

信用等级通知书

东方金诚债评字【2024】0048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 2024 年度第一期超短期融资券”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，本期超短期融资券信用等级为 A-1。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二四年二月六日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年2月6日至2025年2月5日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年2月6日

辽宁成大股份有限公司
2024年度第一期超短期融资券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期超短期融资券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	A-1	2024/2/6	王璐璐	刘鸣

主体概况	评级模型																																									
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、商品流通和进出口贸易等业务，第一大股东为韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”），持股比例为15.30%。	<table><thead><tr><th>一级指标</th><th>二级指标</th><th>权重 (%)</th><th>得分</th></tr></thead><tbody><tr><td rowspan="3">企业规模</td><td>营业总收入</td><td>20.00</td><td>15.98</td></tr><tr><td>多样化</td><td>5.00</td><td>4.00</td></tr><tr><td>市场竞争力</td><td>产品竞争力</td><td>10.00</td><td>8.00</td></tr><tr><td rowspan="2">市场竞争力</td><td>研发能力</td><td>10.00</td><td>8.00</td></tr><tr><td>盈利能力</td><td>利润总额</td><td>15.00</td><td>12.60</td></tr><tr><td rowspan="2">盈利能力</td><td>EBITDA 利润率</td><td>5.00</td><td>3.93</td></tr><tr><td rowspan="2">债务负担与保障程度</td><td>全部债务/EBITDA</td><td>10.00</td><td>4.02</td></tr><tr><td>经营现金流动负债比</td><td>10.00</td><td>6.16</td></tr><tr><td rowspan="2">债务负担与保障程度</td><td>EBITDA 利息倍数</td><td>10.00</td><td>5.54</td></tr><tr><td>货币资金/短期有息债务</td><td>5.00</td><td>3.11</td></tr></tbody></table>	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分	企业规模	营业总收入	20.00	15.98	多样化	5.00	4.00	市场竞争力	产品竞争力	10.00	8.00	市场竞争力	研发能力	10.00	8.00	盈利能力	利润总额	15.00	12.60	盈利能力	EBITDA 利润率	5.00	3.93	债务负担与保障程度	全部债务/EBITDA	10.00	4.02	经营现金流动负债比	10.00	6.16	债务负担与保障程度	EBITDA 利息倍数	10.00	5.54	货币资金/短期有息债务	5.00	3.11
	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分																																						
	企业规模	营业总收入	20.00	15.98																																						
		多样化	5.00	4.00																																						
		市场竞争力	产品竞争力	10.00	8.00																																					
	市场竞争力	研发能力	10.00	8.00																																						
		盈利能力	利润总额	15.00	12.60																																					
	盈利能力	EBITDA 利润率	5.00	3.93																																						
		债务负担与保障程度	全部债务/EBITDA	10.00	4.02																																					
	经营现金流动负债比		10.00	6.16																																						
债务负担与保障程度	EBITDA 利息倍数	10.00	5.54																																							
	货币资金/短期有息债务	5.00	3.11																																							
本期超短期融资券概况	<table><thead><tr><th>调整因素</th><th>财务弹性+1</th></tr></thead><tbody><tr><td>个体信用状况</td><td>aa+</td></tr><tr><td>外部支持</td><td>无</td></tr><tr><td>评级模型结果</td><td>AA+</td></tr></tbody></table>	调整因素	财务弹性+1	个体信用状况	aa+	外部支持	无	评级模型结果	AA+																																	
调整因素	财务弹性+1																																									
个体信用状况	aa+																																									
外部支持	无																																									
评级模型结果	AA+																																									
本期发行金额上限：6.00 亿元																																										
本期超短期融资券期限：270 天																																										
偿还方式：到期一次还本付息																																										
募集资金用途：用于偿还公司有息债务																																										

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

公司在人用狂犬疫苗领域市场地位很高，在研产品储备较充足，生物制药业务具有很强的市场竞争力；人用狂犬疫苗销售量处于领先地位，毛利率水平较高，盈利能力很强；持有的广发证券和中华联合保险的股权价值很高且均未质押，其中广发证券股份有限公司为上市流通股，变现能力强，公司未使用授信额度较充足，受限资产比重很低，财务弹性强；公司直接融资渠道顺畅。另一方面，公司股权结构较为分散，存在实际控制人变更风险；2023年5月，子公司新疆宝明因违法占用天然牧草地被立案侦查，由于露天矿采场所需新增用地手续尚未取得，采矿及页岩油生产受到直接影响，能源开发业务折旧摊销处于较高水平，业务持续亏损；短期有息债务规模较大，且有息债务集中于公司本部，短期内存在一定集中偿付压力。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，违约风险很低，本期超短期融资券到期不能偿付的风险很低。

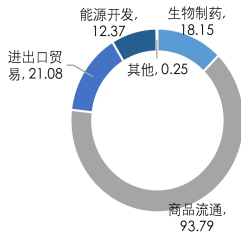
同业比较

项目	辽宁成大股份有限公司	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	浙江海正药业股份有限公司
营业总收入（亿元）	145.65	306.19	71.59	120.37
毛利率（%）	18.50	6.47	32.61	41.86
利润总额（亿元）	17.15	6.26	8.30	6.83
资产负债率（%）	33.06	70.50	40.39	55.64
经营现金流动负债比（%）	12.88	4.54	-13.58	28.96
EBITDA/利息支出（倍）	4.20	6.31	7.34	7.74

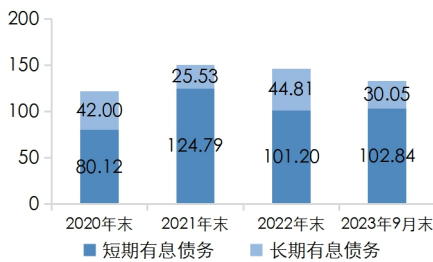
注：以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定。数据来源：各企业公开披露的 2022 年数据，东方金诚整理

主要指标及依据

2022年营业总收入构成（亿元）



近年公司债务期限结构（亿元）



主要数据和指标

项目	2020年	2021年	2022年	2023年9月
资产总额（亿元）	391.58	480.18	481.48	467.50
所有者权益（亿元）	250.06	314.77	322.28	322.57
全部债务（亿元）	122.12	150.32	146.01	132.89
营业总收入（亿元）	169.45	183.73	145.65	77.71
利润总额（亿元）	26.99	26.34	17.15	6.53
经营性净现金流（亿元）	7.75	3.14	14.27	-1.06
营业利润率（%）	15.48	12.39	18.07	17.72
资产负债率（%）	36.14	34.45	33.06	31.00
流动比率（%）	70.49	101.30	120.98	97.82
全部债务/EBITDA（倍）	3.31	4.10	5.30	-
EBITDA 利息倍数（倍）	6.23	5.58	4.20	-

注：数据来源于公司2020年~2022年的审计报告及2023年1~9月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是国内人用狂犬疫苗龙头企业，生产技术先进，在人用狂犬疫苗领域市场地位很高，子公司成大生物研发投入占比较高，在研产品储备较充足，生物制药业务具有很强的市场竞争力；
- 受益于产品结构升级和较强的行业地位及品牌优势，公司人用狂犬疫苗销售量处于领先地位，毛利率水平较高；
- 公司持有的广发证券和中华联合保险的股权价值很高且均未质押，其中广发证券股份为上市流通股，变现能力强，公司未使用授信额度较充足，受限资产比重很低，财务弹性强；
- 公司及子公司成大生物均为A股上市公司，直接融资渠道畅通。

关注

- 公司股权较为分散，第一大股东持股比例较低，存在实际控制人变更风险；
- 2023年5月，子公司新疆宝明因违法占用天然牧草地被立案侦查，由于露天矿采场所需新增用地手续尚未取得，采矿及页岩油生产受到直接影响，能源开发业务折旧摊销处于较高水平，业务持续亏损；
- 公司短期有息债务规模较大，且有息债务集中于本部，短期内存在一定集中偿付压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来随着公司新研发疫苗逐步上市、医药产品结构升级，生物制药业务将稳步发展，公司将维持很强的市场竞争力。

评级方法及模型

《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型（RTFC020202208）》

历史评级信息

主体信用等级	债项简称	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	20成大01	AA+	2023-6-5	王璐璐 彭菁菁	《东方金诚医药制造企业信用评级方法及（RTFC020202208）》	阅读原文
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）	阅读原文

注：以上为不完全列示，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。

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

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。

辽宁成大前身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月在辽宁省工商行政管理局登记注册，初始注册资本5000万元。1995年1月，辽宁成大（集团）股份有限公司更名为现名，并在1996年8月在上海证券交易所主板上市，股票简称“辽宁成大”，股票代码“600739.SH”。1999年2月，辽宁省国资委将其持有的国家股转由辽宁成大集团有限公司（以下简称“成大集团”）持有，成大集团成为公司第一大股东。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”）吸收合并成大集团，成大集团持有的公司股权转至国资公司，公司实际控制人为辽宁省国资委。2020年2月，新华联控股有限公司将持有公司的5.18%的股份通过协议转让的方式转让给韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”），转让完成后，韶关高腾持有公司12.46%的股权，成为公司第一大股东。

公司第一大股东韶关高腾于2021年2月3日承诺¹自成大生物在科创板上市之日起12个月内，仅保留占辽宁成大总股本10%的股份对应之表决权，对于超出前述比例的其他股份，韶关高腾在前述期限内放弃对应之表决权，同时，韶关高腾承诺²自2021年8月26日起至成大生物上市的24个月内，认可辽宁省国资委作为辽宁成大实际控制人的地位，且不通过任何方式单独或与其他方共同谋求对辽宁成大的实际控制权。

截至2023年9月末，公司总股本为15.30亿股，韶关高腾持有公司15.30%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”）持有8.52%股权，为公司第三大股东，公司股权结构较为分散。由于成大生物已于2023年10月28日上市满24个月，公司尚未就实际控制权的情况发布最新公告，存在实控人变更风险。

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，2022年末人用狂犬病疫苗年产能1000万人份，人用狂犬疫苗销售量处于国内领先地位；乙脑疫苗年产能1000万支，是目前中国市场上唯一在售的国产乙脑灭活疫苗。公司商品流通业务主要是国内贸易，进出口贸易业务主要产品包括纺织品大类、水产品及其他等。

截至2023年9月末，公司资产总额为467.50亿元，所有者权益为322.57亿元；2022年

¹ 公司2021年2月4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》，辽宁成大股份有限公司收到公司股东韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”）签署的《简式权益变动报告书》，韶关高腾于2021年2月3日出具了《告知函》。

² 2021年8月26日，辽宁成大生物股份有限公司收到股东韶关市高腾企业管理有限公司出具的《告知函》。

和 2023 年 1~9 月，分别实现营业总收入 145.65 亿元和 77.71 亿元，利润总额 17.15 亿元和 6.53 亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

本期公司拟发行“辽宁成大股份有限公司 2024 年度第一期超短期融资券”（以下简称“本期超短期融资券”），发行金额上限 6.00 亿元，面值为 100 元，按面值发行。本期债券发行期限为 270 天，采用固定利率发行，以单利计算，不计复利，本期超短期融资券到期一次还本付息。

本期超短期融资券无担保。

募集资金用途

本期超短期融资券募集资金拟用于偿还公司有息债务。

个体信用状况

宏观经济与政策环境

四季度经济运行稳中略缓，2024 年经济运行将进一步向常态化水平回归

2023 年四季度 GDP 同比增长 5.2%，主要受上年同期基数下沉影响，增速高于第三季度的 4.9%。不过，当季 GDP 环比增长 1.0%，增速较上季度放缓 0.3 个百分点，放缓幅度大于季节性，显示经济增长动能稳中略缓。这与四季度官方制造业 PMI 指数持续运行在收缩区间相印证。背后是四季度楼市持续处于调整状态，房地产投资降幅扩大，以及居民商品消费偏弱，抵消了当季旅游、出行等服务消费较快增长、外需也有所回暖的影响，经济下行压力再现。

2023 年全年 GDP 增速为 5.2%，比上年加快 2.2 个百分点。这一方面源于 2023 年防控转段后，经济本身具备内在修复动力，叠加 2023 年政策面在稳增长方向持续用力，着力扩大内需；另一方面，也与上年 GDP 增速基数（3.0%）偏低有关。剔除低基数效应，2023 年 GDP 两年平均增速为 4.1%，低于 5.0%至 6.0%的潜在经济增长水平。这也是 2023 年央行连续实施降息降准，宏观政策加大逆周期调节力度的原因。

从具体进程上看，2023 年经济走势“前高、中低、后稳”。其中，在经历一季度防控转段初期的全面复苏后，二季度房地产行业再现下行势头，并对整体消费、投资信心都产生了较大影响，实际经济修复力度明显减弱。由此，7 月中央政治局会议定调稳增长，下半年宏观政策全面发力，经济复苏动能有所转强，顺利完成年初制定的“5.0%左右”的 GDP 增长目标。需要指出的是，下半年特别是四季度楼市继续处于调整阶段，仍对经济运行有较为明显的拖累。

展望 2024 年，预计 3 月两会政府工作报告会继续将经济增长目标设定在“5.0%左右”，全年 GDP 增速也有望达到这一水平，经济运行会进一步向常态化水平回归。我们预计，2024 年经济增长动能将“前低后高”，其中一季度 GDP 增速将在 4.4%左右，后续有望稳定运行在 5.0%-6.0%区间。2024 年经济增长的主要拉动力是居民消费还有较大修复空间，房地产对宏观经济的拖累效应有望减弱，以及政策面会保持一定稳增长力度。此外，2024 年全球贸易环境将

会回暖，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。2024年宏观经济面临的最大的不确定因素仍是房地产行业何时企稳回暖。

2024年一季度将进入稳增长关键阶段，逆周期调节政策有望前置发力，房地产行业支持政策力度也会进一步加大

回顾历史可以看到，一旦官方制造业 PMI 指数连续 3 个月以上运行在收缩区间，宏观政策做出反应的可能性就会显著加大。另外，2023 年 12 月 CPI 同比为-0.3%，连续三个月同比负增长；当月 PPI 同比为-2.7%，工业品价格继续处于较为明显的通缩状态。当前通过下调政策利率引导名义贷款利率下行，缓解实际利率上升的迫切性也较高。由此，预计 2024 年一季度降息降准落地的可能性较大，基建投资增速也将继续处于较高水平，以对冲房地产投资下滑带来的影响。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，其中的关键是引导居民房贷利率进一步下行。需要指出的是，在地方政府土地出让金收入将延续下降的前景下，2024 年用于置换地方政府各类隐性债务的特殊再融资债券还将较大规模发行。但在“防止一边化债一边新增”的原则下，未来城投债新增融资有可能面临更为严格的监管环境。

行业分析

公司主要业务中生物制药、贸易物流收入占比较大，其中生物制药主要产品为人用狂犬疫苗产品。公司所处行业覆盖狂犬疫苗行业及贸易行业。

狂犬疫苗行业

随着人用狂犬疫苗生产企业数量增加和产能恢复，人用狂犬病疫苗批签发量快速增加，供大于求的格局基本形成，行业内企业竞争日趋加剧

狂犬病是世界范围内广泛传播的人兽共患病，随着国内犬猫等宠物饲养数量的增加，宠物抓咬伤等受宠物伤害的人数也将持续增长，此外国内民众支付能力和疫苗接种意识的不断提高，为我国人用狂犬病疫苗市场需求提供支撑。整体看，狂犬疫苗的需求具有刚性，市场规模呈一定增长态势。供给端，2018~2019 年，国内行业监管趋严，部分人用狂犬病疫苗生产企业停产进行工艺提升，人用狂犬病疫苗批签发量有所下降，市场呈现供不应求的状态。2020 年以来，随着人用狂犬病疫苗生产企业数量增加和产能恢复，人用狂犬病疫苗批签发量快速增加。2022 年，国内人用狂犬病疫苗供大于求的格局基本形成，行业内企业竞争日趋加剧。

我国已上市的人用狂犬疫苗产品根据使用细胞基质不同可分为：二倍体细胞、Vero 细胞（非洲绿猴肾细胞）、地鼠肾细胞及鸡胚细胞。Vero 细胞是目前应用最为广泛的动物细胞基质，Vero 细胞更容易生产和储存，狂犬病毒表达滴度高，因此，Vero 细胞狂犬疫苗具有生产控制水平高、产量大、生产成本较低的优势。但 Vero 细胞属于传代细胞，高浓度的 Vero 细胞 DNA 存在致肿瘤风险。此外，市场上的 Vero 细胞狂犬病疫苗均使用动物来源的血清和胰酶，产品存在外源病毒因子污染风险。人二倍体细胞疫苗是第三代人用狂犬病疫苗，与动物细胞相比，人二倍体细胞狂犬病疫苗具备天然的安全性优势，无致肿瘤风险，杂质去除要求低，被世界卫生组织称为预防狂犬病的黄金标准疫苗，是目前国内传统狂犬病疫苗的有力补充，尤其适用于过敏体质者、老人及儿童等免疫力偏低的人群。但人二倍体细胞存在培养难度高、狂犬病毒表

达滴度低等问题，因此人二倍体细胞狂犬病疫苗产量较低、生产成本高。近年来，我国人二倍体细胞狂犬疫苗批签发数量整体呈现出逐年上升的趋势。基于产量、研发进展、价格等多重因素，Vero 细胞狂犬病疫苗与人二倍体狂犬疫苗分别具有差异化优势，该两种研究路线将成为下一代狂犬疫苗的主流方向。

2022 年，工信部等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》提出，“十四五”期间大力推动创新疫苗产品研发，提升新型疫苗产业化技术水平，强化应急疫苗技术布局，完善疫苗供应体系，健全质量监管体系，鼓励疫苗生产企业进行国际认证。随着民众生活水平的提高、对疫苗使用安全意识的增强和疫苗产品国际化的推进及相关政策的支持，加上近年疫苗企业在技术、生产工艺、原研创新等方面实现较大进步，未来我国疫苗产业发展存在巨大潜力。根据 Frost&Sullivan 的数据和预测，2018 年，全球人用狂犬病疫苗市场规模为 93.1 亿元，其中我国的人用狂犬病疫苗市场规模最高，销售额为 28.4 亿元，预计 2023 年我国人用狂犬病疫苗的市场规模将达到 42.5 亿元。根据公开资料，国内狂犬病疫苗市场规模将由 2021 年的 56 亿元提升至 2026 年的 101 亿元，年复合增长率为 12.5%，我国狂犬病疫苗市场仍存在较大增长空间。

根据《疫苗管理法》，国家对疫苗实行最严格的管理制度。人用疫苗对生产技术、资金投入、创新及研发实力具有较高要求，行业准入门槛较高。目前国内的 Vero 细胞狂犬疫苗生产企业成大生物、艾美疫苗、雅立峰、长春卓宜等，地鼠肾原代细胞狂犬疫苗生产企业主要为远大生物、中科生物等，人二倍体细胞狂犬疫苗生产企业主要为康华生物。此外，国内人二倍体狂犬病疫苗处于临床后期的公司包括康泰生物、智飞生物、成大生物、成都所。预计短期内，疫苗批签发量整体趋于稳定，疫苗行业整体较好，各类疫苗价格将趋于相对稳定。

图表 1 部分人用狂犬疫苗生产企业批签发数量、销量及收入（单位：万支、亿元）

公司名称	产品名称	2021 年			2022 年		
		批签发数量	销量	收入	批签发数量	销量	收入
成大生物	人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)	-	3231.38	20.87	-	2710.43	17.65
康华生物	冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	479.50	-	12.65	809.58	-	14.25
艾美疫苗	冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)	-	1453.50	9.37	-	-	7.77

注：表中收入仅为人用狂犬疫苗收入。
资料来源：公开资料，东方金诚整理

贸易行业

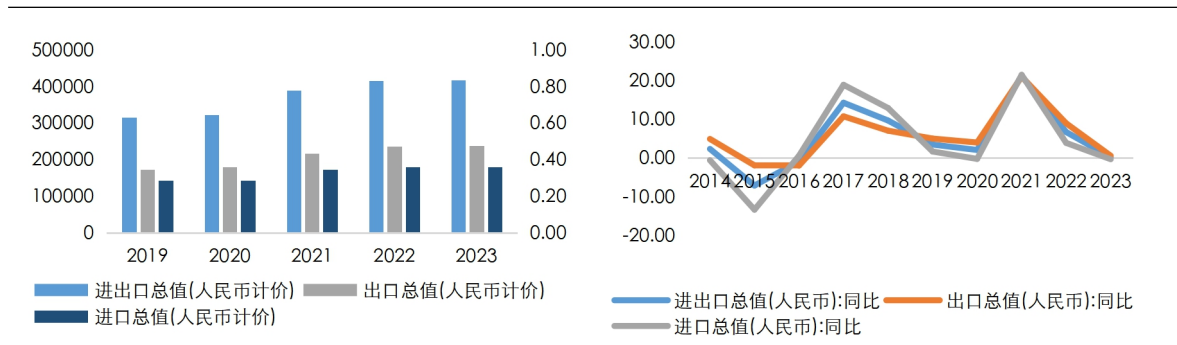
2023 年全球贸易缓慢回暖、地缘政治影响外溢、贸易保护限制增多，我国外贸运行面临需求下滑、价格下行和去年高基数等因素影响，新兴经济体对我国出口的拉动有限，出口压力仍存

2023 年，我国面临的内部和外部环境复杂多变，世界经济仍处于复苏进程中，全球贸易回暖速度缓慢，且地缘政治影响外溢、贸易保护限制增多等不利因素仍在持续，新兴经济体对中国出口的拉动作用有限，我国外贸面临外需下滑、价格下行和去年高基数等因素共同影响，出口压力仍存。

据海关总署统计，2023 年我国货物贸易进出口总值为 41.8 万亿元人民币，同比微增 0.2%。其中，出口总值为 23.8 万亿元，同比增长 0.6%；进口总值 18.0 万亿元，同比下降 0.3%。按美

元计价，2023年我国进出口总值为5.9万亿美元，同比下降5.0%；其中出口总值和进口总值分别为3.4万亿美元和2.6万亿美元，分别同比下降4.6%和5.5%。

图表2 2019年至2023年我国进出口贸易变化情况（单位：亿元、%、亿美元）



资料来源：海关总署，东方金诚整理

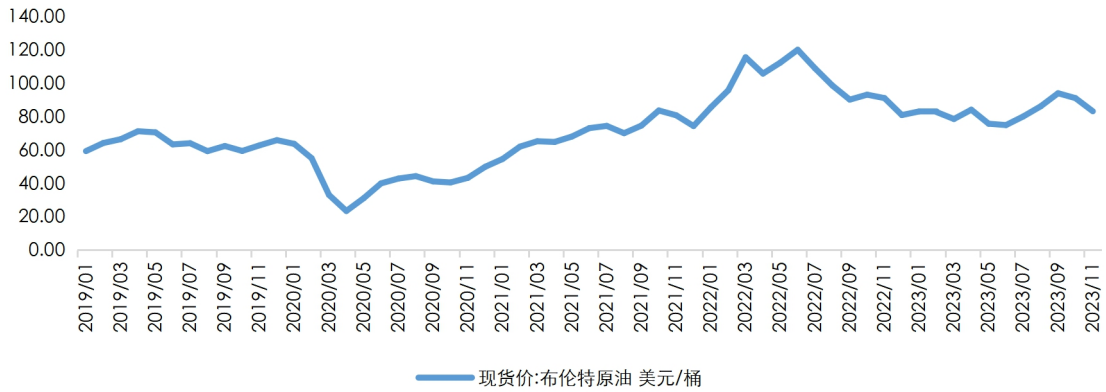
从贸易伙伴结构来看，2023年前三季度，中国与主要贸易伙伴东盟、欧盟、美国进出口规模占进出口总值的比重分别为15.19%、13.47%、11.24%；从主要贸易伙伴进出口增速看，中国对多数外贸伙伴如东盟、欧盟、美国、日本、韩国等国贸易总值增速均为负增长。其中，对第一大贸易伙伴东盟贸易总值为4473.3亿美元，同比下降1.5%，东盟成员国中，与中国前三大贸易伙伴依次为越南、马来西亚和印度尼西亚；对欧盟贸易总值3991.72亿美元，同比下降4.9%；对美国进出口3272.64亿美元，同比下降14.5%。同期，中国对“一带一路”沿线国家进出口增长9.8%（人民币计价），高出整体增速7.7个百分点。

分季度来看，2023年我国进出口总值逐季抬升，一、二、三季度分别实现进出口总值为9.72万亿元、10.29万亿元和10.79万亿元；从月度看，9月当月进出口总值为3.74万亿元，环比连续2个月实现增长。分企业类别来看，2023年前三季度民营企业进出口总值16.34万亿元，同比增长6.1%，占我国进出口总值的53.1%；同期，外商投资企业进出口总值9.42万亿元，占进出口总值的30.6%；国有企业进出口总值4.95万亿元，占进出口总值的16.1%。

2023年大宗商品价格呈下跌趋势，海外货币政策紧缩及地缘政治因素影响，原油价格上行乏力；国内地产行业新开工面积下降对用钢需求造成一定冲击，钢材价格下跌

大宗商品贸易方面，2023年前三季度，宏观经济和地缘政治等因素对原油价格的影响均有增强。宏观经济对于原油的影响主要集中于需求端，2023年3月欧美银行业危机、5月美国债务上限风险施压、6月加息导致的高利率环境对经济形成拖累，经济层面的弱势压制国际油价，从年初的81美元/桶（布伦特原油现货价格）持续下降至6月末的75美元/桶。2023年7月以来，OPEC主动减产，并随着全球原油需求复苏，原油供需紧平衡，原油价格上行。2023年10月7日巴以冲突爆发，地缘风险再度加剧，国际油价在此支撑下重返90美元/桶的高位，但伴随着市场重新审视此事件的实质影响，对供应风险的担忧有所消退，原油价格随即回落。整体来看，预计短期内国际原油价格仍将呈现上行乏力、下有支撑的特征。

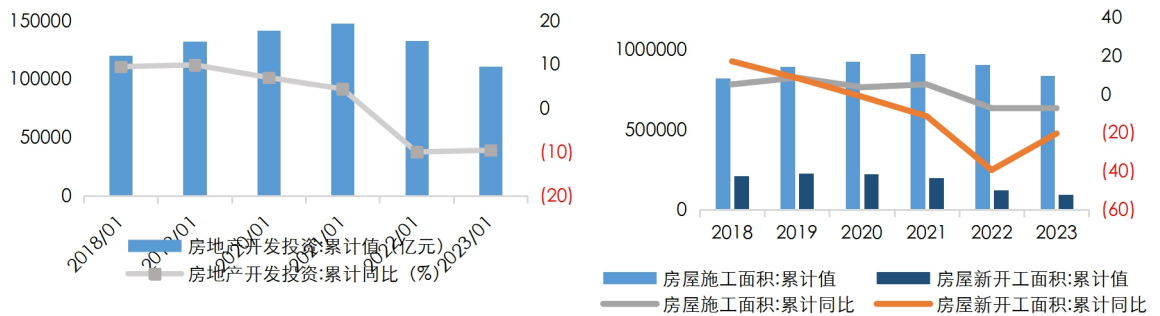
图表3 近年国际原油价格波动情况



资料来源: 海关总署, 东方金诚整理

根据国家统计局公布数据, 2023年全国固定资产投资(不含农户)503036亿元, 同比增长3%。基础设施投资同比增长5.9%, 基建投资景气度仍在高位。工业投资同比增长9.0%, 其中, 采矿业投资增长2.1%, 制造业投资增长6.5%, 电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长23.0%, 电、热、燃、水投资持续保持高景气度, 对工业投资整体拉动明显。2023年全国房地产开发投资110912.88亿元, 同比下降9.6%, 房地产开发企业房屋施工面积838364万平方米, 同比下降7.2%; 房屋新开工面积95375.53万平方米, 下降20.4%。

图表4 近年我国房地产施工面积及新开工面积波动情况(单位: 万平方米、%)



资料来源: 海关总署, 东方金诚整理

钢铁下游需求主要分为以房地产和基建为主的建筑业, 以及以机械、汽车、家电、船舶等为主的制造业。整体来看, 2023年基建投资以稳为主, 制造业景气度有所改善, 支撑钢材需求, 但地产行业新开工面积下降对用钢需求造成冲击, 导致钢价下跌。2023年7月份以来, 随着“认房不认贷”、“存量贷款利率调整”等新一轮房地产政策推出, 预计未来钢材终端需求或将有一定反弹。

业务运营

经营概况

公司主营生物制药、商品流通及进出口贸易等业务，近年收入和毛利润有所波动，2023年前三季度受医疗物资出口减少、大宗商品贸易规模下降及能源开发业务收入下降等因素影响，公司盈利能力明显弱化

公司主要从事生物制药、商品流通、出口贸易等业务，近三年营业收入有所波动。2021年，煤炭价格上涨带动公司电煤贸易规模扩大，公司营业收入同比增长8.43%。2022年，受钢铁贸易与狂犬疫苗收入规模减少影响，公司营业收入同比下降20.73%。从收入结构来看，商品流通、生物制药和进出口贸易业务是公司主要收入来源，能源开发及其他业务占收入的比例较小。

公司毛利润主要来源于生物制药、商品流通和进出口贸易业务。近三年，公司毛利润和毛利率有所波动。2021年，公司毛利润同比下降13.48%，主要是退出医药流通业务且毛利率较高的防疫物资出口规模同比减少共同所致。2022年受益于公司积极开展新冠病毒抗原检测试剂盒等防疫物资出口业务，进出口贸易盈利能力大幅提升，公司毛利润同比增长15.67%，毛利率同比提升5.82个百分点。

2023年1~9月，公司实现营业收入77.71亿元，同比下降34.95%；同期毛利润为14.15亿元，同比下降35.51%，主要系医疗物资出口业务及大宗商品贸易业务规模同比下降，且能源开发业务盈利下降共同所致。

图表5 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况³（单位：亿元、%）

业务类别	2020年		2021年		2022年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
生物制药	19.96	11.78	20.88	11.37	18.15	12.46
商品流通	125.03	73.79	137.80	75.00	93.79	64.39
进出口贸易	15.26	9.00	15.41	8.39	21.08	14.47
能源开发	8.73	5.15	9.41	5.12	12.37	8.49
其他	0.47	0.28	0.23	0.12	0.25	0.17
合计	169.45	100.00	183.73	100.00	145.65	100.00
业务类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
生物制药	17.21	86.25	18.76	89.85	15.81	87.11
商品流通	6.29	5.03	1.74	1.26	1.24	1.32
进出口贸易	3.01	19.72	1.60	10.37	7.70	36.50
能源开发	0.05	0.52	1.04	11.05	2.05	16.53
其他	0.36	76.60	0.15	65.22	0.15	60.55
合计	26.92	15.89	23.29	12.68	26.94	18.50

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⁴（以下简称“成大生物”）运营。截

³ 公司暂未提供2023年1~9月收入及利润构成数据。

⁴ 子公司成大生物已于2021年10月28日在科创板上市，股票代码688739.SH。

至 2023 年 9 月末，成大生物总资产 103.08 亿元，所有者权益 99.58 亿元，资产负债率 4.78%；2022 年及 2023 年 1~9 月，成大生物营业总收入分别为 18.15 亿元和 13.35 亿元，利润总额分别为 8.38 亿元和 5.52 亿元。

公司是国内人用狂犬疫苗龙头企业，生产技术先进，在人用狂犬疫苗领域具有很高的市场地位，子公司成大生物研发投入占比较高，在研产品储备较充足，生物制药业务具有很强的竞争力

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⁵，生产技术和产品品质达国际先进水平。公司采用国际标准狂犬病固定毒株 PV-2061 株和来源及代次清晰的 Vero 细胞，通过自主创新、生产工艺优化和产业化生产，逐步形成了自主拥有的核心技术“生物反应器规模化制备疫苗的工艺平台技术”，包含生物反应器高密度悬浮培养技术和细胞灌流、病毒液连续收获、病毒液浓缩、病毒液灭活、串联柱层析纯化等一系列先进工艺。2020 年~2022 年及 2023 年 1~9 月，子公司成大生物研发投入金额分别为 2.22 亿元、3.11 亿元、3.03 亿元和 3.03 亿元，研发投入金额占营业收入的比例分别为 11.14%、14.91%、16.70%和 22.72%，在同行业中处于较高水平。

截至 2022 年末，公司人用狂犬病疫苗年产能 1000 万人份，为国内人用狂犬疫苗龙头企业。公司人用狂犬病疫苗是拥有 5 针法和 Zagreb2-1-1 注射法两种接种程序的人用狂犬病疫苗，在全球累计使用超过 4 亿剂次，使用人群超过 1 亿人次，国内人用狂犬疫苗产品销售市场占有率连续多年保持第一，具有很高的市场地位。公司乙脑疫苗年产能 1000 万人份/年，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”品牌在业内具有很高的认可度。

2022 年，成大生物向前五大客户销售的金额合计 2.03 亿元，占年度销售总额的 10.89%，客户集中度较低。

图表 6 2022 年成大生物前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售额	占年度销售总额的比例 (%)	是否与上市公司存在关联关系
客户 1	9372.00	5.02	否
客户 2	4490.25	2.41	否
客户 3	2530.01	1.36	否
客户 4	2006.64	1.07	否
客户 5	1926.64	1.03	否
合计	20325.54	10.89	-

资料来源：成大生物 2022 年年度报告，东方金诚整理

2022 年成大生物向前五大供应商采购的金额合计 7897.14 万元，占年度采购总额的 35.23%，供应商集中度较高。

⁵ 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。

图表7 2022年成大生物前五大供应商情况（单位：万元）

客户名称	采购额	占年度采购总额的比例（%）	是否与上市公司存在关联关系
供应商1	2618.71	11.68	否
供应商2	2107.52	9.4	否
供应商3	1179.36	5.26	否
供应商4	1017.5	4.54	否
供应商5	974.05	4.35	否
合计	7897.14	35.23	-

资料来源：成大生物2022年年度报告，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人用狂犬疫苗，2022年由于人用狂犬疫苗收入下降，公司生物制药业务收入有所下降，但近年毛利率保持较高水平

公司生物制药业务收入90%以上来自人用狂犬疫苗产品。近年公司生物制药收入有所波动，2022年有所下降系人用狂犬疫苗收入下降所致。生物制药业务毛利率亦有所波动，整体保持较高水平。根据公司发布的2023年半年度报告显示，2023年1~6月，公司生物制药业务实现收入8.72亿元，同比下降1.15%；实现净利润3.34亿元，同比下降12.41%，主要原因为成大生物受市场竞争加剧影响，收入和净利润有所下滑。

图表8 公司生物制药业务盈利情况（单位：亿元、%）

产品	2020年		2021年		2022年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
人用狂犬疫苗	19.56	86.24	20.87	89.85	17.65	87.03
乙脑疫苗	0.40	86.87	0.01	87.29	0.50	90.08
合计	19.96	86.25	20.88	89.85	18.15	87.11

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2022年末，公司主要在研产品包括冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）、四价鸡胚流感病毒裂解疫苗、15价HPV疫苗、13价和20价肺炎球菌结合疫苗、脑膜炎球菌多糖结合疫苗等系列产品。2022年，公司先后取得了15价HPV疫苗、水痘减毒活疫苗和ACYW135四价流脑疫苗3个在研品种的临床试验批准通知书，按计划先后启动了冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）和b型嗜血杆菌结合疫苗两个在研品种的III期临床试验，以及13价肺炎球菌结合疫苗的I期临床试验。同时，公司的四价鸡胚流感病毒裂解疫苗处于III期临床试验阶段、A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗处于I期临床试验阶段，自主研发的20价肺炎球菌结合疫苗正在加快推进。整体看，公司在研产品储备较充足，预计随着新产品上市，公司生物制药业务仍将保持很强的市场竞争力。

公司正在对人用狂犬病疫苗生产线进行智能化升级，同时成大生物上市募集资金主要用于成大生物本溪分公司人用疫苗一期工程建设、成大生物人用疫苗智能化车间建设项目、人用疫苗研发项目及辽宁成大生物股份有限公司生物技术产品研发生产基地项目（以下简称“研发生产基地项目”）⁶。其中，研发生产基地项目总投资为140214.40万元，其中拟使用募集资金

⁶根据《辽宁成大生物股份有限公司关于部分募投项目变更、内部投资结构调整及延期的公告》，公司拟将募投项目“人用疫苗智能化车间建设项目”使用的募集资金由53016.80万元调减至13848.96万元，并拟将项目建设期延期至2024年12月。调减的39167.84万元募集资金拟用于新的募集资金投

39167.84 万元，其余部分由公司自有资金解决。建设期周期为 48 个月，项目总建筑面积共计约 140508.00 平方米。项目一期工程包括设计产能 1000 万支/年的 15 价 HPV 疫苗生产车间、研发中心、质量中心、库房以及配套公用设施的建设，二期工程包括生物制品标准化厂房的建设。

1. 人用狂犬疫苗

近年公司人用狂犬疫苗销售量处于领先地位，毛利率处于较高水平，盈利能力很强；但随着市场竞争加剧，公司 2022 年人用狂犬疫苗收入同比有所下降

公司研发模式以自主研发为主导，合作研发为辅助。公司在消化、吸收国外引进的生物反应器大规模细胞培养生产疫苗技术基础上，通过自主创新，已初步完成了细菌疫苗技术平台、病毒疫苗技术平台和多联多价疫苗技术平台的建设。公司的细菌疫苗技术平台包括细菌多糖结合技术和 OMV 技术。公司的病毒疫苗技术平台包括 VLP 等核心技术。公司在北京和沈阳均设有研发中心，北京研发中心聚焦于研发细菌疫苗、多联多价疫苗和重组蛋白疫苗，而沈阳研发中心聚焦于病毒疫苗的研发并承担公司的研产对接、疫苗注册申报等工作。

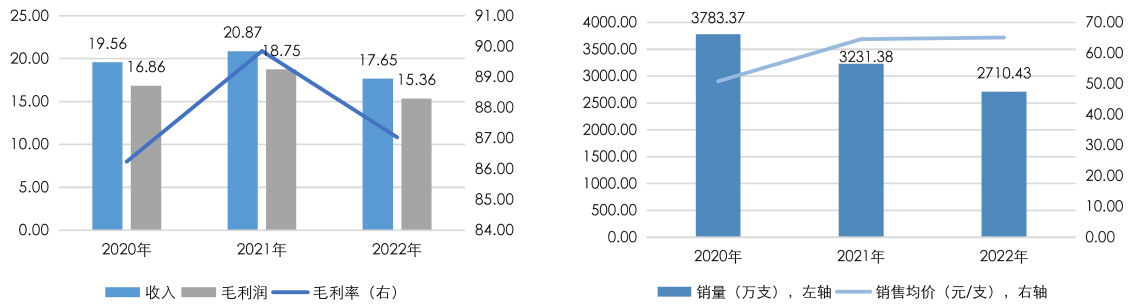
公司人用狂犬疫苗主要采用“以销定产”的生产模式。2021 年，公司人用狂犬病疫苗产量同比下降 10.24%，主要是国内人用狂犬病疫苗其他生产企业产能恢复，人用狂犬病疫苗供需紧张情况有所缓解，叠加海外出口需求受外部环境影响有所下降所致。2022 年，公司人用狂犬病疫苗产量为 1929 万支，同比下降 50.07%，主要系公司根据对市场需求和市场竞争的研判，调整生产计划，减少当期产量，保证合理库存水平所致。

公司人用狂犬疫苗在国内采用直销模式，公司构建了面向全国区县级疾病预防控制中心的疫苗营销配送网络体系，销售覆盖国内 2000 多家疾控中心，销售区域覆盖较广，客户较为稳定。公司人用狂犬疫苗在境外采用经销模式，产品出口至泰国、菲律宾、埃及和印度等一带一路沿线多个国家和地区。人用狂犬疫苗主要原材料血清及人血白蛋白价格近年来基本稳定，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，销售能力较强。

2020 年~2022 年，公司人用狂犬疫苗销量持续下降。2022 年公司完成人用狂犬病疫苗批签发 515 万人份和国内销售量 505 万人份，保持了人用狂犬病疫苗的市场领先地位。2022 年公司销售人用狂犬病疫苗销量为 2710.43 万支，同比下降 16.12%，主要系外部环境变化及行业竞争加剧影响。2022 年上半年，由于人员与宠物的活动受限，宠物伤人情况明显减少，对公司人用狂犬病疫苗的销售影响较大。下半年随着社会生活秩序逐步恢复，社会对于人用狂犬病疫苗的需求也逐步增加。受益于公司产品结构升级和较强的行业地位及品牌优势，公司人用狂犬疫苗销售均价逐年增长。

资项目“生物技术产品研发生产基地项目。”

图表9 公司狂犬疫苗收入、毛利及销售情况⁷（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

由于疫苗行业生产经营规范性要求不断提高，部分人用狂犬疫苗企业批签发数量减少或退出市场，而公司作为人用狂犬疫苗生产的龙头企业，能够长期保持产品质量和供应规模的稳定，市场认可度较高。2020年~2022年人用狂犬疫苗业务收入及毛利润有所波动，毛利率一直维持较高水平。2021年受益于公司人用狂犬疫苗产品行业地位较强、议价能力较高，销售价格有所上升，人用狂犬疫苗收入及毛利润均同比增长。2022年受销量下降影响，人用狂犬疫苗营业收入及毛利润均有所下降。

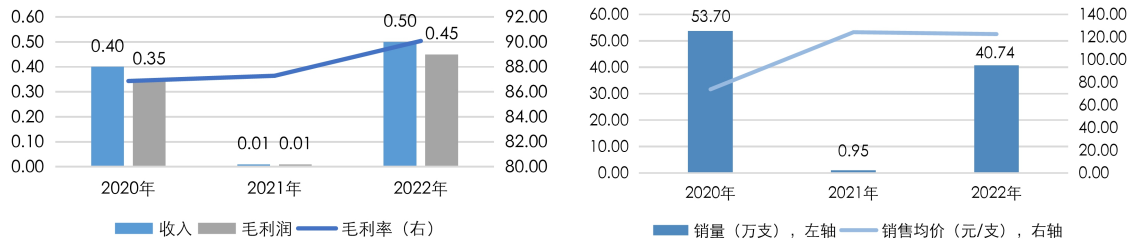
2.乙脑疫苗

近年公司乙脑疫苗销量受疫苗生产计划调整和车间系统升级影响有所波动，随着乙脑灭活疫苗车间系统升级完成，逐步恢复生产并申报批签发，2022年乙脑疫苗销量、收入和毛利润均大幅上升

公司是国内市场上唯一在产、在售的乙脑灭活疫苗的企业。近年来，公司不断加强乙脑疫苗的新技术和新工艺的研究开发。公司乙脑疫苗目前主要的销售目标是部分对产品安全性要求较高，支付能力较强一些的公众群体。2020年~2022年，公司乙脑疫苗销量、销售均价均有所波动；同期，乙脑疫苗业务收入及毛利润均有所波动，毛利率保持较高水平。2021年乙脑疫苗业务收入下降幅度较大，主要系公司人用狂犬疫苗需求较大，公司调整生产计划，集中力量生产人用狂犬疫苗，以及乙脑疫苗车间系统升级所致。2022年，公司加大乙脑疫苗的销售推广及生产力度，乙脑灭活疫苗市场逐步恢复，实现销售41万支，同比大幅增长。受益于销量增长，乙脑疫苗收入和毛利润均大幅上升。截至2022年末，公司乙脑疫苗年产能1000万支，是目前中国市场上唯一在售的国产乙脑灭活疫苗。公司乙脑灭活疫苗已经具有冻干和预充两种剂型，2022年已完成预充剂型在大部分省份的市场准入和销售渠道搭建工作。2022年乙脑灭活疫苗签发数量为279万支，为2023年向市场持续供应做好库存准备。

⁷由于成大生物2021年度报告中更换了狂犬疫苗销量的计量单位，图表中2020年人用狂犬疫苗销量数据是根据2021年销量及同比增速计算得出；由于成大生物未提供疫苗产品销售价格数据，图中销售价格是根据当年疫苗产品销售收入除以销量计算得出，下文相同。

图表 10 公司乙脑疫苗收入、毛利和销售情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

目前国外发达国家灭活乙脑疫苗接种更加普遍，而在国内主要接种的是减毒活疫苗，结合发达国家疫苗发展趋势以及灭活乙脑疫苗安全性更好的优势，未来将呈现乙脑灭活疫苗逐渐替代减毒活疫苗的趋势，乙脑疫苗在我国仍具备很大的市场潜力。

商品流通

公司商品流通业务以钢材、煤炭贸易为主，近年收入有所波动，毛利润逐年下降，毛利率处于较低水平，2023年上半年钢铁、电煤业务收入同比下降较多，商品流通业务盈利下滑

公司原商品流通业务主要为国内贸易，主要运营主体为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“成大钢贸”）和辽宁成大国际贸易有限公司（以下简称“成大国际”）运营。

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60%以上，运营模式主要系集合下游中小户订单，向上游钢厂做集中性采购；上下游结算方面，公司一般对上游钢厂做100%的预付采购，对下游没有赊销，通常是交款提货，同时下游客户需预缴10%~15%的保证金，上游货到后，下游结清后续款项，公司移交货权。煤炭贸易在公司商品流通业务中的收入占比约为23%，运营模式方面，公司上游通过货到付款的方式向矿山等采购煤炭，下游通过赊销的模式销售给电厂；煤炭物流通常是由矿山组装运输到电厂或储运公司指定的站口，在电厂或站口进行货物交割，公司按照下游电厂的收货情况，对上游进行结算，下游应收账款账期通常在1个月~1.5个月。2022年，公司国内贸易业务前五大供应商采购金额合计60.41亿元，占采购总额的61.41%；前五名销售客户的销售金额合计40.50亿元，占销售总额的43.18%，公司国内贸易采购和销售集中度较高。

图表 11 2022 年国内贸易业务前五名供应商情况（单位：万元）

供应商名称	采购金额	采购商品类型	占国内贸易总采购额的比重
内蒙古亿汇德煤炭物流有限公司	227641.70	煤炭	23.14%
吉林鑫达钢铁有限公司	145553.76	线材、钢坯、型钢	14.80%
江西鑫润航达供应链管理有限公司	116922.63	螺纹、钢坯、带钢、型钢	11.89%
本溪北营钢铁（集团）股份有限公司	60305.43	螺纹	6.13%
唐山市举道商贸有限公司	53647.07	焦煤	5.45%
合计	604070.59	-	61.41%

资料来源：公司提供，东方金诚整理

图表 12 2022 年国内贸易业务前五名客户情况 (单位: 万元)

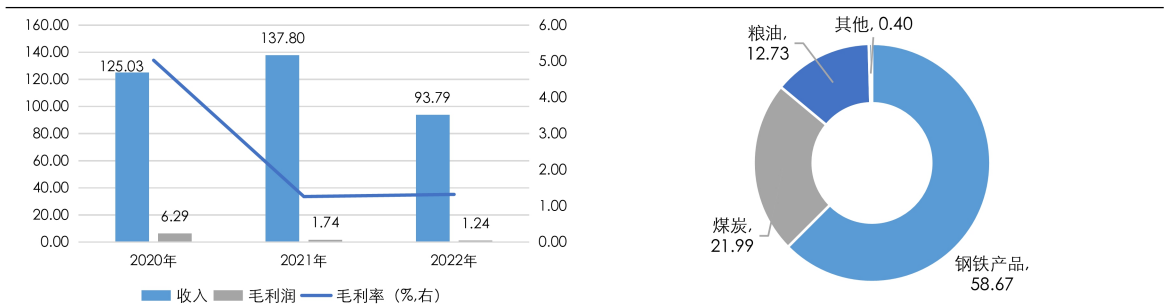
客户名称	销售金额	销售商品类型	占国内贸易总销售额的比重
山西平朔河港物流发展有限公司	229520.74	煤炭	24.47%
唐山市双盈工贸有限公司	54483.45	焦煤	5.81%
河北鑫达钢铁集团有限公司	52836.45	地矿、焦炭	5.63%
迁安正大通用钢管有限公司	37754.55	带钢	4.03%
辽宁瀚达钢铁贸易有限公司	30428.80	线材、螺纹	3.24%
合计	405024.00	-	43.18%

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

近年来, 公司国内贸易主要品种收入规模根据行情不同而有所波动, 2020 年~2022 年业务收入有所波动。2021 年由于大宗商品贸易规模增加, 公司国内贸易收入同比有所增长, 但毛利率仍处于较低水平, 整体盈利能力较弱。2022 年受国内外环境影响, 钢材需求端受到打压, 钢材供强需弱, 叠加美联储加息, 大宗商品波动, 房地产行业低迷, 市场预期悲观, 多重因素导致钢材价格震荡走低。公司主动压缩钢铁贸易规模, 实现钢材销售收入 56.87 亿元, 同比下降 44.41%。受钢材贸易收入大幅下降影响, 2022 年商品流通收入同比下降 31.93%, 毛利率较上年同期基本持平。

根据公司发布的 2023 年半年度报告显示, 受钢铁、电煤业务收入同比下降较多影响, 2023 年上半年公司商品流通业务收入及毛利润规模同比有所下降。其中钢铁贸易规模下降主要系房地产、基建等行业对钢材需求疲弱, 钢材价格持续下行, 公司为防控风险, 策略性地对部分钢企压缩业务规模, 使得贸易额受到较大影响。电煤业务收入同比下降主要系煤炭市场的交易以长协煤、保供煤的交易量为主, 公司电煤业务采购和销售市场煤的贸易量下降, 加之煤炭价格下跌, 导致贸易额大幅下降。

图表 13 公司商品流通业务收入、毛利及 2022 年产品构成情况 (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和成大发展运营, 采用自营的方式开展。

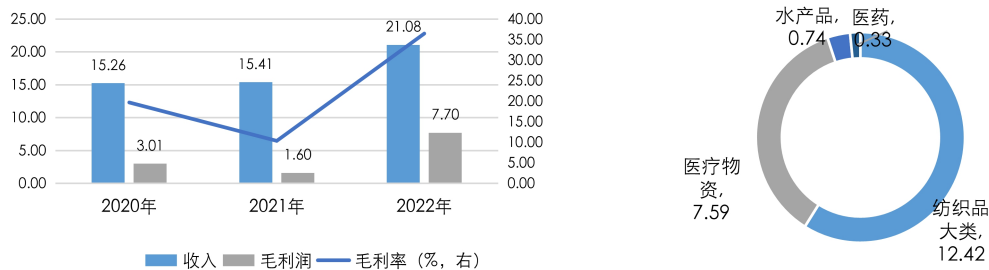
公司拥有较为丰富的进出口贸易经验, 主要开展传统纺织品进出口业务, 2022 年受益于医疗物资出口业务, 进出口贸易收入及毛利润增长较快, 但医疗物资出口业务可持续性较弱

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、水产品、中药材及其他。公司纺织品大类产品包括毛织、棉织、针织服装、鞋帽及箱包等。运营模式方面，公司从国外客商处取得订单，安排业务人员在国内寻找熟悉的服装加工厂安排订单生产，经验收合格后，组织装运和出口装船。根据外贸合同要求，公司进出口业务主要采用信用证等方式结汇。公司在纺织品服装出口贸易领域，着力提升大客户合作规模，提供设计方案，提高产品的附加值。2020年以来公司积极开展了医疗物资出口业务。

近年来，公司进出口贸易业务收入逐年增长，毛利润及毛利率有所波动。2021年公司进出口贸易业务收入小幅增长，但由于毛利率较高的医疗物资出口规模减少，毛利润和毛利率均有所下降。2022年受益于毛利率较高的医疗物资出口收入大幅增加，公司进出口贸易收入和毛利润分别同比增长36.79%和381.25%，毛利率同比上升26.13个百分点。但医疗物资出口业务的可持续性较弱，2023年由于境外对医疗防疫物资的需求降低，公司医疗物资出口业务规模大幅下滑，导致进出口贸易业务收入及毛利率均明显回落⁸。

图表 14 进出口贸易品类收入、毛利情况及 2022 年产品构成情况（单位：亿元、%）



进出口贸易品种	2022 年销售收入 (亿元)	结算模式	账期
纺织品大类	12.42	电汇、信用证	120 天-180 天
水产品	0.74	T/T, 信用证	90 天-120 天
中药材	0.33	OA	60 天-90 天
医疗物资	7.59	电汇、信用证	60 天-90 天
合计	21.08	-	-

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，由新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）运营。新疆宝明成立于 2005 年 6 月，注册资本为 1.55 亿元，公司于 2010 年投资 1.50 亿元购买其 60% 的股权，于 2010 年将其纳入合并范围。截至 2023 年 9 月末，新疆宝明注册资本为 1.57 亿元，公司、陕西宝明矿业有限责任公司、陕西古海能源投资有限公司分别持有其 60.50%、16.93% 及 22.57% 的股份。截至 2022 年末新疆宝明总资产为 38.89 亿元，净资产为 -27.80 亿元，新疆宝明近年亏损规模较大，对净资产形成较大侵蚀。2022 年新疆宝明营业收入为 12.46 亿元，净利润为 -7.41 亿元，亏损较多主要系前期投资较大，折旧摊销处于较高水平、页岩油产量同比下降及计提长期资产减值所致。

公司能源开发业务主要为油页岩综合利用和开发，近年来产能部分释放，但前期投资较大，

⁸ 公司暂未提供 2023 年 1~9 月进出口业务收入及利润数据，根据公司公开发布的《辽宁成大股份有限公司 2023 年第三季度报告》，2023 年前三季度公司营业收入同比下降 34.95%，主要系大宗商品贸易及医疗物资出口业务规模同比下降所致。

折旧摊销处于较高水平，盈利能力较弱，考虑到露天矿采场所需新增用地手续暂未取得，采矿受到直接影响，短期内公司能源开发业务整体盈利水平难以明显改善

公司能源开发业务主要是油页岩矿的开采、加工及页岩油生产、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。该矿区包括吉木萨尔县石长沟矿、吴家湾矿等油页岩露天矿，截至目前，公司拥有石长沟、吴家湾两个矿区的采矿权，木塔寺、白杨河两个矿区的探矿权，仅有石长沟矿已获得采矿许可证并正在开采。

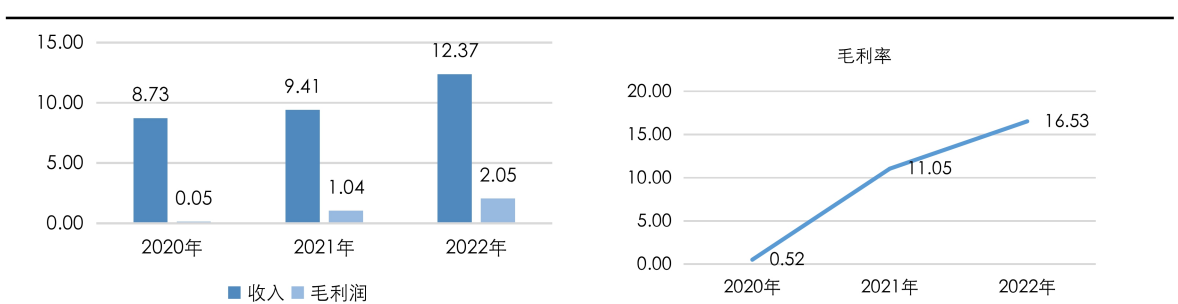
图表 15 能源开发业务各矿区产能情况

项目	资源总量 (亿吨)	油页岩开采产能 (万吨/年)	页岩油产能 (万吨/年)
石长沟	2.1	900	60.52
吴家湾	7.4	-	-
木塔寺	2.1	-	-
白杨河	1.1	-	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司拥有自主知识产权的“瓦斯全循环分级干馏工艺技术”，具有单炉处理量大、收油率高等优点。公司页岩油产品可直接作为船用燃料油使用，也可通过深加工提炼多种型号的油品及化工产品，以新疆地区销售为主，部分销往沿海地区。近年来，随着能源开发业务逐步投产，业务收入逐年增长，毛利率逐步提升。页岩油产品价格受石油价格波动的影响较大。2020年受外部环境影响，国际原油价格大跌，公司页岩油产品价格下跌，叠加计提大额存货跌价减值准备及资产减值损失，能源开发业务盈利能力较上年有所下降，能源业务经营主体新疆宝明净利润大幅亏损 17.40 亿元；2021 年受益于国际原油价格上涨，公司能源开发业务收入、毛利润和毛利率均较上年有所回升，盈利能力有所恢复，能源业务经营主体新疆宝明同比减亏至-1.01 亿元。2022 年，受矿石赋存条件变化、环保限产及外部环境影响，公司页岩油产量同比下降。同年，受益于页岩油销售价格上涨，公司实现能源开发收入 12.37 亿元，同比增长 31.46%，毛利率为 16.53%，持续提升；新疆宝明净利润为-7.41 亿元。

图表 16 能源开发业务收入、毛利润及毛利率情况 (单位：亿元、%)



图表 17 能源开发业务近年产量情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
油页岩开采量(万吨)	535.13	598.63	476.39
页岩油产量(万吨)	35.00	27.99	24.39

数据来源：公司提供，东方金诚整理

根据公司发布的 2023 年度半年报数据显示，2023 年 1~6 月，公司能源开发业务实现收入

3.18 亿元，同比下降 47.46%；同期净利润为-5.58 亿元，亏损同比增加，主要系页岩油产量较低及销售价格下降所致。考虑到公司根据中央生态环境保护督察整改相关要求，落实草原专项恢复方案，推进矿区生态环境修复工作，且露天矿采场所需新增用地手续暂未取得，采矿受到直接影响，预计短期内，公司能源开发业务整体盈利水平难以明显改善。

金融投资业务

公司持有的广发证券和中华联合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，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 2022 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“中华联合保险”）17.94%⁹和 19.60%的股权，对应的长期股权投资账面价值分别为 195.95 亿元和 95.30 亿元，股权价值较高且均未质押，变现能力较强。广发证券股份有限公司是国内首批综合类证券公司，先后于 2010 年和 2015 年在深圳证券交易所及香港联合交易所主板上市，截至 2022 年末，广发证券拥有全国 338 家分公司及营业部，布局全国 31 个省、直辖市、自治区。中华联合保险是经国务院批复同意设立的国有控股的保险公司。

2020 年~2022 年及 2023 年 1~9 月，公司投资收益分别为 31.91 亿元、20.83 亿元、15.70 亿元和 10.47 亿元，上述投资收益是公司利润总额的重要来源，2021 年投资收益同比有所下降主要是因为 2020 年度公司出售子公司成大方圆获得了较多投资收益，使得当年基数较高所致。根据公司 2023 年半年报数据显示，2023 年 1~6 月广发证券和中华联合保险实现归属公司的投资收益分别为 7.67 亿元和 0.76 亿元，分别同比增长 2.37%和 71.37%。

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，广发证券及中华联合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。

关联关系

母公司与下属子公司的往来款规模较大，2022 年末母公司对新疆宝明的其他应收款约 60.94 亿元，存在非经营性资金占用

母公司关联关系主要发生于与下属子公司的往来款，存在一定非经营性资金占用。截至 2022 年末，母公司其他应收款为 70.05 亿元，占流动资产的比例较高。根据容诚会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《辽宁成大股份有限公司非经营性资金占用及其他关联资金往来情况专项说明》（容诚专字【2023】110Z0027 号），截至 2022 年末，母公司被占用资金余额为 70.54 亿元，会计科目主要为其他应收款，主要资金占用方为控股子公司新疆宝明，截至 2022 年末母公司对新疆宝明的其他应收款约 60.94 亿元。

综上所述，公司是国内人用狂犬疫苗龙头企业，生物制药业务盈利能力很强；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，投资收益规模仍较大，变现能力较强。同时，东方金诚关注到，2022 年受钢材供强需弱，钢材价格震荡走低影响，公司商品流通业务收入下降较多；公司能源开发业务前期投资较多，截至 2022 年末母公司对新疆宝明的其他应收款约

⁹ 其中 16.40%的股份为 A 股，剩余股份为 H 股。

60.94 亿元，受折旧摊销高、计提资产减值损失等因素影响，新疆宝明处于亏损状态。考虑到 2023 年境外对医疗防疫物资的需求降低，公司医疗物资出口业务规模大幅下滑，导致进出口贸易业务收入及毛利率均明显回落；同时政府督察整改工作及采矿新增用地手续暂未取得导致公司采矿及页岩油产量受到直接影响，预计短期内公司盈利继续承压，盈利水平难以明显改善。

重大事项

公司会计师事务所容诚会计师事务所（特殊普通合伙）于 2022 年 12 月 28 日收到中国证券监督管理委员会大连监管局下发的《关于对容诚会计师事务所（特殊普通合伙）、李晓刚、周洪波、潘昱丹采取责令改正措施的决定》（〔2022〕35 号），涉及资产减值测试审计程序执行不到位、收入审计程序执行不到位、函证样本选取不合理、审计底稿存在错误等问题。

根据公司 2023 年 5 月 30 日发布的《辽宁成大股份有限公司关于公司控股子公司新疆宝明矿业有限公司被立案侦查的公告》，2022 年中央第五生态环境保护督察组对新疆维吾尔自治区和新疆生产建设兵团开展了第二轮生态环境保护督察，督察报告指出，新疆宝明石长沟矿区排土场和采矿区等共计违法占用天然牧草地 2.3 万亩。根据督察报告要求，按照地方政府“边开采、边治理”的原则，新疆宝明已委托相关机构组织编制石长沟矿区草原专项恢复方案。目前，该方案当地县政府已评审通过，并已上报自治区政府审核。如上述方案未能审核通过，或后续未能以适当方式及时取得项目所需新增用地，均可能对新疆宝明生产经营造成重大影响。

根据公司 2023 年 11 月 1 日发布的《辽宁成大股份有限公司关于回复〈上海证券交易所关于辽宁成大股份有限公司 2023 年半年度报告的信息披露监管工作函〉的公告》，新疆宝明与新疆昌吉回族自治州林业和草原局已签订《新疆宝明矿业有限公司非法破坏草原植被生态环境损害赔偿协议书》，共计赔偿 3244.15 万元，已足额缴纳至昌吉州财政局国库，对新疆宝明缴款当期利润产生影响。新疆宝明后续可能因案涉占用草场行为被处以行政处罚款和/或罚金，金额及时间不确定，目前暂无法估计对利润的影响。

根据公司 2024 年 1 月 31 日发布的《辽宁成大股份有限公司关于控股子公司新疆宝明矿业有限公司临时停产暨计提长期资产减值的公告》，新疆宝明正在落实中央生态环境保护督察整改相关要求。截至该公告披露日，新疆宝明尚未取得项目所需新增用地手续，采矿受到直接影响，矿石产量大幅减少，导致页岩油产量严重低于预期。新疆宝明已在办理上述用地手续。为减少亏损及更好地落实督察整改工作，公司同意新疆宝明临时停产，临时停产时间初步预计为 6 个月。同时，公司对新疆宝明的固定资产和无形资产等长期资产进行了减值测试。经公司初步测试，预计 2023 年度新疆宝明将计提固定资产和无形资产等长期资产减值 3.00 亿元至 4.00 亿元。

公司治理与战略

公司股权较为分散，实际控制人最新认定情况尚未发布，存在实际控制人变更风险；未来公司将保持“医药医疗健康产业与金融投资”双轮驱动的总体发展战略

2021 年 8 月 26 日，成大生物收到韶关高腾出具的《告知函》，主要内容如下：2020 年 5

月8日，上海证券交易所受理了成大生物的上市申请，就此，韶关高腾承诺自《告知函》签署之日起至成大生物上市的24个月内，认可辽宁省国资委作为辽宁成大实际控制人的地位，且不通过任何方式单独或与其他方共同谋求对辽宁成大的实际控制权。具体措施包括：（1）自《告知函》签署之日起至成大生物发行上市之日起24个月内，在《辽宁成大股份有限公司章程》规定的董事会总人数不变的情况下，韶关高腾提名的非独立董事人选不超过1名，独立董事人选不超过1名；若《辽宁成大股份有限公司章程》规定的董事会人数发生变化，韶关高腾提名的董事人数不超过董事会总人数的三分之一。（2）由辽宁成大股东大会做出决议的重大事项，韶关高腾将与辽宁省国有资产经营有限公司进行充分沟通，在不损害上市公司股东利益前提下充分尊重国资公司的意见。（3）子成大生物上市之日起24个月内，韶关高腾仅保留辽宁成大总股本10%的股份对应的表决权。

2021年8月26日，成大生物收到辽宁省国资委出具的《关于不放弃辽宁成大股份有限公司实际控制人地位的说明》，主要内容为：在成大生物上市后24个月内，辽宁省国资委要求国资公司不减持辽宁成大的股份，同时辽宁省国资委不会主动放弃辽宁成大的实际控制人地位。

2021年10月28日，成大生物在科创板上市，股票代码688739.SH，成大生物上市后，根据韶关高腾出具的《告知函》，其拥有上市公司股份表决权相应减少，辽宁省国有资产经营有限公司持有的拥有表决权的股份数量不减少且无其他股东超过国资公司的持股数量，国资公司将成为拥有最多表决权的股东。截至2023年9月末，韶关高腾持有公司15.30%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”）持有8.52%股权，为公司第三大股东，公司股权结构较为分散。由于成大生物已于2023年10月28日上市满24个月，公司尚未就实际控制权的情况发布最新公告，实际控制人认定工作正处于协商沟通阶段，公司股权结构仍较为分散，存在实际控制人变更风险。

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，董事中4人为辽宁省国资委推荐。公司设总裁1名，由董事会聘任或解聘，总裁对董事会负责。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。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、审计合规部等10个职能部门。

根据公司公告，2022年11月，公司收到了中国证券监督管理委员会大连监管局（以下简称“大连证监局”）对公司下发的《关于对辽宁成大股份有限公司采取责令改正措施的决定》

（以下简称“决定书”），决定书称大连证监局对公司进行了现场检查，发行公司在非经营性资金占用及其他关联方资金往来的信息披露方面、内幕信息知情人管理、财务核算方面、内部控制方面存在部分违规行为。2022年12月，公司发布了《辽宁成大股份有限公司关于大连证监局对公司采取责令改正措施的整改报告》（以下简称“整改公告”），称公司就决定书所述的违规行为完成整改并持续规范。东方金诚将持续关注公司上述部分违规行为的持续规范情况，及其对公司治理、经营活动等方面的影响。

未来，公司继续贯彻实施“医药医疗健康产业与金融投资”双轮驱动的总体规划，在做强、做实、做大生物疫苗的基础上，集中资源在医疗医药产业链上寻求突破，培育可持续发

展的核心产业，打造核心竞争能力。深化与广发证券、中华保险的战略合作，寻求金融板块对产业的支持，推动金融投资的价值提升。

财务分析

财务概况

公司提供了2020年~2022年审计报告及2023年1~9月合并财务报表。容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年~2022年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2023年1~9月份合并财务报表未经审计。

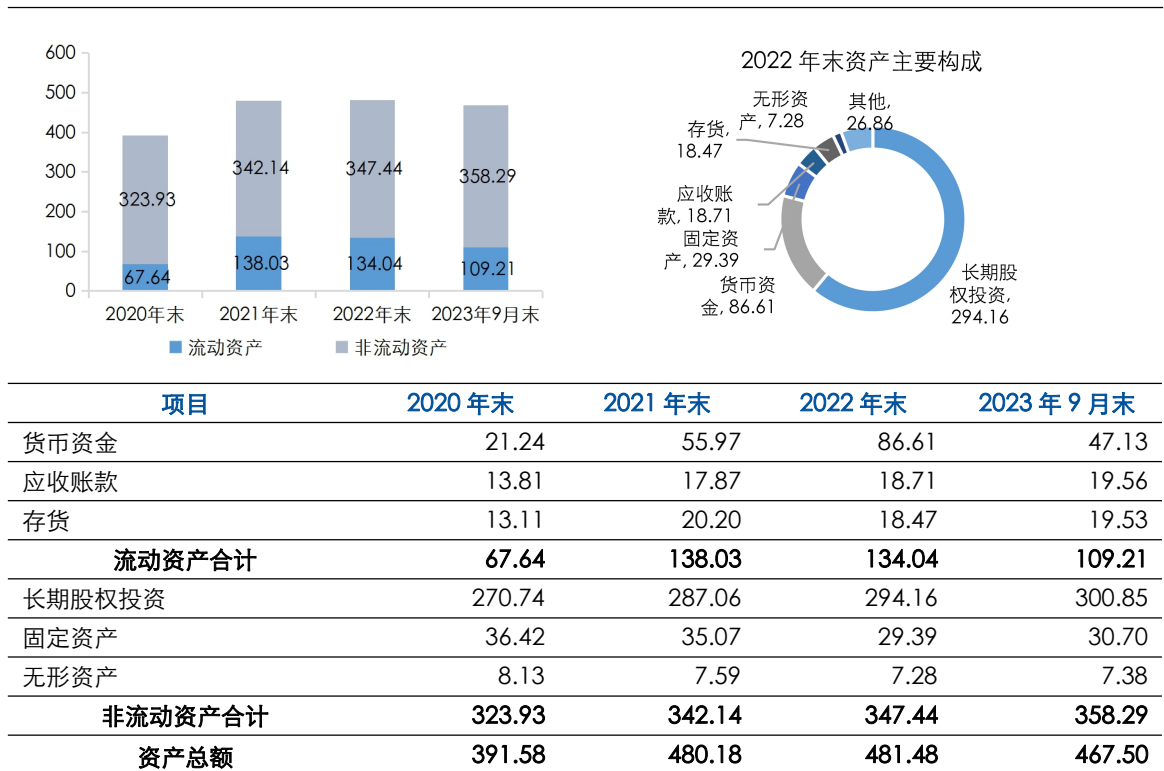
截至2022年末，公司纳入合并报表的直接控股子公司10家。

资产构成与质量

公司资产总额有所波动，构成以非流动资产为主，公司持有的广发证券和中华保险股权价值很高且均未质押，变现能力较强

近年公司资产总额有所波动，其中2021年末由于子公司成大生物成功上市融资，公司资产总额同比大幅增长22.63%。资产结构以非流动资产为主，2022年末非流动资产占比为72.16%。

图表 18 公司资产主要构成（单位：亿元）



近三年，公司流动资产有所波动，2022年末主要由货币资金、应收账款和存货构成。公司货币资金期末余额有所增长，其中2021年末同比大幅增长163.48%，主要系成大生物上市股权融资资金增加及公司备付资金增加所致。2022年末货币资金以银行存款为主，受限的货币资金为0.78亿元，主要为银行承兑汇票保证金。截至2023年9月末，公司货币资金为47.13亿

元，同比下降 32.32%。

近三年应收账款账面价值有所波动，2021 年末由于贸易业务增长，应收账款同比增长 29.37%。2022 年末应收账款账面价值为 18.71 亿元，同比小幅增长，其中账龄在 1 年以内和 1~2 年的应收账款余额占比分别为 89.5%和 6.9%。2022 年末按欠款方归集的期末余额前五名为河北鑫达钢铁集团有限公司、新疆美汇特石化产品有限公司、成大生物客户一、ONE JEANSWEAR GROUP INC.及山西平朔河港物流发展有限公司，合计占应收账款期末余额的 32.79%。同期末公司应收账款共计提坏账准备 1.73 亿元。截至 2023 年 9 月末，公司应收账款为 19.56 亿元，较年初同比小幅增长。公司存货近三年波动幅度较大，2021 年末同比增长 54.08%，主要系能源板块存货价值回升及大宗商品贸易备货增加所致。2022 年末存货小幅下降，主要由半成品、库存商品和原材料构成，共计提存货跌价准备 0.95 亿元。截至 2023 年 9 月末，公司存货为 19.53 亿元，较年初增长 5.70%。

公司非流动资产较为稳定，主要由长期股权投资、固定资产及无形资产构成。2022 年末，公司长期股权投资账面价值 294.16 亿元，主要为对广发证券和中华联合保险的股权投资，同比小幅增长，主要系当年权益法下确认对广发证券的投资收益 13.87 亿元。2022 年末，公司持有广发证券 17.94%的股权及中华联合保险 19.60%的股权，对应的长期股权投资账面价值分别为 195.95 亿元和 95.30 亿元，股权价值较高且均未质押，变现能力较强。截至 2023 年 9 月末，公司长期股权投资为 300.85 亿元，较年初增长 2.28%，构成较年初变化不大。公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，2022 年末固定资产账面价值 29.39 亿元，同比下降 16.20%，主要系折旧，及对新疆宝明的固定资产计提减值准备 3.62 亿元所致¹⁰。截至 2023 年 9 月末，公司固定资产较年初微增至 30.70 亿元。公司无形资产主要为采矿权和土地使用权，2022 年小幅下降主要系公司对新疆宝明的采矿权和土地使用权合计计提减值准备 0.76 亿元；截至 2023 年 9 月末，无形资产较年初增长 2.06%至 7.38 亿元。

2023 年 9 月末，公司资产总额为 467.50 亿元，较年初下降 2.90%，仍以非流动资产为主。截至 2022 年末¹¹，公司受限资产 2.04 亿元，占当期资产总额的 0.43%，占净资产的 0.63%，主要是银行承兑汇票、信用证保证金及抵押所致。

图表 19 截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	0.78	银行承兑汇票保证金，信用证保证金，远结保证金
固定资产及投资性房地产	1.00	抵押担保
页岩油	0.26	借款质押担保
合计	2.04	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司本部方面，截至 2022 年末，辽宁成大本部资产总额为 405.20 亿元，其中非流动资产 318.89 为亿元。2022 年末辽宁成大本部流动资产主要以其他应收款和货币资金构成，其他应收款规模较大，主要是与子公司新疆宝明的往来款。非流动资产主要为对各子公司以及联营、

¹⁰ 因为新疆宝明处于持续亏损状态，存在减值迹象，2022 年末公司对新疆宝明的固定资产等长期资产进行了减值测试，以资产的当前状况为基础，预计了未来年度可能发生的与评估资产相关的支出，包括环保支出、安全生产支出等。依据北京中企华资产评估有限责任公司的资产评估结果，公司计提长期资产减值准备 43837.29 万元，其中，分摊至固定资产 36229.60 万元、分摊至无形资产 7607.69 万元。

¹¹ 公司暂未提供 2023 年 9 月末受限资产情况。

合营企业的长期股权投资。截至 2023 年 9 月末，公司本部资产总额为 407.53 亿元，较年初略有增长，构成无明显变化。

资本结构

受益于经营积累及子公司成大生物上市，公司所有者权益逐年增加，未分配利润占比较高

公司所有者权益逐年增加，其中 2021 年末同比增长 25.88%，主要系经营积累及子公司成大生物上市所致；2022 年末受益于未分配利润继续增长，所有者权益同比提升 2.39%。近年公司实收资本保持为 15.30 亿元，2021 年末资本公积和少数股东权益分别同比增长 33.21% 和 268.88% 至 83.78 亿元和 34.91 亿元，主要系子公司成大生物成功上市所致。

截至 2023 年 9 月末，公司所有者权益较年初微增 0.09% 至 322.57 亿元，其中实收资本和盈余公积较年初维持稳定，资本公积小幅下降，未分配利润保持增长态势。

图表 20 公司所有者权益主要构成（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
实收资本	15.30	15.30	15.30	15.30
资本公积	62.90	83.78	83.80	83.74
盈余公积	8.24	8.24	8.24	8.24
未分配利润	151.58	169.83	178.70	182.40
少数股东权益	9.46	34.91	35.20	31.00
股东权益合计	250.06	314.77	322.28	322.57

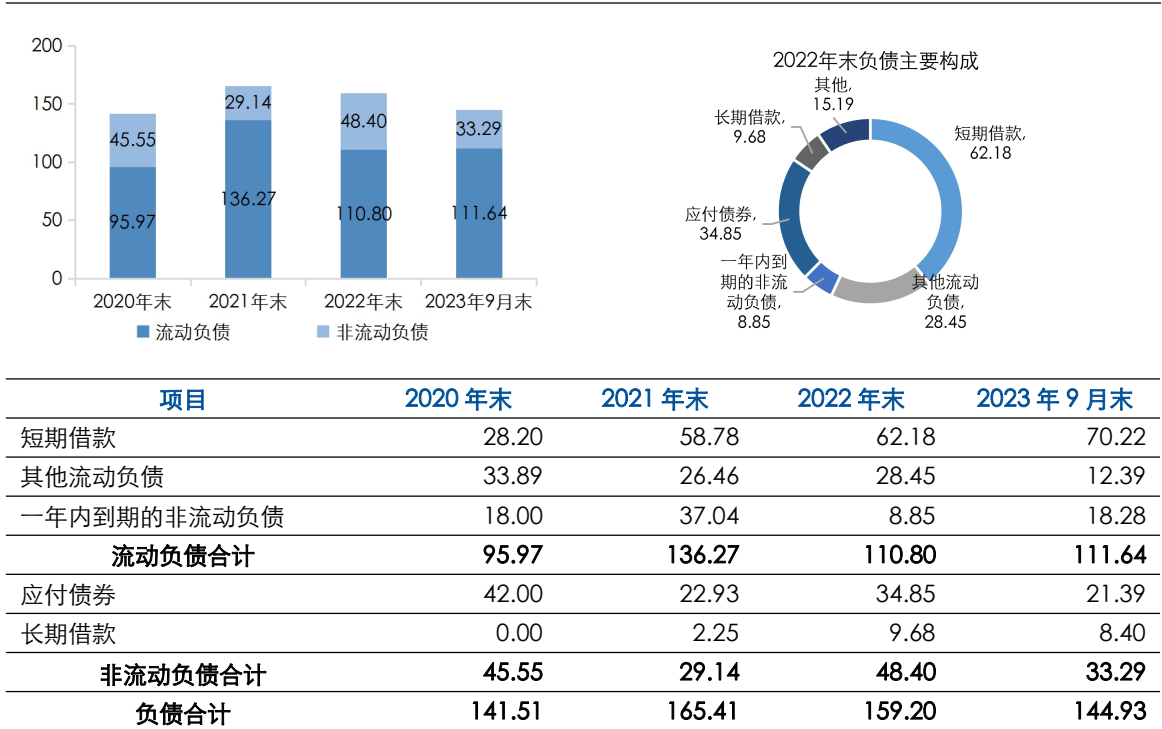
资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司全部债务规模有所波动，短期有息债务占比较高、规模较大，且有息债务集中于母公司

近三年公司负债总额有所波动，以流动负债为主，2022 年末流动负债占比为 69.60%，主要由短期借款、其他流动负债、一年内到期的非流动负债构成。截至 2023 年 9 月末，公司负债规模较年初下降 8.96% 至 144.93 亿元，主要系公司其他流动负债明显下降所致。

近三年公司短期借款增长较快，2021 年同比大幅增长 108.44% 至 58.78 亿元，主要系增加银行借款补充流动资金所致；2022 年末短期借款中信用借款、抵押借款和保证借款分别为 47.37 亿元、9.81 亿元和 4.80 亿元；截至 2023 年 9 月末，公司短期借款为 70.22 亿元，较年初进一步增长 12.93%。公司其他流动负债主要为短期融资券、债权融资计划及超短期融资券，募集资金主要用于偿还银行贷款等，2022 年末小幅增长主要系公司发行短期融资券所致；截至 2023 年 9 月末公司其他流动负债较年初下降 56.44% 至 12.39 亿元，主要系部分短期融资券到期兑付所致。近年公司一年内到期的非流动负债有所波动，其中 2022 年末大幅下降主要系当年兑付“19 成大 01”、“19 成大 02”等债券所致，公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的应付债券 8.20 亿元、一年内到期的长期借款 0.58 亿元构成；截至 2023 年 9 月末，一年内到期的非流动负债规模为 18.28 亿元，较年初大幅增长 106.57%，主要系一年内到期的应付债券调入所致。

图表 21 公司负债主要构成 (单位: 亿元)

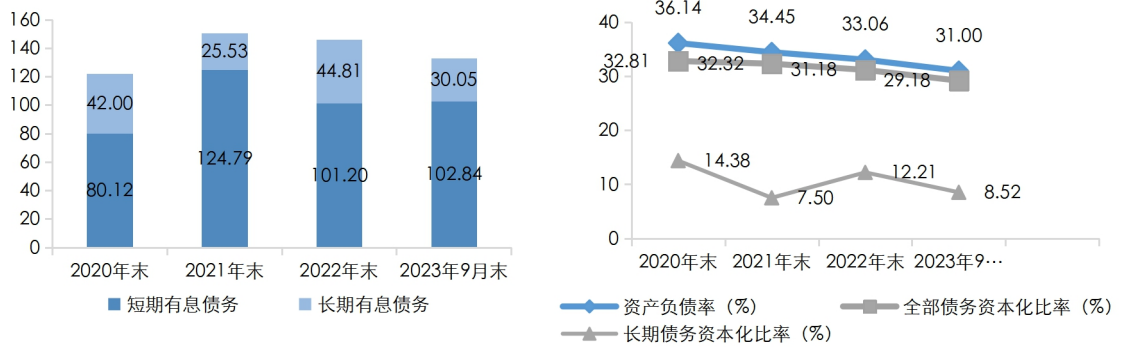


资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

近三年公司非流动负债有所波动, 主要由长期借款和应付债券构成。2021 年末公司应付债券期末余额 22.93 亿元, 同比下降 45.41%, 主要系部分债券重分类至一年内到期非流动负债所致。2022 年末应付债券增长系公司当年发行“22 辽成大 MTN001”、“22 成大 01”、债券融资计划“22 辽宁大股份 ZR003”等所致, 募集资金主要用于偿还公司有息债务。2022 年末公司长期借款有所增长, 主要系新增银行中长期流动资金借款, 均信用借款。截至 2023 年 9 月末, 公司非流动负债规模为 33.29 亿元, 较年初下降 31.23%, 主要系部分债券重分类至一年内到期非流动负债所致。

近年公司全部有息债务规模有所波动, 截至 2022 年末为 146.01 亿元, 其中短期有息债务占比为 69.31%, 公司面临一定的偿债压力。未来公司在建工程投资压力较小, 预计债务规模将保持稳定, 但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。近三年公司资产负债率及全部债务资本化比率有所下降。截至 2023 年 9 月末公司全部债务为 132.89 亿元, 较年初下降 9.87%, 主要系部分短期融资券到期兑付, 其他流动负债规模明显下降所致。

图表 22 公司债务结构及债务比率（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

母公司债务负担方面，截至 2022 年末，辽宁成大本部负债总计 141.44 亿元，资产负债率 34.91%；其中流动负债 96.80 亿元，主要由短期借款、一年内到期非流动负债和其他流动负债构成，非流动负债 44.64 亿元，主要由应付债券和长期借款构成。2022 年辽宁成大本部实现营业收入 0.09 亿元，利润总额 13.14 亿元，主要来源于对联营企业投资收益。截至 2022 年末，母公司有息债务约为 134.31 亿元，其中短期有息债务约为 89.78 亿元，主要由短期借款、一年内到期非流动负债、其他流动负债等构成。截至 2023 年 9 月末，公司本部有息债务为 111.23 亿元，受短期融资券到期兑付影响，本部债务规模较年初有所压降，但整体来看，本部债务规模仍较大且短期债务压力较高。

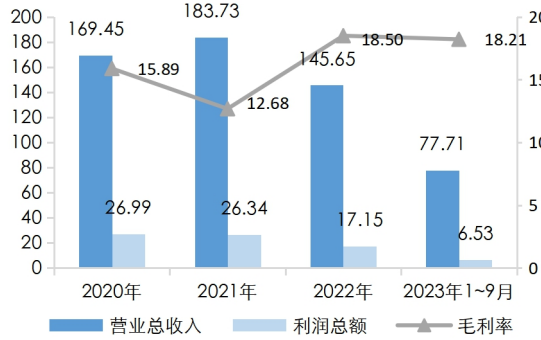
截至 2022 年末，公司无对外担保。

盈利能力

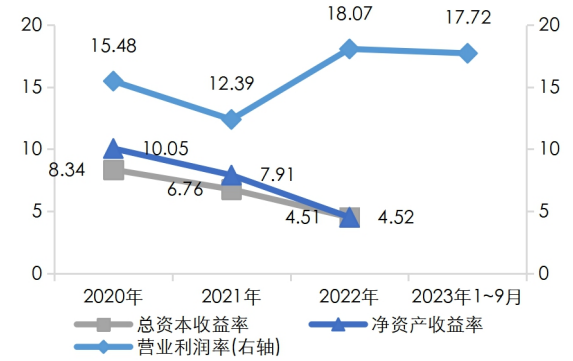
近年公司营业收入有所波动，受人用狂犬疫苗毛利润、投资收益下降及计提资产减值损失影响，2022 年利润总额下降较多；利润总额对投资收益依赖较大

近三年，公司营业收入有所波动，2021 年同比增长 8.43%，主要系大宗商品价格上涨，商品流通业务收入增加所致。2022 年受钢铁贸易与狂犬疫苗收入减少影响，公司营业收入同比下降 20.73%。受益于医疗物资出口业务毛利率高，2022 年公司营业利润率有所提升。2023 年 1~9 月，公司实现营业收入 77.71 亿元，同比下降 34.95%，主要系医疗物资出口收入及大宗商品贸易收入同比下降所致。

图表 23 公司收入和利润情况 (单位: 亿元、%)



图表 24 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

公司期间费用主要为销售费用、管理费用及财务费用, 近年来期间费用规模整体较高, 其中 2023 年 1~9 月期间费用率增长较多主要系营业收入下降明显, 但管理费用及财务费用较刚性所致。公司投资收益主要来自对广发证券和中华联合保险的投资收益, 2022 年金额分别为 13.87 亿元和 1.23 亿元。2020 年~2022 年投资收益占当期利润总额的比例分别为 118.23%、79.08%和 91.55%, 是利润总额的重要来源。2022 年, 公司投资收益为 15.70 亿元, 同比下降 24.62%, 主要系对广发证券的投资收益减少所致。2022 年广发证券营业总收入为 251.32 亿元, 同比减少 26.62%, 归属于上市公司股东的净利润为 79.29 亿元, 同比减少 26.95%。广发证券的盈利状况变化趋势和证券市场的走势具有较大的相关性。2022 年以来, 基本面偏弱运行的大背景叠加 A 股市场宽幅震荡、市场指数整体下行影响, 资本市场交投活跃度下降。2022 年广发证券相关业务资格解禁, 投行业务收入逐步恢复, 但投资管理和财富管理业务业绩均有所下滑, 交易及机构业务收入降幅较为明显。受上述因素共同影响, 2022 年广发证券营业收入同比下降 26.62%。

2022 年, 公司计提资产减值损失 5.36 亿元, 主要系新疆宝明持续亏损, 公司对其计提长期资产减值准备 4.38 亿元, 其中分摊至固定资产 3.62 亿元、分摊至无形资产 0.76 亿元。受人用狂犬疫苗毛利润、投资收益下降及计提资产减值损失影响, 2022 年公司利润总额为 17.15 亿元, 同比下降 34.88%。受利润总额下降影响, 2022 年公司总资本收益率及净资产收益率均同比下降。

2023 年 1~9 月, 公司实现营业收入 77.71 亿元, 同比下降 34.95%, 主要系医疗物资出口收入及大宗商品贸易收入同比下降所致。同期, 公司利润总额为 6.53 亿元, 同比下降 64.14%, 一是市场竞争加剧, 导致公司生物制药业务收入及利润同比下滑; 二是钢铁、电煤业务收入和医疗物资出口业务收入同比下降较多且相关公共卫生政策及需求变化, 医疗物资出口业务利润大幅下降; 三是政府督察整改工作及采矿新增用地手续暂未取得导致公司采矿及页岩油产量受到直接影响, 能源开发业务盈利承压共同导致。

现金流

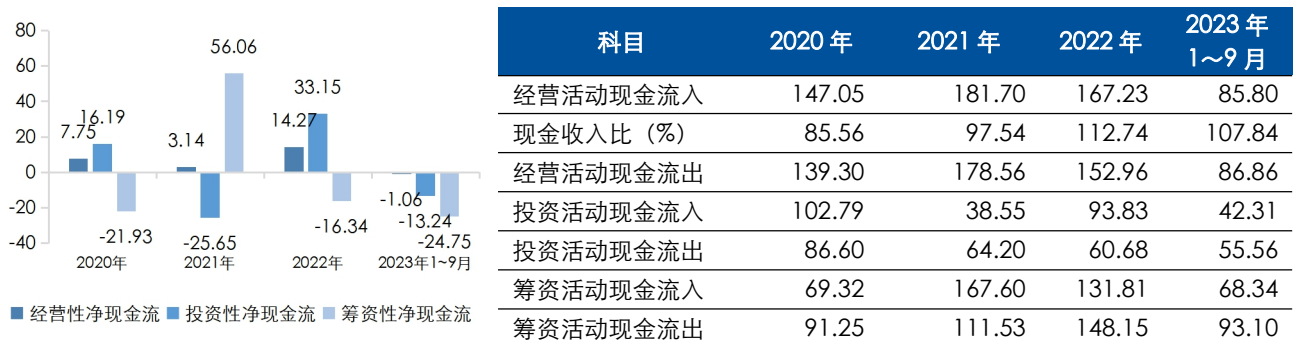
近年公司经营性现金流持续净流入, 投资活动净现金流和筹资性活动净现金流均波动较大

近年来公司经营性净现金流持续净流入, 2021 年公司经营性净现金流同比下降 59.52%,

主要系子公司成大生物受外部环境影响应收账款回款周期延长以及贸易板块受业务结算周期影响所致。2022年，公司经营活动现金流为持续净流入且规模有所增加，主要系贸易板块受业务结算周期影响经营现金流量净额同比增加，以及当年医疗物资出口销售同比增加所致。2020年~2022年，公司现金收入比有所波动，均保持在85%以上。2023年1~9月，公司经营性净现金流为-1.06亿元，主要系医疗物资出口业务规模和能源开发业务销售规模同比下降，且大宗商品贸易受业务结算周期影响，共同导致经营活动现金流量净额同比减少。

投资性净现金流近三年波动较大，2022年由净流出转为净流入主要系委托理财资金到期收回所致。筹资活动现金流净额近三年波动较大，其中2021年大幅净流入主要系子公司成大生物在科创板上市募集资金所致；2022年及2023年1~9月筹资性现金流净流出主要系公司偿还有息债务，整体债务规模有所下降所致。

图表 25 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2023年1~9月, 公司经营活动现金流、投资活动现金流及融资活动现金流分别为-1.06亿元、-13.24亿元和-24.75亿元。

偿债能力

公司持有的广发证券和中华联合保险的股权价值很高且均未质押, 其中广发证券股份为上市流通股, 变现能力强, 公司未使用授信额度较充足, 受限资产比重很低, 财务弹性强

2020年末~2022年末, 公司流动比率及速动比率均有所增长。2022年由于经营性现金净流入规模增加及流动负债下降, 经营现金流动负债比同比上升。近三年末公司EBITDA利息倍数有所下降, 全部债务/EBITDA倍数有所上升。截至2023年9月末, 公司货币资金账面余额为47.13亿元, 短期有息债务为102.84亿元。

图表 26 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

项目	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)	2023年9月(末)
流动比率	70.49	101.30	120.98	97.82
速动比率	56.83	86.48	104.31	80.33
经营现金流动负债比	8.08	2.30	12.88	-
EBITDA 利息倍数	6.23	5.58	4.20	-
全部债务/EBITDA	3.31	4.10	5.30	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至2023年9月末, 公司(合并)短期有息债务为102.84亿元, 公司未来一年到期的债

券(含回售)本金为 28 亿元, 2022 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金金额为 12.14 亿元。2022 年公司经营性净现金流为 14.27 亿元, 投资性净现金流为 33.15 亿元, 筹资活动前净现金流为 47.42 亿元。受医疗物资出口收入及大宗商品贸易收入下降影响, 预计 2023 年公司盈利能力同比降低, 公司资本支出计划较 2022 年变化不大, 预计公司 2023 年筹资活动前净现金流同比下降, 对短期有息债务的保障能力较弱。

公司本部方面, 截至 2022 年末, 公司本部短期有息债务为 132.19 亿元, 公司未来一年到期的债券(含回售)本金为 34 亿元, 2022 年公司本部分配股利、利润或偿付利息所支付的现金金额为 10.13 亿元。2022 年公司本部经营性净现金流为 5.23 亿元, 投资性净现金流为 8.35 亿元, 筹资活动前净现金流为 13.58 亿元。预计 2023 年, 公司本部盈利能力有所下降, 公司本部资本支出计划很小。预计公司本部 2023 年筹资活动前净现金流同比下降, 对短期有息债务的保障能力一般。

公司持有的广发证券和中华联合保险的股权价值很高且均未质押, 其中广发证券股份为 A 股和 H 股上市流通股, 截至 2023 年 9 月末股权市值为 1031.39 亿元, 公司持有广发证券未质押股权市值为 169.15 亿元, 公司易变现资产对一年内到期的债券本金及利息的保障能力很强。截至 2023 年 9 月末, 公司获得银行授信总额为 109.13 亿元, 已使用授信额度为 84.95 亿元, 未使用授信额度为 24.18 亿元。截至 2022 年末, 公司受限资产 2.04 亿元, 占当期资产总额的 0.43%, 占净资产的 0.63%, 公司除现金流及易变现资产外的其他流动性来源较强。综上, 公司财务弹性强。此外公司本部、子公司成大生物均为 A 股上市公司, 直接融资渠道畅通。

总体来看, 公司持有的广发证券和中华联合保险的股权价值很高且均未质押, 其中广发证券股份为上市流通股, 变现能力强, 公司未使用授信额度较充足, 受限资产比重很低, 财务弹性强。同时东方金诚关注到, 公司短期有息债务规模仍较大, 且有息债务集中于母公司, 短期内存在一定集中偿付压力; 公司 2022 年利润总额下降较多; 利润总额对投资收益依赖较大。

过往债务履约和其他信用记录

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 2024 年 1 月 11 日, 公司本部未结清信贷无关注类及不良类贷款。

截至本报告出具日, 公司在债券市场发行的各期债券均正常付息, 到期债券按时兑付。

抗风险能力及结论

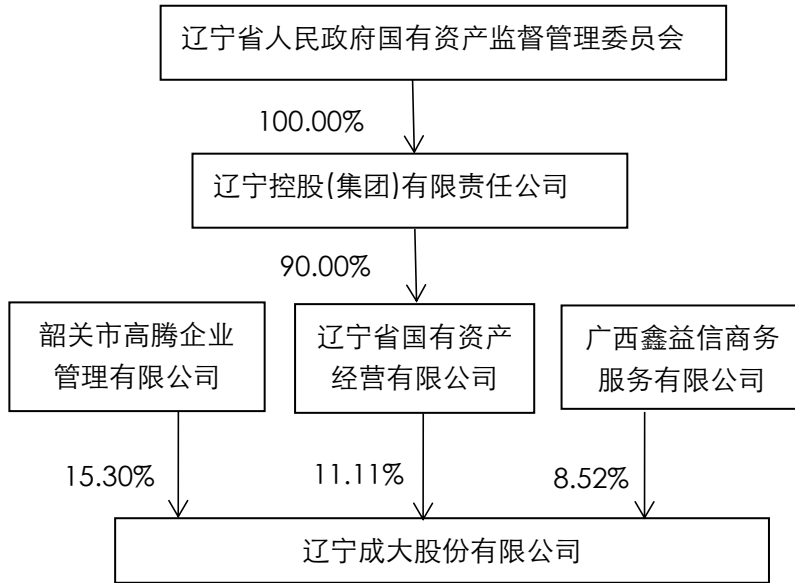
东方金诚认为, 公司是国内人用狂犬疫苗龙头企业, 生产技术先进, 在人用狂犬疫苗领域市场地位很高, 子公司成大生物研发投入占比较高, 在研产品储备较充足, 生物制药业务具有很强的市场竞争力; 受益于产品结构升级和较强的行业地位及品牌优势, 公司人用狂犬疫苗销售量处于领先地位, 毛利率水平较高; 公司持有的广发证券和中华联合保险的股权价值很高且均未质押, 其中广发证券股份为上市流通股, 变现能力强, 公司未使用授信额度较充足, 受限资产比重很低, 财务弹性强; 公司本部、子公司成大生物均为 A 股上市公司, 直接融资渠道畅通。

同时, 东方金诚关注到, 公司股权较为分散, 第一大股东持股比例较低, 存在实际控制人变更风险; 2023 年 5 月, 子公司新疆宝明因违法占用天然牧草地被立案侦查, 由于露天矿采场

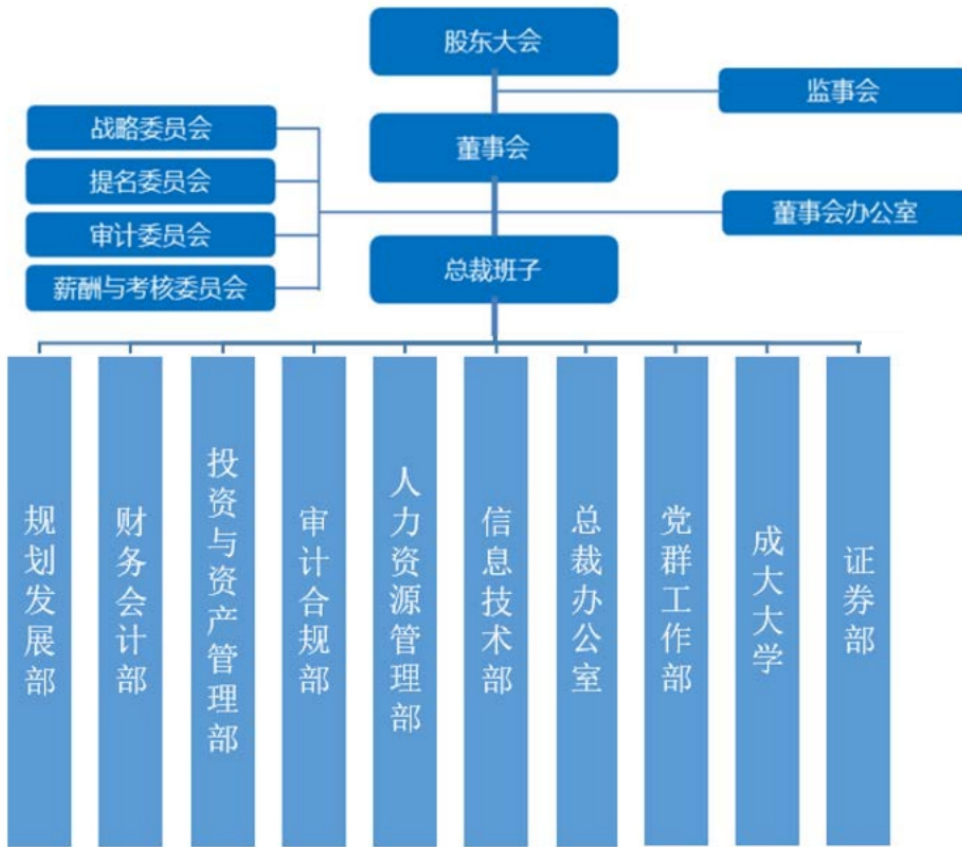
所需新增用地手续尚未取得，采矿及页岩油生产受到直接影响，能源开发业务折旧摊销处于较高水平，业务持续亏损；公司短期有息债务规模较大，且有息债务集中于本部，短期内存在一定集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚评定公司的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，评定本期超短期融资券信用等级为 A-1。

附件一：截至 2023 年 9 月末辽宁成大股权结构图



附件二：截至2023年9月末辽宁成大组织结构图



附件三：截至 2023 年 9 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	20000.00	国内外贸易	100.00
3	辽宁成大钢铁贸易有限公司	74000.00	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	辽宁成大生物股份有限公司	41645.00	生物药品研发、生产	54.67
6	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
7	新疆宝明矿业有限公司	15696.20	矿石及矿产品购销	60.50
8	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
9	大连成大物业管理有限公司	50.00	物业管理	100.00
10	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	2020年	2021年	2022年	2023年9月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	391.58	480.18	481.48	467.50
所有者权益 (亿元)	250.06	314.77	322.28	322.57
负债总额 (亿元)	141.51	165.41	159.20	144.93
短期债务 (亿元)	80.12	124.79	101.20	102.84
长期债务 (亿元)	42.00	25.53	44.81	30.05
全部债务 (亿元)	122.12	150.32	146.01	132.89
营业总收入 (亿元)	169.45	183.73	145.65	77.71
利润总额 (亿元)	26.99	26.34	17.15	6.53
净利润 (亿元)	25.13	24.89	14.55	5.61
EBITDA (亿元)	36.89	36.56	27.45	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	7.75	3.14	14.27	-1.06
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	16.19	-25.65	33.15	-13.24
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-21.93	56.06	-16.34	-24.75
毛利率 (%)	15.89	12.68	18.50	18.21
营业利润率 (%)	15.48	12.39	18.07	17.72
销售净利率 (%)	14.83	13.54	9.99	7.22
总资本收益率 (%)	8.34	6.76	4.51	-
净资产收益率 (%)	10.05	7.91	4.52	-
总资产收益率 (%)	6.42	5.18	3.02	-
资产负债率 (%)	36.14	34.45	33.06	31.00
长期债务资本化比率 (%)	14.38	7.50	12.21	8.52
全部债务资本化比率 (%)	32.81	32.32	31.18	29.18
货币资金/短期债务 (倍)	26.51	44.85	85.59	45.83
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	19.61	-14.98	32.48	-
流动比率 (%)	70.49	101.30	120.98	97.82
速动比率 (%)	56.83	86.48	104.31	80.33
经营现金流动负债比 (%)	8.08	2.30	12.88	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.23	5.57	4.19	-
全部债务/EBITDA (倍)	3.31	4.11	5.32	-
应收账款周转次数 (次)	24.53	11.60	7.96	-
存货周转次数 (次)	24.03	11.44	7.93	-
总资产周转次数 (次)	21.75	9.63	6.14	-
现金收入比 (%)	0.87	0.42	0.30	-

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

附件六：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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。

短期债券信用等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“辽宁成大股份有限公司 2024 年度第一期超短期融资券”（以下简称为“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与辽宁成大股份有限公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括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，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定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该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024 年 2 月 6 日