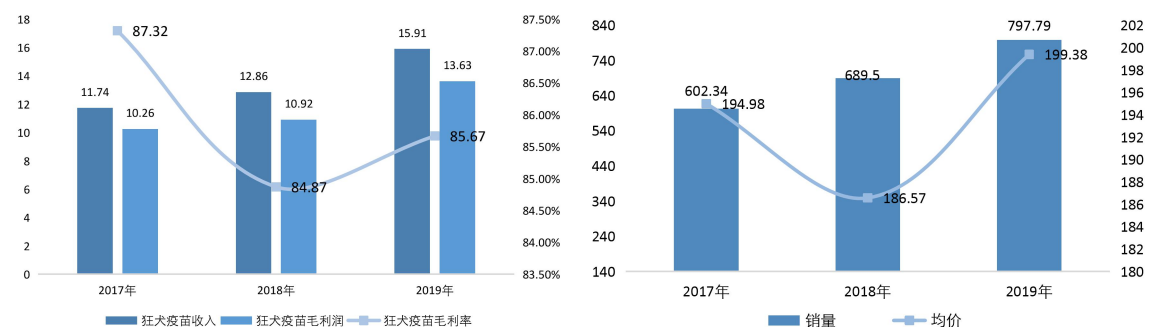
## 1. 狂犬疫苗

跟踪期内，受益于需求回暖及品牌优势，公司狂犬疫苗产品量价齐升，收入及利润有所提升，毛利率保持较高水平

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，客户较为稳定。狂犬疫苗主要原材料血清及人血白蛋白价格基本稳定，且得益于产品技术和品牌优势、行业地位较强，公司产品议价能力较高，狂犬疫苗毛利率一直维持较高水平。

2019 年，公司狂犬疫苗产品收入及毛利润均实现同比增长，主要系国内“长生生物疫苗事件”负面影响减弱，需求有所回暖、产品价格回升所致。预计 2020 年，消费者接种意愿逐步恢复、长生生物面临停产，公司狂犬疫苗销量有望继续提升；同时，公司加大研发力度，推动在研产品临床实验，进行产品结构升级，产品销售价格将有所提升，收入将保持稳定增长，毛利率也将有所回升。

图表8 公司狂犬疫苗收入、毛利及销售情况（单位：亿元、万人份、元/人份）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

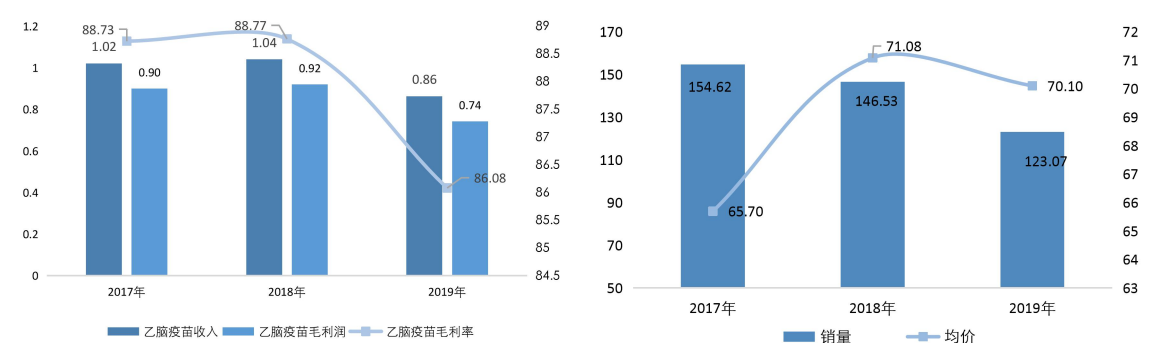
## 2.乙脑疫苗

跟踪期内，公司调整销售策略，乙脑疫苗产品销量及均价略有下滑，收入及毛利同比小幅下降，未来随着公司加大销售下沉和消费者接种意愿增强，利润仍有增长空间

公司是国内唯一一家生产灭活乙脑疫苗的企业，每批灭活乙脑疫苗产品均获得中国食品药品检定研究院的批签发合格证，合格率达100%。公司乙脑疫苗产品属于国家二类疫苗，不享受医保政策，消费者需自费接种。跟踪期内，公司根据国内需求，调整产品销售策略，增加狂犬疫苗产销量，而乙脑疫苗销量及均价均略有下滑。乙脑疫苗业务收入小幅下降，毛利率同比小幅下滑。

公司乙脑疫苗为灭活疫苗，安全性较活性疫苗更高，由于不享受医保政策，产品价格相对较高，对销售有所限制。公司将加大乙脑疫苗推广，将产品下沉至村镇，同时，随着消费者生活水平提高、对安全保障越来越看重，公司灭活性乙脑疫苗销售将逐步增加，利润仍有增长空间。

图表9 公司乙脑疫苗收入、毛利和销售情况（单位：亿元、%、万人份、元/人份）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

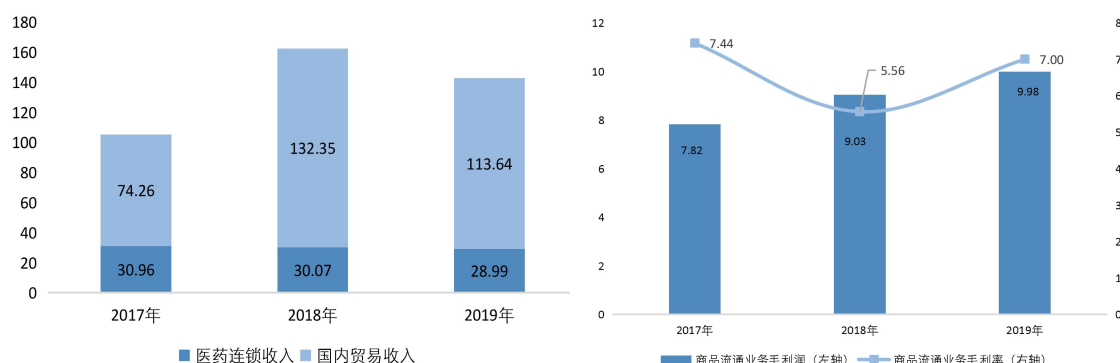
## 商品流通

跟踪期内，公司商品流通业务仍主要由医药连锁及国内贸易构成，整体业务收入有所下滑，毛利润及毛利率有所增长

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；国内贸易业务的主要品种包括钢铁、煤炭和其他等。2019年公司商品流通业务收入略有下滑，毛利润保持增长，毛利率受医药连锁业务盈利增强影响而有所上升。

图表 10 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

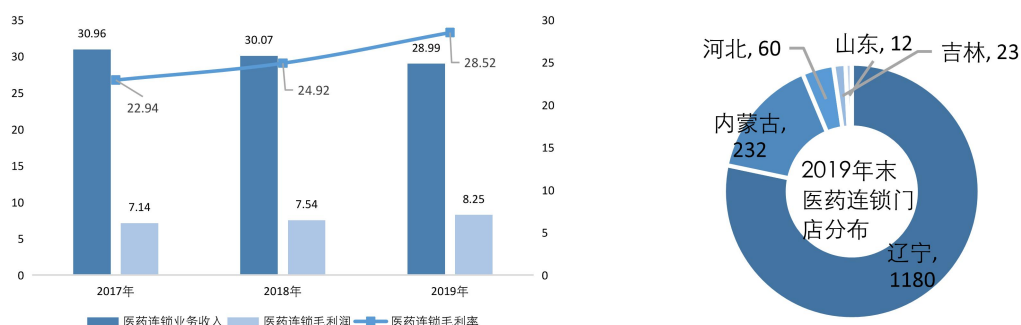
## 1. 医药连锁

跟踪期内，公司仍保持东北区域医药连锁领域龙头地位，公司加大医院周边店建设，医药连锁毛利率保持增长

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 年末，公司共有医药连锁门店 1507 家，以直营店为主，均已取得药品经营许可证、GSP 认证等相关资质。跟踪期内，公司仍保持东北区域医药连锁领域的龙头地位，东北区域直营店数量占总店数的 79.83%。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。2019 年公司医药连锁业务收入略有下滑，公司加大医院周边店建设，通过医院患者引流促进销量增长，医药连锁毛利润及毛利率大幅增长。

2019 年 11 月 5 日，公司发布《辽宁成大股份有限公司关于预挂牌转让全资子公司股权的公告》，称为了不断增强可持续发展能力，持续推动医疗医药产业的健康发展，拟通过产权交易所公开挂牌转让成大方圆不低于 35% 的股权。截至 2019 年末，公司持有成大方圆 100% 股权，若对外转让 35% 股权，公司仍为成大方圆控股股东。截至本报告出具日，该事项仍在推进中。

图表 11 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

2020 年受新冠疫情影响，百姓对连锁药店的需求增加，在疫情期间，公司医药连锁业务正常开工，且加大配送力度，承担区域疫情防控职责，确保疫情期间的药品需求。同时，为迎合

年轻一代网上购物需求，公司积极布局线上电商平台，未来将考虑推出手机购药客户端、与美团等电商平台合作的方式拓展线上业务。通过保留传统线下客户群的同时，拓展新的客户群体，公司医药连锁业务盈利能力仍具备较大的增长空间。

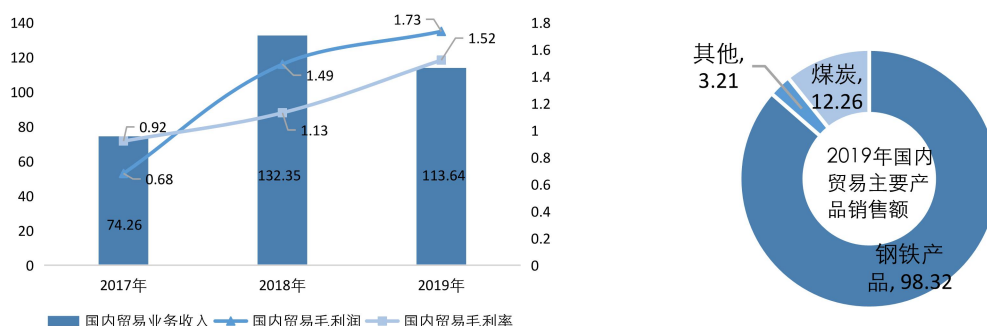
## 2.国内贸易

**跟踪期内，受钢材价格下滑影响，公司国内贸易业务收入有所下滑，毛利率稳定增长，盈利能力仍偏弱**

公司国内贸易业务主要产品包括钢铁、煤炭、纺织品及水产品等，其中钢铁产品销售收入占商品流通贸易收入的80%以上。国内贸易业务主要模式为以销定购，即确定下游客户后再与上游供应商签订采购合同，借助公司资源及资金的优势，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，但毛利率较低。跟踪期内，公司国内贸易主要品种采销规模均有所下滑，受钢铁行业供给大幅增加、钢价下跌影响，公司钢铁产品销量及均价有所下滑，业务收入有所下降。受益于公司资源整合能力增强及采购时点把握灵活，国内贸易毛利率略有增长，毛利润有所增加，但整体盈利能力仍偏弱。

2020年受新冠疫情影响叠加国内经济疲软，公司国内贸易采购规模将继续下降，毛利率水平将维持稳定，盈利能力难以显著改善。

图表 12 国内贸易业务情况（单位：亿元、%）<sup>6</sup>



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 进出口贸易

进出口贸易业务是公司传统主营业务，跟踪期内，仍由子公司成大国际和成大发展负责运营。

**公司拥有较为丰富的进出口贸易经验，跟踪期内进出口贸易业务收入略有增长，毛利率有所下滑，但仍处于较高水平，对利润形成一定补充**

进出口贸易业务为公司的传统业务，公司具有较为丰富的进出口贸易经验，贸易品种包括纺织品大类、化工产品、水产品及其他，纺织品大类收入占比超60%。公司纺织品大类产品包括毛织、棉织、针织服装等。公司在传统针织品进出口贸易基础上，与国外客户开展ODM<sup>7</sup>合

<sup>6</sup> 右图中主要贸易品种销售额合计与国内贸易收入因统计口径不一致而略有差异。

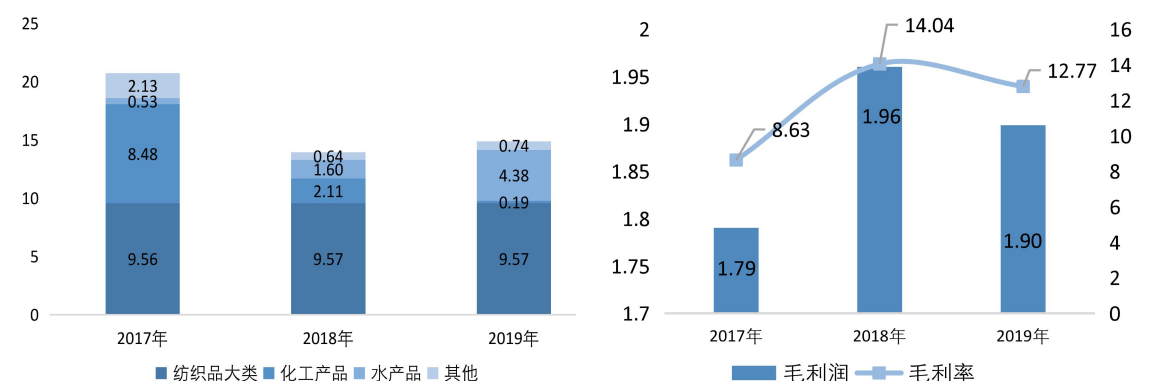
<sup>7</sup> 是一家厂商根据另一家厂商的规格和要求，设计和生产产品。受委托方拥有设计能力和技术水平，基于授权合同生产产品。

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，保持较高毛利率。

跟踪期内，公司进出口贸易品类有所调整，纺织品大类主要地位不变，化工产品规模下降，水产品贸易规模增加，公司水产品贸易主要系从国外进口鳕鱼等水产品，在国内委托加工后出口。2019年公司进出口贸易业务收入略有增长，毛利率小幅下滑，但仍维持较高水平。

2020年，受国内外疫情影响，公司进出口业务规模有所下降，同时出口国主要转向一带一路周边国家，预计2020年国际贸易形势仍较为复杂，将对公司进出口贸易业务造成一定影响。

图表 13 进出口贸易品类收入构成及盈利情况（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页岩油综合利用和开发。跟踪期内，公司能源开发业务仅由新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）负责运营。

### 跟踪期内，公司页岩油产能部分释放，原油价格下滑将对业务盈利能力造成一定负面影响

公司能源开发业务主要内容为将生产出的页岩油经初步分离，作为燃料油对外销售。新疆宝明的页岩油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，是中国页岩油矿产资源主要分布地区之一。该矿区包括4个页岩油露天矿，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。

公司新疆宝明页岩油综合利用一期项目主要内容为对上述四个矿井进行升级改造，总投资为43.41亿元，截至2019年末已投入32.79亿元，资金来源为自有资金及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，逐步恢复生产。2019年石长沟矿区进入正式生产阶段，具有储量约1.90亿吨，设计产能约达50~60万吨/年，公司具备自有炼油技术，申请国家专利11项，采油率及资源综合利用效率达80%以上。跟踪期内，受设备调整及国家安全生产政策影响，公司页岩油产能利用率仍处于较低水平，同时国际原油价格下滑导致页岩油产品价格下降。2019年，公司能源开发业务实现收入3.04亿元，毛利率1.98%，毛利润0.06亿元，盈利能力仍较弱。

2020年一季度，受疫情影响，国际原油价格波动较为剧烈，公司页岩油满负荷生产，产量将有所提高，但固定成本摊销处于较高水平，整体经营仍面临一定压力。

## 其他业务

**跟踪期内，公司对广发证券和中华保险的投资收益规模仍较大，为利润提供重要补充**

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。2019 年，公司获得的投资净收益 14.78 亿元，规模较大，占同期公司营业利润的 80.11%，是盈利的重要来源。

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，未来公司投资收益仍有望保持。

**综上所述，跟踪期内，公司在人用狂犬病疫苗领域保持很强的市场地位，盈利能力较强，生物制药业务盈利能力回升；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；公司能源开发业务实现投产。同时，东方金诚关注到，公司国内贸易业务毛利率很低，盈利能力偏弱；且公司能源开发业务受国际油价走势影响较大，业务盈利能力仍较弱。**

## 公司治理与战略

**跟踪期内，公司第一大股东发生变更且持股比例较低，股权结构仍较为分散，实际控制人仍为辽宁省国资委；同时，公司积极筹备生物医药板扩产、上市，“1+N”的业务发展战略保持不变**

2020 年 1 月，根据公司发布的《辽宁成大股份有限公司关于股东权益变动的提示性公告》，特华投资将所持有的公司 8.06% 的股权全部转让给广西鑫益信，广西鑫益信成为公司第二大股东。该事项于 2020 年 2 月完成变更登记。

2020 年 2 月 10 日，公司发布《辽宁成大股份有限公司关于股东权益变动的提示性公告》，新华联控股将所持有公司 5.18% 的股权全部转让给韶关高腾。转让完成后，韶关高腾持有公司 12.46% 的股权，所持股权比例超过国资公司，成为公司第一大股东，同时根据《公司法》、《收购管理办法》的相关规定，及韶关高腾 2020 年 2 月 9 日出具的《未来 12 个月内不谋求控制权的承诺函》，转让完成后，公司第一大股东发生变更，实际控制人不变。

截至本报告出具日，公司第一大股东为韶关高腾，持股比例为 12.55%，第二大股东为国资公司，持股比例为 11.11%，第三大股东为广西鑫益信，持股比例为 8.209%，广西鑫益信及其一致行动人的持股比例为 10.006%。公司股权结构仍较为分散，实际控制人保持不变，仍为辽宁省国资委。

2020 年 4 月 4 日，公司发布《辽宁成大股份有限公司分拆子公司辽宁成大生物股份有限公司至科创板上市预案（修订案）》，称公司拟将成大生物分拆至上交所科创板上市。本次分拆完成后，公司股权结构不会发生变化且仍拥有对成大生物的控股权。截至本报告出具日，该事项仍在推进中。

截至本报告出具日，上述事件未对公司经营、财务等产生重大影响，东方金诚将持续关注辽宁成大经营及财务的变化情况。

跟踪期内，除上述事项外，公司积极筹备生物制药板块的扩产及分拆成大生物上市，积极

围绕生物制药主业，打造集商品流通、进出口贸易等多业务板块的共同发展，“1+N”的业务发展战略保持不变。

## 财务分析

### 财务概况

公司提供了2019年的审计报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年合并财务报表进行审计，并出具标准无保留意见审计报告。截至2019年末，公司纳入合并报表的直接控股子公司11家。

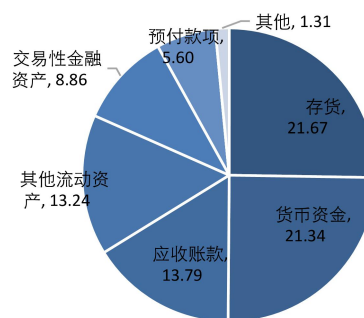
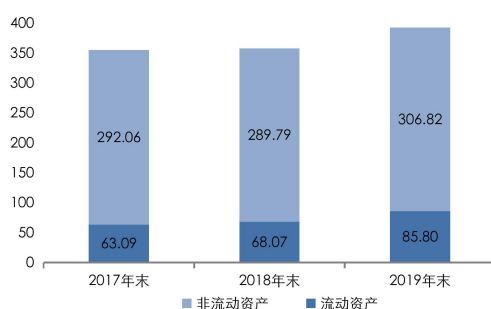
### 资产构成与质量

跟踪期内，公司资产仍以非流动资产为主，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

2019年末公司资产总额同比增长9.71%，非流动资产占比78.15%，资产结构仍以非流动资产为主。

2019年末，公司流动资产同比增长26.05%，仍主要由存货、货币资金、应收账款和其他流动资产构成。存货账面价值同比增长22.57%，主要系能源开发业务生产规模增加所致。货币资金较2018年末同比下滑10.96%，其他流动资产同比增长82.41%，主要系公司增加投资理财所致。货币资金仍以银行存款和承兑汇票为主，非受限货币资金19.10亿元。2019年末应收账款主要由国内贸易业务产生，同比增长8.32%，应收账款结算比例有所增加。

图表 14 公司资产构成情况（单位：亿元） 图表 15 2019年末流动资产构成（单位：亿元）



| 项目        | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 存货周转率（次）  | 7.52   | 9.86   | 7.68   |
| 总资产周转率（次） | 0.41   | 0.54   | 0.47   |

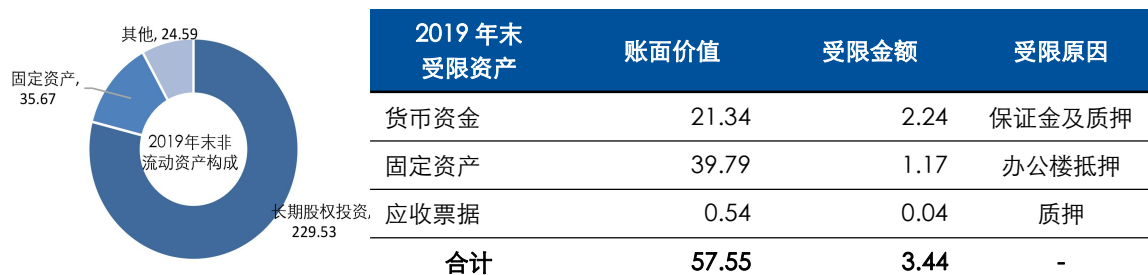
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动资产同比增长5.88%，仍主要由长期股权投资及固定资产构成，2019年末合计占非流动资产的91.96%。2019年末，公司长期股权投资账面价值同比增长5.60%，主要为对广发证券和中华保险的投资。2019年末，公司因持有广发证券16.40%的股权及中华保险19.595%的股权而产生的长期股权投资账面价值分别为149.66亿元和92.10亿元，合计占长期股权投资账面价值的99.75%。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，且受益于金融业务规模增长，广发证券及中华保险的盈利能力提升，2019

年公司所获投资收益规模大幅增长。固定资产账面价值略有增长，主要由房屋及建筑物和机器设备构成。

截至 2019 年末，公司受限资产 3.44 亿元，占资产总额的 0.88%，占净资产的 1.50%，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 16 非流动资产构成及资产受限情况（单位：亿元）



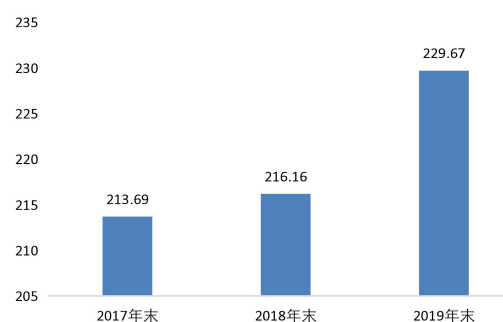
资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 资本结构

跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者权益有所增加，未分配利润占比较高，稳定性仍较弱

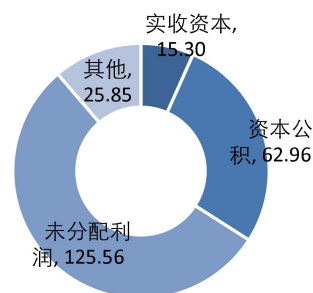
受益于经营积累，公司所有者权益有所增加。2019 年末，公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积、实收资本和少数股东权益构成，其中其他综合收益及未分配利润有所增长，对所有者权益贡献较大，所有者权益稳定性较弱。公司实收资本保持为 15.30 亿元，资本公积及少数股东权益变动幅度不大。

图表 17 公司所有者权益情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

图表 18 2019 年末公司所有者权益构成（单位：亿元）

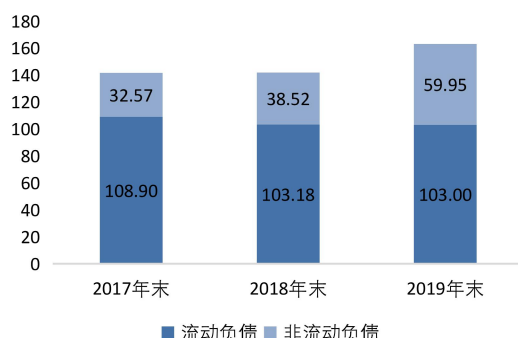


跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主，债务规模继续增长，短期有息债务占比仍较高，2020 年存在一定集中兑付压力

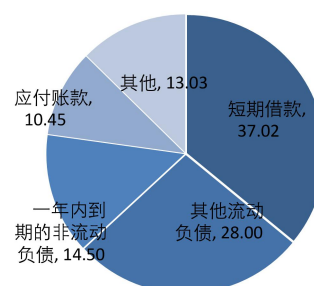
2019 年末，公司负债总额同比增长 15.00%，仍以流动负债为主，非流动负债占比为 36.69%，同比提高 9.61 个百分点，负债结构有所改善。跟踪期内，公司流动负债主要由短期借款、其他流动负债及一年内到期的非流动负债构成。其中短期借款主要由保证借款和信用借款构成，同比下滑 6.88%，短期借款利率区间主要在同期银行贷款基准利率。跟踪期内，其他流动负债主要为短期融资券及超短期融资券，同比下降 20.00%，主要系债券到期偿还所致，公司短期债券募集资金用途主要为偿还银行贷款等。一年内到期的非流动负债同比增长 21.85%，主要由一年

内到期的长期借款和一年内到期的应付债券构成。

图表 19 公司总负债构成情况 (单位: 亿元)



图表 20 2019 年末公司流动负债构成 (单位: 亿元)



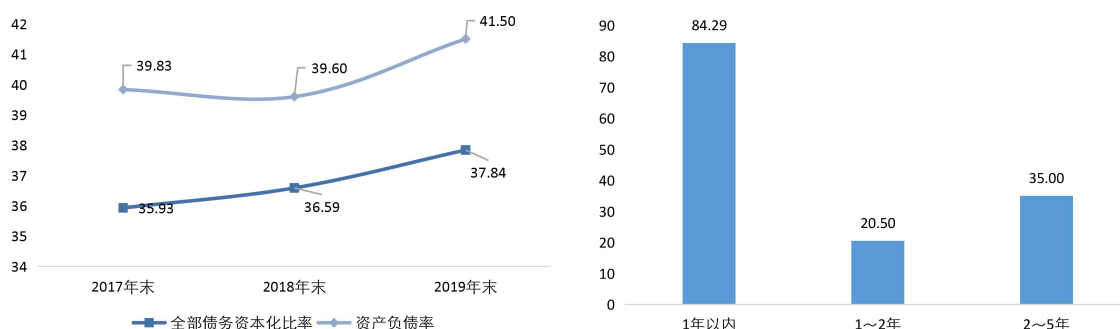
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司非流动负债同比增长 55.63%, 主要系应付债券大幅增加所致。非流动负债主要由应付债券构成, 2019 年末应付债券占比 83.40%, 其余为长期借款、递延收益和预计负债等。2019 年末公司应付债券增速较快, 主要系公司调整债务结构, 增加长期债券融资所致; 募集资金主要是用于偿还到期有息债务等。2020 年 3 月 16 日及 2020 年 3 月 20 日, 公司新发行“20 辽成大 CP001”及“20 辽成大(疫情防控债) MTN001”, 发行金额分别为 10 亿元和 7 亿元。

2019 年末, 公司全部有息债务小幅增长, 仍以短期有息债务为主。同期末, 资产负债率及全部债务资本化比率较 2018 年末均小幅增长, 仍处于较低水平。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匹配的情况, 债务结构仍有调整空间。

从债务期限结构来看, 2019 年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, 2020 年存在一定集中兑付压力。

图表 21 2019 年末公司负债及全部债务期限结构情况 (单位: %、亿元)



| 项目     | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|--------|---------|---------|---------|
| 短期有息债务 | 94.34   | 89.72   | 84.29   |
| 长期有息债务 | 25.48   | 35.00   | 55.50   |
| 全部债务   | 119.82  | 124.72  | 139.79  |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

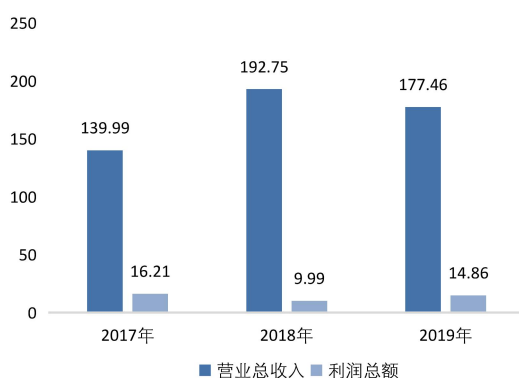
截至 2019 年末, 公司无对外担保。

## 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入略有下滑，营业利润率有所提升，受期间费用率增长影响，主营业务获利有所下降，利润总额对投资收益仍有较大依赖

2019年，受商品流通业务收入下滑影响，公司营业收入同比下降7.94%；受益于主营业务能力提升及投资收益增速较快，营业利润率有所提高。期间费用仍以销售费用为主，期间费用率同比有所提高。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很高，是利润总额的重要来源。2019年，公司投资收益同比增长69.31%，主要系持有广发证券及中华保险股权而获得的投资收益。2019年广发证券实现手续费及佣金净收入97.61亿元、投资收益60.36亿元，分别同比增长13.25%和79.78%；营业总收入228.10亿元，同比增长49.37%；利润总额102.76亿元，同比增长71.15%；归属于母公司股东的净利润75.39亿元，同比增长75.32%。2019年广发证券业绩大幅增长，主要系国家设立科创板并试点注册制重大改革成功落地、国内加强宏观逆周期调节，央行货币政策向中性偏松方向调整，信用债发行回暖，带动2019年广发证券股权及债券融资业务收入分别同比增长107.34%和41.10%。2020年受疫情影响，国内宏观经济下行压力仍大，央行货币宽松政策有望维持，预计广发证券及中华保险的盈利能力仍较强，公司投资收益有望继续增长。

图表 22 公司收入和利润情况（单位：亿元）



图表 23 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

作为国内第一大狂犬疫苗生产企业，公司将致力于生物制药业务产品转型升级，国内市场份额有望进一步提高，同时公司加大国外销售渠道拓展，生物制药业务盈利能力将进一步增强。未来，政策面及流动性宽松态势将延续，非银金融机构的股权、债权融资及资管业务规模将进一步扩大，广发证券及中华保险的盈利能力有望提升，将继续增加公司投资收益。整体来看，公司未来盈利能力将继续增强。

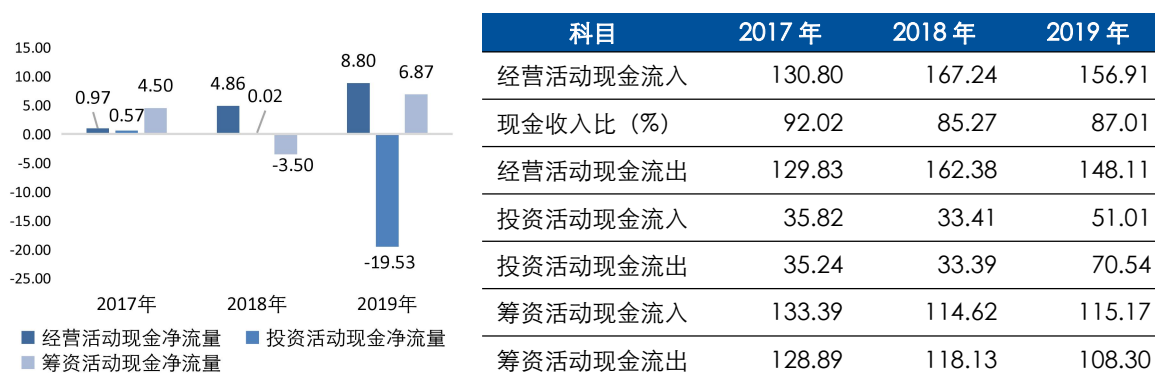
## 现金流

跟踪期内，公司经营性现金保持净流入且同比大幅增长，投资活动现金同比大幅净流出

2019年，公司经营性净现金流为8.80亿元，同比大幅增长，主要系疫苗市场行情好转，公司主营产品均价大幅提高、销售规模扩大，现金流入增加所致；投资性净现金流为-19.53亿元，同比大幅下滑，主要系投资理财产品资金大幅增加所致；筹资性净现金流为6.87亿元，为正方向流入，主要以债券融资为主。未来公司在建项目支出规模较小，募集资金用途以债务置换、

调整负债结构为主。

图表 24 公司现金流情况（单位：亿元）



## 偿债能力

2019 年末公司流动比率及速动比率较 2018 年末继续提高。受益于收入规模扩大，利润总额提升，公司经营性现金流动负债比及 EBITDA 利息倍数均有所提高，全部债务/EBITDA 倍数有所下降。

图表 25 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

| 项目          | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 流动比率        | 57.93  | 65.97  | 83.30  |
| 速动比率        | 42.57  | 48.84  | 62.26  |
| 经营现金流动负债比   | 0.89   | 4.71   | 8.54   |
| EBITDA 利息倍数 | 4.69   | 3.13   | 4.13   |
| 全部债务/EBITDA | 4.89   | 6.36   | 5.58   |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020 年 4 月~2021 年 4 月，公司到期或面临回售选择权的债券总额为 56 亿元，2019 年公司分配股利、利润及偿付利息所支付的现金 6.11 亿元。截至 2019 年末，公司未受限的货币资金 19.10 亿元，未使用的授信 81.62 亿元。2019 年公司经营性净现金流为 8.80 亿元，投资收益 14.78 亿元，公司货币资金、经营性净现金流及投资收益对债务具有一定覆盖能力。公司持有未质押的广发证券及中华保险的股权价值较高，变现能力较强，截至 2019 年末，公司长期股权投资账面价值为 242.37 亿元，对一年内到期有息债务实现较强覆盖。

图表 26 2020 年 4 月~2021 年 4 月公司一年内应付债券明细 (单位: 亿元)

| 债券简称          | 起息日        | 到期日/行权日    | 回售/到期金额 |
|---------------|------------|------------|---------|
| 17 辽成大 PPN001 | 2017-12-28 | 2020-12-28 | 0.50    |
| 17 辽成大 MTN001 | 2017-08-16 | 2020-08-16 | 14.00   |
| 19 辽成大 SCP002 | 2019-10-23 | 2020-07-19 | 10.00   |
| 19 辽成大 CP001  | 2019-08-26 | 2020-08-26 | 8.00    |
| 18 辽成大 PPN001 | 2018-01-12 | 2021-01-12 | 0.50    |
| 18 成大 01      | 2018-01-26 | 2021-01-26 | 3.00    |
| 20 辽成大 CP001  | 2020-3-16  | 2021-3-16  | 10.00   |
| 18 辽成大 MTN001 | 2018-03-20 | 2021-03-20 | 10.00   |
| 合计            | -          | -          | 56.00   |

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; 资产负债率较低, 处于对比组较好水平; 经营现金流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; 净资产收益率水平较低。

图表 27 同业比较情况

| 项目             | 公司     | 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 |
|----------------|--------|------------|--------------|------------------|---------------|
| 营业总收入 (亿元)     | 177.46 | 371.56     | 204.92       | 48.15            | 67.87         |
| 利润总额 (亿元)      | 14.86  | 5.89       | 3.07         | 7.31             | 10.17         |
| 净资产收益率 (%)     | 5.80   | 9.55       | 10.75        | 9.48             | 13.95         |
| 毛利率 (%)        | 14.88  | 6.61       | 6.61         | 40.09            | 77.11         |
| 经营现金流流动负债比 (%) | 8.54   | 5.86       | 2.57         | 14.83            | 15.41         |
| 资产负债率 (%)      | 41.50  | 79.42      | 76.83        | 54.27            | 45.93         |

注: 以上企业最新主体信用等级为 AA+/稳定。

数据来源: 公司及南京医药股份有限公司数据为公开披露的 2019 年数据, 其他企业数据为公开披露的 2018 年数据, 东方金诚整理

总体来看, 跟踪期内, 受公司生物制药业务规模扩大的影响, 有息债务规模小幅增长。公司收入规模略有下滑, 但受主营业务盈利能力及投资收益增加的影响, 公司利润整体有所增加。未来随着主营业务产品结构升级、流动性宽松促进非银金融企业业务景气度回升, 公司主营获利能力及投资收益将继续保持增长, 盈利能力将持续回升。

## 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 2020 年 1 月 9 日, 公司在银行贷款履约方面存在 4 笔欠息记录, 分别发生于 2008 年 8 月 27 日、2009 年 5 月 21 日、2014 年 6 月 21 日及 2016 年 1 月 21 日, 根据相关银行出具的欠息情况说明, 欠息均因银行系统未及时更新数据所致, 非公司恶意拖欠。

公司在资本市场发行债券均已按期付息或兑付，未发生违约情况。

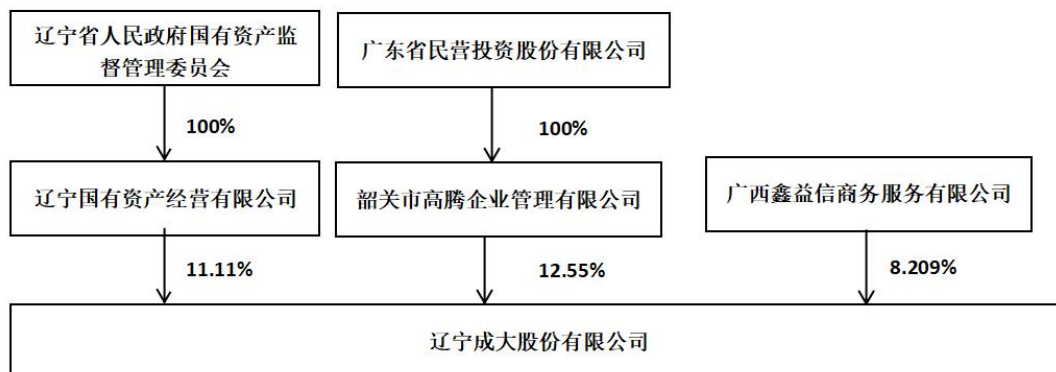
## 抗风险能力及结论

公司仍是全球最大人用狂犬病疫苗生产企业，生产技术先进，在人用狂犬病疫苗领域仍保持很强的市场地位；跟踪期内，受益于狂犬疫苗产品量价齐升，公司生物制药业务收入及毛利率有所提升，未来公司狂犬疫苗产线将扩产且在研产品储备充足，仍将保持很强的盈利能力；跟踪期内，公司仍保持东北区域医药连锁领域龙头地位，通过加大医院周边店建设，公司医药连锁毛利率保持增长；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，变现能力较强，受益于广发证券及中华保险盈利能力提升，公司投资收益大幅增长。

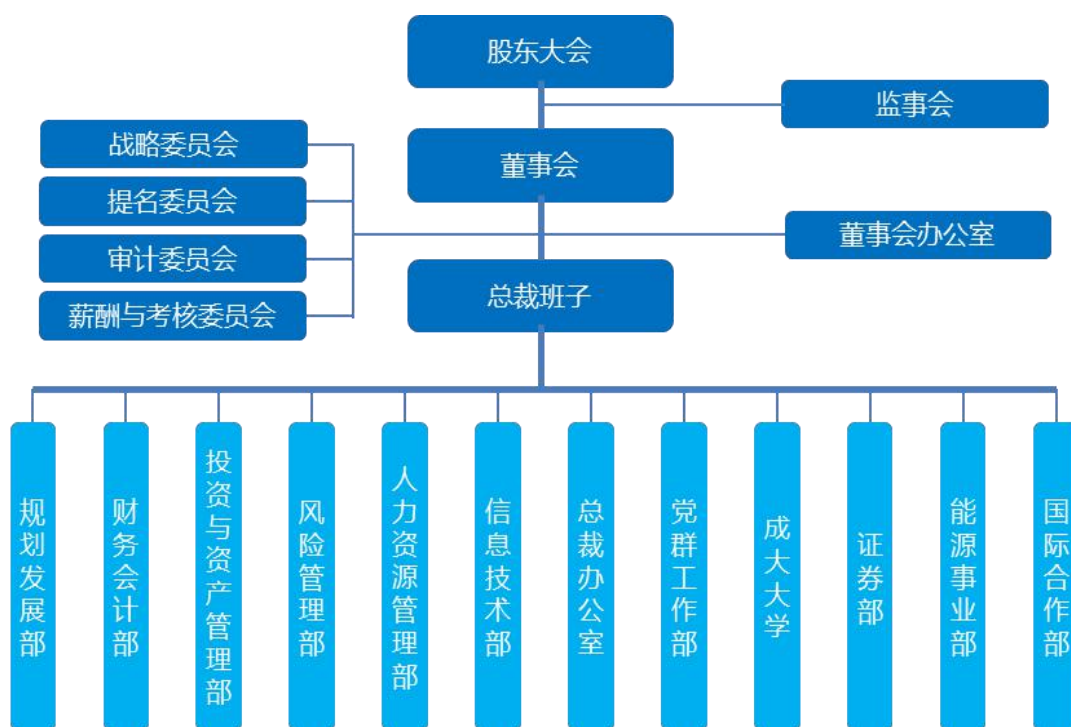
同时，东方金诚关注到，跟踪期内，公司股权结构仍较为分散，第一大股东发生变更且持股比例较低；跟踪期内，受钢材价格下滑影响，公司国内贸易业务收入有所下滑，盈利能力仍偏弱；受期间费用率增长影响，主营业务获利有所下降，利润总额对投资收益仍有较大依赖；公司债务规模继续增长，短期有息债务占比仍较高，2020年存在一定集中兑付压力。

综上所述，东方金诚维持辽宁成大主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；维持“18 成大 01”、“19 成大 01”和“19 成大 02”的信用等级为 AA+。

附件一：截至 2019 年末辽宁成大股权结构图



附件二：截至 2019 年末辽宁成大组织结构图



### 附件三：截至 2019 年末辽宁成大直接控股子公司情况

| 序号 | 企业名称           | 注册资本（万元） | 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       | 94.30   |
| 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              | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| <b>主要财务数据及指标</b>  |        |        |        |
| 资产总额（亿元）          | 355.16 | 357.87 | 392.62 |
| 所有者权益（亿元）         | 213.69 | 216.16 | 229.67 |
| 负债总额（亿元）          | 141.47 | 141.70 | 162.95 |
| 短期债务（亿元）          | 94.34  | 89.72  | 94.34  |
| 长期债务（亿元）          | 25.48  | 35.00  | 25.48  |
| 全部债务（亿元）          | 119.82 | 124.72 | 119.82 |
| 营业总收入（亿元）         | 139.99 | 192.75 | 177.46 |
| 利润总额（亿元）          | 16.21  | 9.99   | 14.86  |
| 净利润（亿元）           | 14.89  | 8.69   | 13.31  |
| EBITDA（亿元）        | 24.49  | 19.61  | 25.04  |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 0.97   | 4.86   | 8.80   |
| 投资活动产生的现金流量净额（亿元） | 0.57   | 0.02   | -19.53 |
| 筹资活动产生的现金流量净额（亿元） | 4.50   | -3.50  | 6.87   |
| 毛利率（%）            | 15.02  | 12.00  | 14.88  |
| 营业利润率（%）          | 14.69  | 11.72  | 14.47  |
| 销售净利率（%）          | 10.64  | 4.51   | 7.50   |
| 总资本收益率（%）         | 5.98   | 4.34   | 5.25   |
| 净资产收益率（%）         | 6.97   | 4.02   | 5.80   |
| 总资产收益率（%）         | 4.19   | 2.43   | 3.39   |
| 资产负债率（%）          | 39.83  | 39.60  | 41.50  |
| 长期债务资本化比率（%）      | 10.65  | 13.94  | 19.46  |
| 全部债务资本化比率（%）      | 35.93  | 36.59  | 37.84  |
| 货币资金/短期债务（倍）      | 0.24   | 0.27   | 0.25   |
| 非筹资性现金净流量债务比率（%）  | 1.29   | 3.91   | -7.68  |
| 流动比率（%）           | 57.93  | 65.97  | 83.30  |
| 速动比率（%）           | 42.57  | 48.84  | 62.26  |
| 经营现金流动负债比（%）      | 0.89   | 4.71   | 8.54   |
| EBITDA 利息倍数（倍）    | 4.69   | 3.13   | 4.13   |
| 全部债务/EBITDA（倍）    | 4.89   | 6.36   | 5.58   |
| 应收账款周转次数（次）       | 9.96   | 14.86  | 13.38  |
| 存货周转次数（次）         | 7.52   | 9.86   | 7.68   |
| 总资产周转次数（次）        | 0.41   | 0.54   | 0.47   |
| 现金收入比（%）          | 92.02  | 85.27  | 87.01  |

## 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 (RTFC020202004)》

## 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 级和 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。

## 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。