信用评级公告

联合〔2021〕3696 号

联合资信评估股份有限公司通过对辽宁省国有资产经营有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持辽宁省国有资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA^+，调整评级展望为负面；维持“20 辽国资 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

辽宁省国有资产经营有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

主体	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
辽宁省国有资产经营有限公司	AA+	负面	AA+	稳定
辽宁控股（集团）有限责任公司	AA+pi	稳定	--	--
20 辽国资 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 辽国资 MTN001	4 亿元	4 亿元	2023/04/22

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）作为辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“辽宁省国资委”）下属的国有资本运营及国有资产经营管理主体，是辽宁省内授权经营不良资产的唯一平台，参与省内金融企业不良资产的批量收购、处置业务，下辖上市子公司辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”）。跟踪期内，辽宁成大退出医药流通业务，实现现金回流及大额投资收益；辽宁成大生物制药板块经营的狂犬疫苗市场份额高、盈利能力强；辽宁成大持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股权未质押，变现能力强，2020 年贡献的投资收益和现金分红同比均有所增长。

受新冠疫情及中美贸易摩擦影响，子公司辽宁时代万恒控股集团有限公司（以下简称“时代万恒集团”）以贸易为主的营业收入下降幅度较大，林业和锂电池经营业绩未达预期，加之较高的财务费用，综合影响下，时代万恒集团 2020 年持续亏损且发生债务违约。时代万恒集团债务违约导致多笔债务涉诉，截至 2021 年 3 月 2 日，时代万恒集团及其下属子公司被起诉类案件合计涉案金额为人民币 12.42 亿元。

同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司对核心子公司辽宁成大的持股比例低，未来面临丧失控制权的风险；辽宁成大能源开发板块业绩受油价波动影响大，2020 年计提大额存货跌价准备及资产减值损失，且对辽宁成大母公司资金占用规模大；公司本部现金类资产规模小且持续亏损，偿债对再融资依赖度高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

时代万恒集团债务违约触发“20 辽国资 MTN001”投资人保护条款，经投资人表决，由公司控股股东辽宁控股（集团）有限责任公司（以下简称“辽控集团”）对“20 辽国资 MTN001”提供担保。辽控集团就“20 辽国资 MTN001”存续期公司应偿还的人民币 4.00 亿元本金及相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。经联合资信评定，辽控集团主体长期信用等级为 AA+pi，评级展望为稳定，其担保对“20 辽国资 MTN001”的信用水平有一定提

分析师： 李明
郭蕾
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

升作用。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，调整评级展望为负面；维持“20 辽国资 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **战略地位突出。**公司作为辽宁省国资委下属的国有资本运营及国有资产经营管理主体和辽宁省内经营不良资产的唯一平台，战略地位突出。
2. **跟踪期内，辽宁成大退出医药流通业务，实现现金回流及大额投资收益；生物制药业务保持竞争优势；股权类资产质量好，投资收益对公司利润形成有力支撑。**辽宁成大于 2020 年 7 月通过大连产权交易所公开挂牌转让子公司成大方圆医药集团有限公司 100%股权，股权处置价款 18.60 亿元已全额收回，当期确认投资收益 12.18 亿元。辽宁成大狂犬疫苗产销量持续多年位居国内第一，2020 年批签发量占比保持在 50%以上，且毛利率保持在 85%以上，盈利能力强。截至 2021 年 3 月底，辽宁成大直接持有广发证券（A 股）16.40%股权。该股权期末参考市值为 195.90 亿元，未质押；2020 年，广发证券贡献投资收益 16.70 亿元，现金分红为 4.38 亿元，该股权资产价值高、收益贡献大且变现能力强。
3. **公司本部持有的辽宁成大股权对存续债券的保障能力强。**截至 2021 年 3 月底，公司本部持有辽宁成大 11.11%的股权，未质押，期末参考市值为 34.64 亿元，对公司存续债券的保障能力强。

关注

1. **时代万恒集团持续亏损且发生债务违约。**2020 年，时代万恒集团利润总额为-2.02 亿元，亏损主要系贸易业务收入受疫情及中美贸易摩擦影响较大，林业及锂电池业务受疫情影响业绩未达预期所致。截至 2021 年 3 月 2 日，因时代万恒集团发生债务违约，公司所属子公司被起诉类案件合计涉案金额为人民币 12.42 亿元。
2. **对核心子公司辽宁成大的持股比例低，未来可能丧失控制权。**截至 2021 年 3 月底，公司对辽宁成大的持股比例为 11.11%。辽宁成大 2020 年新晋第一大股东韶关市高腾企业管理有限公司（截至 2021 年 3 月底持股 15.30%）承诺自辽宁成大生物股份有限公司发行上市之日起 12 个月内不谋求对辽宁成大的实际控制权，若

到期后不再延续上述承诺，公司将面临失去核心子公司控制权的风险。

3. **辽宁成大能源业务持续亏损，期末计提大额存货跌价准备及资产减值损失，资金占用量大。**辽宁成大对能源业务的资金投入规模较大，截至 2020 年底，辽宁成大母公司对能源业务经营主体新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）的其他应收款为 56.44 亿元。2020 年，受油价下跌影响，新疆宝明经营亏损，同时计提存货跌价准备，并对厂房、设备及采矿权计提资产减值损失，当期亏损 17.40 亿元。上述资金占用成本及经营亏损对业绩影响大。
4. **母公司现金类资产规模小，偿债对再融资依赖度高。**截至 2020 年底，母公司货币资金为 0.12 亿元；考虑到母公司不良资产业务盈利能力弱，毛利润不能覆盖财务费用导致持续亏损，母公司偿债能力对再融资依赖大。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.05	35.26	30.53	40.30
资产总额(亿元)	425.38	454.12	451.52	469.50
所有者权益(亿元)	233.14	239.60	255.42	261.04
短期债务(亿元)	111.88	100.58	94.11	115.10
长期债务(亿元)	42.09	67.42	59.85	54.35
全部债务(亿元)	153.96	168.00	153.96	169.45
营业总收入(亿元)	222.43	204.68	191.17	45.07
利润总额(亿元)	6.44	8.49	23.88	6.81
EBITDA(亿元)	19.33	22.04	36.91	--
经营性净现金流(亿元)	8.88	10.90	7.82	-1.08
营业利润率(%)	12.31	14.43	15.59	15.02
净资产收益率(%)	2.14	2.83	8.58	--
资产负债率(%)	45.19	47.24	43.43	44.40
全部债务资本化比率(%)	39.77	41.22	37.61	39.36
流动比率(%)	69.24	83.37	73.57	74.54
经营现金流动负债比(%)	6.15	7.76	5.98	--
现金短期债务比(倍)	0.30	0.39	0.34	0.37
EBITDA 利息倍数(倍)	2.35	2.74	4.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.96	7.62	4.17	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	26.35	25.77	30.26	32.02
所有者权益(亿元)	11.08	10.72	10.11	9.96
全部债务(亿元)	7.70	7.60	11.72	11.72
营业收入(亿元)	1.98	3.22	0.14	0.05
利润总额(亿元)	-0.62	-0.10	-0.54	-0.15
资产负债率(%)	57.97	58.41	66.59	68.89
全部债务资本化比率(%)	41.01	41.49	53.69	54.06
流动比率(%)	50.17	83.87	77.50	82.17
经营现金流动负债比(%)	18.20	6.32	-5.09	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 合并口径其他应付款中的应付资金拆借款项及其他流动负债中的有息债务计入短期债务；3.现金类资产已剔除受限货币资金
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 辽国资 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/09/24	李明 陈婷 郭蕾	一般工商企业信用评级方法/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 辽国资 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/07/10	刘哲 李明	多元化企业主体信用评级方法/模型（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

辽宁省国有资产经营有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“公司”或“辽宁国资”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

辽宁国资是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”）辽国资函〔2006〕9 号《关于组建辽宁省国有资产经营有限公司的函》批准，由辽宁省国资委出资设立的国有独资有限责任公司。公司于 2006 年 3 月 23 日在辽宁省工商行政管理局登记注册，设立时的注册资本为 10 亿元。2020 年 5 月，辽宁省国资委将公司股权划转至辽宁控股（集团）有限责任公司（以下简称“辽控集团”），股权划转事项工商变更登记于 2020 年 7 月 31 日完成，公司控股股东由辽宁省国资委变更为辽控集团，持股比例为 100%，公司实际控制人未发生变化，仍为辽宁省国资委。2020 年 12 月，根据辽宁省财政厅、辽宁省国资委、辽宁省人力资源和社会保障厅联合下发的辽财资〔2020〕375 号“关于划转部分国有资本有关事项的通知”，将公司国有股权的 10%一次性划转至辽宁省财政厅，由辽宁省财政厅代辽宁省人民政府持有，委托辽宁金融控股集团有限公司专户管理，划转基准日为 2019 年 12 月 31 日。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，辽控集团持有公司 90%股权，为公司控股股东，公司实际控制人为辽宁省国资委。

2020 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2020 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 12 家。截至 2021 年 3 月底，公司本部设办公室、党群工作部、财务审计部、规划运营部、企业管理部、法律部、资产开发部和纪检监察部共 8 个职能部门。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 451.52 亿元，所有者权益合计 255.42 亿元（含少数股东权益 227.42 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 191.17 亿元，利润总额 23.88 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 469.50 亿元，所有者权益合计 261.04 亿元（含少数股东权益 233.08 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 45.07 亿元，利润总额 6.81 亿元。

公司注册地址：辽宁省沈阳市皇姑区北陵大街 66 号；法定代表人：杨晓华。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20 辽国资 MTN001	4.00	4.00	2020/04/22	2023/04/22

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，由于公司子公司辽宁时代万恒控股集团有限公司（以下简称“时代万恒集团”）发生到期银行债务违约，根据《辽宁省国有资产经营有限公司 2020 年度第一期中期票据募集说明书》关于投资者保护机制的约定，相关事项已触发投资人保护条款。“20 辽国资 MTN001”持有人会议于 2021 年 3 月 25 日召开，会议表决结果：对“20 辽国资 MTN001”提供担保（担

保方为辽控集团）的条件下，豁免“20 辽国资 MTN001”违反交叉保护条款约定。

公司于 2021 年 5 月 11 日公告《关于对辽宁省国有资产经营有限公司 2020 年度第一期中期票据的担保函》（以下简称“保函”）。根据保函，辽控集团就“20 辽国资 MTN001”存续期公司应偿还的人民币 4.00 亿元本金及相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。辽控集团的保证期间为“20 辽国资 MTN001”到期之日起两年。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

[1]文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，

稳定预期，**保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业分析

1. 不良资产管理行业

宏观经济持续低位运行，整体不良资产化解需求增加，不良资产管理行业发展空间大。

AMC即资产管理公司（Asset Management Companies）特指专业承接、处置不良资产的资产管理公司，其业务还可以由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、投行等全金融覆盖。联合资信将主要从事不良资产经营业务的机构均视为不良资产管理公司范畴。

根据不良资产的流向，可以将不良资产管理的产业链大体分为上游不良资产来源、中游接收处置以及下游投资三个环节，不良资产管理公司在产业链中发挥不良资产接收和处置的作用，是产业链中最主要的参与者。

不良资产的上游来源主要包括银行、非银金融机构、非金融机构（企业）以及财政不良资产。银行不良资产主要是不良贷款，随着近年国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会数据显示，近年受宏观经济下行及金融“去杠杆”的加剧的影响，截至2020年底，中国商业银行不良贷款余额升至2.70万亿元，较上年底增长11.93%，不良贷款率1.84%，较上年底降低0.02个百分点。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构，近年非银金融机构类信贷业务规模的快速增长为不良资产管理行业的发展提供了较大空间。非金融机构不良资产主要是企业形成的各类坏账，如企业被拖欠的各种货款、工程款等，非金融机构的不良资产总体规模庞大，但分布非常分散，其中规模以上企业是不良资产的主要来源，企业的不良资产质量一般低于金融机构，其不良资产的处置以债务重组为主；近年来非金融机构应收账款规模不断攀升，回收周期不断延长，逐步沉淀形成的坏账对资产及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，截至2019年底，中国工业企业应收票据及应收账款17.40万亿元，较上年底增长4.48%，截至2020年底，中国工业企业应收票据及应收账款16.41万亿元，较上年底下降5.68%，系十几年以来首次出现回落。

中游的不良资产管理公司在接收不良资产后进行处置并从中获取收益，不良资产本身的不良属性意味着更大的固有风险和更高的经营专业性要求，不良资产供给的逆周期性和不良资产处置的顺周期性叠加，意味着 AMC 业务模式的一般逻辑是在经济下行时期布局资产、

经济上升时期处置资产，这决定了其业务周期很长、盈利体现很慢，因此不良资产经营处置的专业能力是衡量 AMC 核心竞争力的重要标准。同时 AMC 企业自身对经济周期的把控和应对显得更加重要，预期之外的经济周期单边延长或变化会加大其经营风险并带来较大资金压力。

下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括各类投资机构、工商企业及个人等；下游投资者通过购买、协议受让、参加法院拍卖等获得不良资产，发挥自身的专业优势，对债权、股权及实物资产进行最终消化处置并实现投资回报。

不良资产管理市场格局进一步多元化，市场竞争加剧，地方AMC以国有背景为主，区域内地方AMC机构数量与银行不良贷款规模基本正相关。

目前，中国不良资产管理市场进入“5+2+银行系AIC+外资系+N”的市场格局，即中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“信达”）、中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“华融”）、中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“长城”）、中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“东方”）、中国银河资产管理有限责任公司（2020年3月获批，2020年6月更为现名）五大全国性金融资产管理公司，每省原则上不超过2家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司（以下简称“地方AMC”），银行设立的主要开展债转股业务的金融资产投资公司（以下简称“AIC”），外资投资控股的不良资产管理公司，以及众多未获得银保监会批复的内资不良资产管理公司（以下简称“非持牌AMC”）。以下主要讨论地方AMC。

联合资信根据《中国地方资产管理行业白皮书》的资料整理，截至 2019 年末，全国共 57 家地方 AMC 企业，较 2018 年末增加 4 家。2020 年以来，根据公开信息，2020 年 4 月，吉林省金融资产管理有限公司被最高人民法院裁定强制解散；2020 年 7 月，海南省获批了第二家地方 AMC——海南新创建资产管理股份有限公司（亦且为首家外资控股的持牌地方 AMC）；2021 年 2 月，吉林省盛融资产管理有限责任公司获得银保监会的资质批复，同时吉林省金融资产管理有限公司的业务资质被取消。截至 2021 年 2 月末，地方 AMC 数量为 58 家，其中浙江、山东、福建、广东因包含计划单列市各有 3 家地方 AMC 企业；其余省级行政区中，除吉林、陕西、河北、贵州、云南、青海、新疆、西藏只有一家地方 AMC 企业外，其余省份均已设立两家地方 AMC 企业。按照不良贷款余额排序，可以看到商业银行不良贷款余额规模靠前的山东、广东、浙江三省都相继成立了第三家地方 AMC 企业来消化当地的不良资产，不良贷款余额第三大的辽宁省正在筹备第三家地方 AMC 企业；云南、吉林、贵州、陕西、青海、新疆、西藏等只设立了 1 家地方 AMC 企业的省份，其省内商业银行不良资产的规模也相对不大；值得关注的是，河北省的不良资产规模相对较大，但至今只有一家持牌的地方 AMC 企业。

从控股结构看，国有背景的地方 AMC 占多数。根据《中国地方资产管理行业白皮书》，截至 2020 年 5 月底，国有控股的地方 AMC 企业 16 家，国有独资的地方 AMC 企业 9 家，约 76%地方 AMC 的主要股东具有国资背景。

2019年以来，行业监管趋严，重点转向防范行业风险和市场纠偏，引导不良资产管理公司回归本源和主业，有利于行业规范、健康发展。

监管主体方面，目前地方AMC是特许从事金融不良资产批量收购业务的准金融机构，但没有金融机构许可证，其是否属于金融机构一直没有明确说法。因存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，地方AMC行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷，行业乱象也暴露出监管缺位的问题。2019年7月，银保监会发布的《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153号）（以下简称“153号文”）明确了目前由银保监会负责制定地方AMC的监管规则，各省（区、市）人

民政府履行监管责任，各地方金融监管部门具体负责对本区域地方AMC的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等。

监管政策方面，行业整体仍处于发展初期，监管环境较为宽松，但 2019 年以来有所趋严。153 号文针对地方 AMC 的一些高风险甚至违规经营行为，强调严格监管，对地方 AMC 资产端相关业务规模有所缩减，强调风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏；出表通道类业务以及投机炒作等“挣快钱”的方式难以为继，行业在牌照端的竞争壁垒弱化，逐渐转向差异化、专业化能力的竞争，要求地方 AMC 构建起不良资产买入环节的估值定价能力，经营环节的运作、服务和价值提升能力，处置环节的多元化手段等一系列专业化经营能力。

地方性政策方面，除个别省份外，大多数地区未有较为详细的指引。近年来江西省、山东省地方金融监管部门先后已发布了地方性的 AMC 监管办法，明确建立风险管控为本的审慎监管，对银保监会划定的地方 AMC 准入门槛进行了细化，对资本充足率要求不低于 12.5%，与《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》保持一致。可见，随着金融监管导向趋严，银保监会对五大 AMC 的监管政策对地方 AMC 监管有一定的风向传导作用。2020 年 4 月，北京市地方金融监督管理局出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》，其他省市的地方 AMC 管理办法也有望陆续出台，有利于地方不良资产处置监管更加规范。

行业发展前景广阔，但需不良资产管理公司加强自身专业能力；部分地方AMC主业不突出，投资类业务爆发信用风险，加大其业务结构转型压力。

2020年以来，在新冠肺炎疫情的持续影响下，不良资产领域的业务发展机会显著增加。但在经济周期下行期间，交易对手信用风险加大，资产包价值可能进一步下行、处置难度加大，对不良资产管理公司的估值定价和存量资产回收产生一定不利影响，加之市场主体扩容加剧行业竞争和行业监管逐步规范，需要不良资产管理公司不断加强自身专业能力。

相比传统金融机构而言，融资难、融资贵问题始终是地方AMC的行业瓶颈，较高的融资成本和不良资产处置回收的不确定性叠加，导致地方AMC倾向于交易频率较高的短期经营行为，如收益回报较高的固定收益类业务等；加之若股东对地方AMC企业设定较高的盈利目标和分红要求，将进一步促使企业选择投资业务、类信贷业务等短平快的非主业业务，从而弱化地方AMC化解区域风险的属性。在前期的发展中，部分资产管理公司已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，不良资产业务收入占比较低；在当前地方AMC行业逐步回归主业的背景下，部分地方AMC企业的投资业务仍占比较高，且部分投资资产在经济下行期间爆发了一定的信用风险事件，从而加大相关企业业务结构转型的压力。

2. 贸易行业

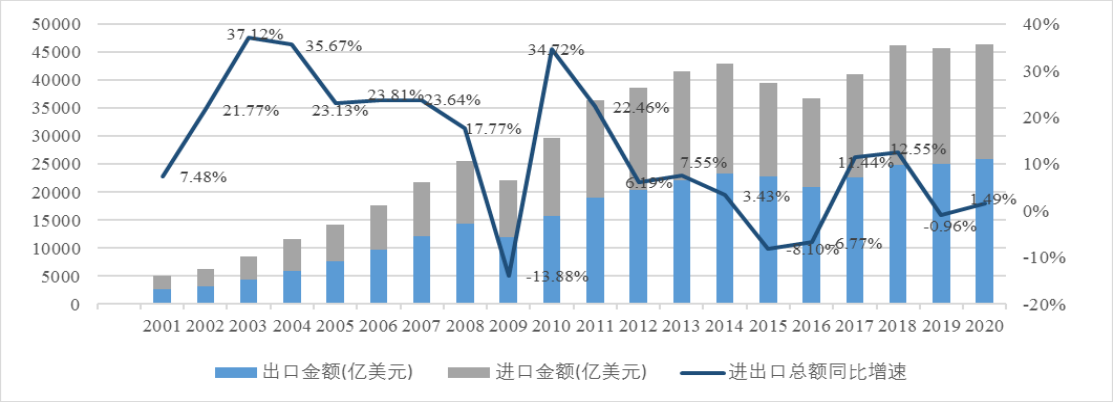
（1）进出口贸易

近年来，世界经济增速放缓，不确定因素增多。2020 年，面对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲击，中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，全年外贸出口明显好于预期，外贸规模再创历史新高。

2020 年以来，新冠肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济造成冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升。海关数据显示，2020 年一、二季度，中国进出口增速分别为-6.5%和-0.2%，外贸发展面临较大困难。中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链。从三季度开始，中国外贸行业回暖。由于疫情影响，海外生产面临停滞，中国承担起了为全世界生产订单的重任。随着纺织市场的爆发，整个外贸行业形势高涨，数码电子产品、皮鞋、大型机械等订单也在持续增长。根据海关总署发布的数据，2020 年，中国货物贸易进出口总值 46462.57 亿美元，同比增

长 1.49%。其中，出口 25906.46 亿美元，同比增长 3.65%，创造了中国出口规模的新高；进口 20556.12 亿美元，同比下降 1.10%；贸易顺差 5350.34 亿美元，同比增加 27.06%。

图 1　中国进出口贸易总值及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

从贸易产品结构看，2020 年，在对外贸易产品构成中，工业制品的份额进一步扩大，全年工业制品出口规模达 24751.46 亿美元，同比增长 4.6%。工业制品的出口份额越来越大，但中国的出口依然是以基础制造产品为主，结构失衡的情况还比较突出。

从区域分布上看，美国依然是中国最大的单一贸易伙伴国，日本与韩国是中国第二和第三大贸易伙伴国。虽然中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，但基于 2019 年末达成的贸易协议以及双方的经济结构，叠加疫情对美国经济的影响，2020 年中美双边贸易保持较快增长；亚洲是中国对外贸易的最主要地区，全年贸易额达 23865.6 亿美元，同比增长 0.8%，占中国对外贸易总额的 51.4%；由于英国脱欧，中国与欧盟的贸易统计剔除了与英国的贸易数据，欧盟在中国的对外贸易中跌至第二位，中欧双边贸易总额（剔除英国数据）占中国对外贸易的 13.9%；非洲和拉美地区的贸易依然没有明显增长。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口总额为 9.37 万亿元人民币，较 2019 年增长 1%，同比增速较上年下降 9.8%，略低于整体增速。

从外贸参与主体来看，2020 年，私营企业继续展现出极强的贸易活力，而国有企业在对外贸易中的占比进一步缩小。2020 年，中国进出口总额中，私营企业占 45.2%，较 2019 年提升了 4.1 个百分点，国有企业占 14.3%，份额较 2019 年下跌 2.6 个百分点，外商投资企业进出口总额同比下降 1.4%，占中国对外贸易份额的比重为 38.7%。

（2）国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，2019 年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；受疫情影响，2020 年社会消费品零售总额呈现负增长。

图 2　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：Wind，联合资信整理

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费

品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。2020 年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年名义下降 3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

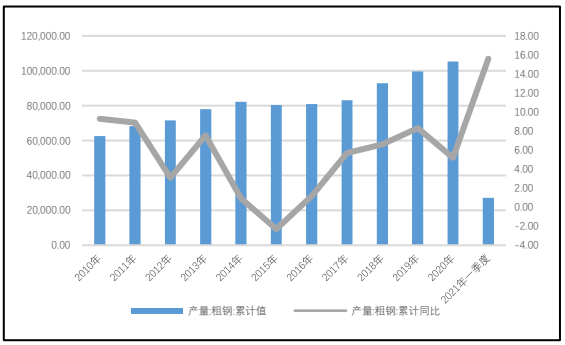
国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

（3）主要贸易品种（钢材）运行情况

2020年，受疫情因素影响，钢铁市场价格波动较大，呈现先抑后扬的走势。钢材贸易企业行业竞争较为激烈，资金获取能力强、行业经验丰富、区域市场占有率相对较高的钢材贸易企业在议价能力、销售渠道、资金实力等方面都具备一定优势。

钢材流通主要以国内贸易为主，行业准入门槛较低，竞争激烈。供需方面来看，国内钢材贸易上游主要为钢铁生产商，上游集中度较高，且部分大型供应商行业地位突出，在钢材贸易中拥有较强话语权，一般需要贸易商全额预付后方可提货；钢材贸易下游需求方则相对比较分散，终端行业主要为建筑业、重型机械、汽车等；其中建筑业是中国最重要的钢材消费对象，其消费量占钢铁总消费量的一半以上。

图3　国内粗钢产量及增速情况（单位：万吨、%）

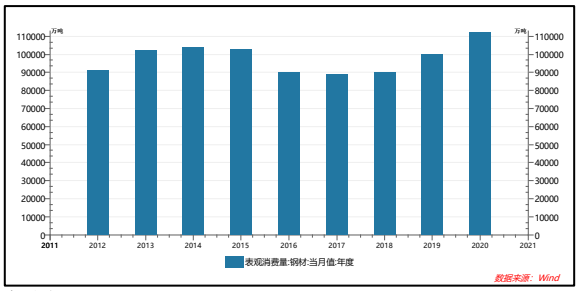


资料来源：Wind

2020 年，国内粗钢产量为 10.53 亿吨，同比增长 5.20%，保持增长趋势，增速受疫情因素影响较 2019 年下降 3.10 个百分点。进入 2021 年，中国钢厂粗钢生产积极性仍较高，2021 年第一季度产量为 2.71 亿吨，受上年基数较低因素影响，同比增长 15.60%。

中国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2020 年，中国钢材表观消费量为 111883.50 万吨，同比增长 12.04%；同期，中国净出口钢材 3344.00 万吨，2020 年海外经济体受疫情影响而出现停产停工，净出口钢材量大幅下降。

图4　中国钢材表观消费量情况



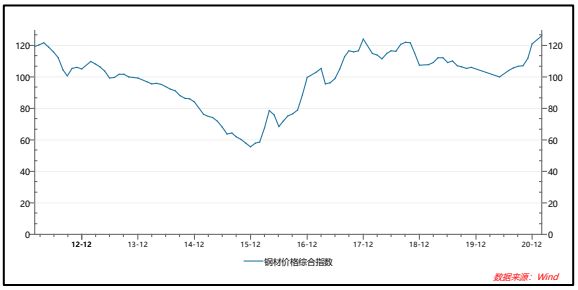
资料来源：Wind

从下游终端来看，建筑业为钢铁需求最主要的影响因子，且与固定资产投资密切相关。根据国家统计局数据，2020年，全国固定资产投资（不含农户）518907亿元，比上年增长2.9%。在当前国内固定资产投资增速放缓的背景下，建筑业需求增速面临下滑。目前建筑业业务承接主要来自房地产和基建领域。房地产行业方面，2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年为房地产企业设置“三道红线”，导致房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处于高位，房屋新开工面积与竣工面积“剪刀差”持续扩大。基建方面，以基建补短板为抓手引导有效投资，稳基建和补短板是未来基建发展趋势，投资增速较为有限。

2020年以来，中国钢材价格先抑后扬，宽幅震荡扬升。2020年一季度，因为疫情负面冲击，全国钢材市场行情低迷，2020年5月下降至99.83点。随后国内疫情得到有效控制，复产赶

工需求强劲，钢材价格综合指数大幅走高，2021年2月，钢材价格综合指数快速上升至125.98点。

图 5　2011 年以来钢材价格指数



数据来源：Wind

目前中国钢材贸易企业众多，普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点，行业竞争较为激烈，根据中国企业联合会统计，中国目前除西藏自治区外，其余省区市均具有钢铁贸易市场，总数超过千余个，进驻大小贸易企业超过 20 万家，已形成京津冀、长三角、珠三角、厦门福州地区和武汉郑州地区五大钢铁物流圈。中国钢材贸易企业初步已形成了依靠资金、渠道及供应链集成等优势形成的覆盖全国的大型流通企业，如中国五矿集团公司、中国中钢集团公司、中国铁路物资集团公司、天津物产集团有限公司等；地处钢材主要生产地、需求集中地或具有独特优势的大中型、区域性流通企业；以及需求导向性明显的区域性或依托中国经济发达地区主要钢材市场建立的众多小型、微型钢贸企业三类规模差距的钢材贸易企业梯队。

3. 生物制药行业

2020 年国内狂犬疫苗批签发量同比增长，公司下属子公司辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）市场地位稳固，仍为狂犬疫苗行业龙头。

公司生物制药板块主要经营产品为人用狂犬病疫苗与乙脑疫苗，生物制药板块收入主要来源于狂犬疫苗。

狂犬病疫苗属于二类疫苗，2019 年国内狂犬疫苗接种人数约 1500 万人，市场规模约 46 亿元。

目前，国内批准上市的狂犬疫苗有四类：人二倍体细胞（第三代）、Vero 细胞（第二代）、地鼠肾细胞和鸡胚细胞（第一代）。因 Vero 细胞疫苗单价相对低，且跨度相对大，可选择的厂家较广，因此在国内的批签发量最多。2020 年 Vero 细胞、地鼠肾细胞、人二倍体细胞疫苗批签发量分别为 6753 万（支/瓶/袋）、492 万（支/瓶/袋）、356 万（支/瓶/袋），市占率分比为 89%、6%、5%。

2020 年，中国狂犬疫苗的批签发量为 7855.29 万（支/瓶/袋），同比增长 33.5%。

图 6　2014—2020 年国内狂犬疫苗批签发量

（单位：万支/瓶/袋）



数据来源：中检院

从狂犬病疫苗市场竞争情况来看，市场份额最大的 Vero 细胞狂苗主要由成大生物、宁波荣安、大连雅立峰等贡献，2020 年成大生物、宁波荣安、大连雅立峰的 Vero 细胞狂苗批签发量最多，分别达 3591 万（支/瓶/袋）、1881 万（支/瓶/袋）、573 万（支/瓶/袋），占比分别为 53.18%、27.85%和 8.49%。狂犬病疫苗的刚性需求使它的市场渗透率维持在高位，市场规模基本已经定型，若无特殊情况，新进入者取得较大市场份额的难度较高。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，辽控集团持有公司 90%股权，为公司控股股东，公司实际控制人为辽

宁省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是辽宁省内经营不良资产处置的唯一平台，具有区域垄断优势。核心子公司辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”）经营情况良好，其持有的广发证券股权未质押，变现能力强。

作为辽宁省国资委下属企业，公司主要承担授权范围内的国有资本市场化、专业化运作，持有国有参股企业国有股权，接收并整合国有资本退出企业剩余国有资产，优化国有资产配置等任务。

在国有资产经营与管理方面，公司主要职责是负责债权经营、资产核销、股权管理、企业托管和资产整理等。债权经营方面，2020 年，公司签订打包回购金融债权协议 3 份，涉及企业 243 家，涉及不良金融债权本息合计 30.15 亿元，收购成本 2.95 亿元。股权管理方面，公司控股辽宁成大、时代万恒集团等。在企业托管方面，公司承担改制改组任务。对于接收的企业进行重组、整治，形成集约化管理方式，对优良资产进行保护。在资产整理方面，公司主要进行资产整合，与其他企业进行谈判，进行协议收购，对收购的资产进行整理、加工，促进资产的增值保值。

子公司辽宁成大狂犬疫苗知名度及市场占有率高，盈利能力强。同时，辽宁成大系广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）大股东之一，截至 2021 年 3 月底持有广发证券境内上市内资股（A 股）股份 12.50 亿股（未质押），占其总股本 16.40%，期末参考市值 195.90 亿元。2020 年，广发证券贡献投资收益 16.70 亿元，对辽宁成大的现金分红为 4.38 亿元。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》，截至 2021 年 7 月 9 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往履约债务情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司控股股东由辽宁省国资委变更为辽控集团，治理结构和高管人员相应变更。

2020 年 8 月 28 日，公司发布《关于辽宁省国有资产经营有限公司董事及监事变更的公告》，公司法定代表人变更为杨晓华；董事会成员：赵光、杨晓华、刘学军、赵伟和赵振宇，其中赵光任董事长，杨晓华任董事兼经理；监事会成员：陈瑞、蒋美华、李军，其中陈瑞为监事会主席。

赵光，1964 年生，高级会计师，经济学学士；现任公司董事长；历任辽宁资产托管经营有限责任公司党委书记、董事长，辽宁能源投资（集团）有限责任公司董事，沈阳煤业（集团）有限责任公司党委书记、董事长，辽宁省能源产业控股集团有限责任公司党委常委、董事、副总经理，辽控集团党委书记、董事长兼公司董事长等职务。

杨晓华，1961 年生，中共党员，高级经济师；毕业于东北财经大学金融学专业，研究生学历。历任辽宁联合资产管理有限公司副总经理、总经理、董事；现任公司党委书记兼总经理。

跟踪期内，公司控股股东由辽宁省国资委变更为辽控集团，根据章程规定，公司设股东会，辽宁省财政厅享有持有股权的收益权、处置权和知情权，不干预企业日常生产经营管理。辽控集团除享有持有股权的收益权、处置权和知情权外，还需行使决定公司的战略和发展规划、组建公司董事会和监事会等职权。公司在推进企业重大改革或企业出现重大经济风险等情况时，要及时向全体股东进行报告，征求意见；除此外，辽宁省财政厅不享有公司表决权。辽控集团可以书面授权公司董事会行使部分股东职权，决定公司的重大事项。

公司设立董事会，董事会是公司的经营决策机构，对股东会负责并向辽控集团报告工作。董事成员为 5 人，其中职工董事 1 人，职工董

事由公司职工代表大会选举产生，非职工董事由辽控集团委派。董事会设董事长 1 人，由辽控集团委派。

公司设总经理 1 人，副总经理 4 人（含总会计师 1 人），总经理对董事会负责，副总经理、总会计师协助总经理开展工作。

公司设监事会，由 3 名监事组成，其中 2 名成员由辽控集团委派，1 名成员由职工代表大会选举产生，监事会设主席一名，由监事会成员选举产生。

八、重大事项

1. 控股股东变更

控股股东由辽宁省国资委变更为辽控集团。

2020 年 5 月，辽宁省国资委《关于将辽宁国资公司和辽投集团股权划转至辽宁控股集团的意见》（辽国资改革〔2020〕48 号）表示，根据《辽宁省人民政府关于组建辽宁控股（集团）有限责任公司的批复》（辽政〔2019〕128 号），将辽宁国资和辽宁省投资集团有限公司股权划转至辽控集团。

辽控集团是 2019 年 11 月经辽宁省人民政府批复组建的辽宁省国有资本运营公司，是国有资本市场化运作的专业平台。根据《辽宁省人民政府关于组建辽宁控股（集团）有限责任公司的批复》（辽政〔2019〕128 号），辽控集团注册资本 50 亿元（暂定），出资来源为辽宁国资、辽宁省投资集团有限公司、辽宁利盟国有资产经营有限公司、辽宁联合资产管理有限公司、辽宁省国际经济技术合作集团有限责任公司、时代万恒集团、辽宁省展览贸易集团有限公司、海通新能源基金管理公司 8 户企业资产及国有资本经营预算注入资本金 3.5 亿元。原单位人员随资产及债务一并纳入。辽控集团于 2019 年 12 月 9 日注册成立，注册资本为 200 亿元。

上述股权划转事项工商变更登记于 2020 年 7 月 31 日完成，公司控股股东变更为辽控集团，实际控制人未发生变化，仍为辽宁省国资委。

2. 时代万恒集团发生债务违约

时代万恒集团因发生债务违约涉诉，并触发“20 辽国资 MTN001”投资人保护条款，经投资人表决，由辽控集团对“20 辽国资 MTN001”提供担保。联合资信将持续关注相关诉讼进展。

公司于 2021 年 3 月 8 日发布《辽宁省国有资产经营有限公司关于所属子公司累计诉讼、仲裁案件情况的公告》（以下简称“公告”）。根据公告，截至 2021 年 3 月 2 日，公司所属子公司被起诉类案件合计涉案金额为人民币 124172.33 万元（见下表）。

表 3-1　累计诉讼、仲裁案件情况统计表（截止 2021 年 3 月 2 日）

序号	原告	被告	案由	诉讼/仲裁标的（单位：万元）	案情简介	案件进展	诉讼/仲裁结果	受理机构
1	辽阳忠旺企业管理中心（有限合伙）	时代万恒集团	借款合同纠纷	42183.48	申请人辽宁忠旺要求被申请人时代万恒集团及其连带责任人偿还已经逾期的借款本金及利息	等待仲裁裁决	申请人在北京仲裁委员会提请仲裁，于 2021 年 2 月 3 日开庭，目前等待北京仲裁最终裁决结果。	北京市仲裁委员会
2	中国银行大连市分行	时代万恒集团	借款合同纠纷	3931.53	原告中国银行大连市分行要求被告时代万恒集团及其连带责任人履行还款义务，其中 1600 万元为到期款项。	和解	本案件于 2021 年 1 月 11 日在大连市中级人民法院开庭，双方同意和解，正在协商和解条件。	大连市中级人民法院
3	中国银行大连市分行	时代万恒集团	借款合同纠纷	9100.00	原告中国银行大连市分行要求被告时代万恒集团及其连带责任人履行还款义务，款	和解	本案件于 2021 年 1 月 14 日在大连市中级人民法院开庭，双方同意和解，正	大连市中级人

					项未到期，属于提前还款。		在协商和解条件。	民法院
4	建设银行大连甘井子新区支行	时代万恒集团	借款合同纠纷	50782.01	原告建设银行大连甘井子新区支行要求被告时代万恒集团及其连带责任人履行股权收益权收购价款及违约金偿还义务，款项未到期，属于提前还款。	等待开庭	目前收到举证通知书、起诉状、应诉通知书，以及3月9日开庭传票。由于时间紧，正在通过律师向法院申请延期开庭。	大连市中级人民法院
5	大连装备融资租赁有限公司	辽宁万恒集团有限公司、辽宁时代大厦有限公司	融资租赁合同纠纷	8144.28	原告大连装备融资租赁有限公司要求被告辽宁万恒集团有限公司、时代大厦及其连带责任人时代万恒集团履行还款义务，8000万元借款已经逾期。	等待开庭	2021年1月14日收到大连市中院民事裁定书、保全财产清单，暂未收到起诉状及开庭通知。	大连市中级人民法院
6	广发银行大连分行	辽宁时代万恒国际贸易有限公司	借款合同纠纷	4502.12	原告广发银行大连分行要求被告辽宁时代万恒国际贸易有限公司及其连带责任人履行还款义务，借款未到期，属于提前还款。	等待开庭	2021年2月3日收到大连市中级人民法院开庭传票，将于2021年3月15日开庭。	大连市中级人民法院
7	兴业银行大连分行	辽宁时代万恒股份有限公司	借款合同纠纷	5528.91	原告兴业银行大连分行要求被告辽宁时代万恒股份有限公司提前偿还5528.91万元借款。	和解	目前收到法院裁定通知。	大连市中级人民法院
合计	--	--	--	**124172.33**	--	--	--	--

资料来源：公司公告

表3-2　累计诉讼、仲裁案件进展情况（截止2021年7月18日）

序号	原告	被告	案件进展	诉讼/仲裁结果
1	辽阳忠旺企业管理中心（有限合伙）	时代万恒集团	已仲裁	取得仲裁裁决书，判决时代万恒集团向辽宁忠旺偿还借款本息及诉讼费等，共计31759.1万元，及从2020年8月20日到实际偿还日借款本金按同期银行间拆借利率四倍计算的利息，案号（2021）京仲裁字第0901号，2021年5月7日收到大连中院执行通知书〔（2021）辽02执880号〕已按执行要求上报中院财产申报。
2	中国银行大连市分行	时代万恒集团	已判决	诉讼已取得大连市中院一审判决，判决向中行支付借款本金3900万元及罚息、复利，案号（2020）辽02民初1070号，2021年5月21日收到大连中院执行通知书〔（2021）辽02执924号〕已按执行要求上报中院财产申报。
3	中国银行大连市分行	时代万恒集团	已判决	诉讼已取得大连市中院一审判决，判决向中行支付借款本金9100万元及罚息、复利，案号（2020）辽02民初1069号，2021年5月21日收到大连中院执行通知书〔（2021）辽02执925号〕已按执行要求上报中院财产申报。
4	建设银行大连甘井子新区支行	时代万恒集团	一审判决，等待二审	收到一审判决，判决由时代万恒集团收购质押给建设银行的股权收益权及收购溢价款，时代万恒集团2021年6月24日提起上诉。
5	大连装备融资租赁有限公司	辽宁万恒集团有限公司、辽宁时代大厦有限公司	对方变更诉讼请求	未判决
6	广发银行大连分行	辽宁时代万恒国际贸易有限公司	一审判决	2021年4月9日收到法院一审判决，判决被告偿还借款本金及利息，2021年6月17日收到大连中院执行通知书〔（2021）辽02执1003号〕已按执行要求上报中院财产申报。
7	兴业银行大连分行	辽宁时代万恒股份有限公司	2021年4月13日归还兴业银行借款5500万元	已偿还欠款，对方撤诉
合计	--	--	--	--

资料来源：公司提供

由于时代万恒集团发生债务违约，根据《辽宁省国有资产经营有限公司2020年度第一期中期票据募集说明书》关于投资者保护机制的约定，相关事项已触发投资人保护条款。“20辽国资MTN001”持有人会议于2021年3月25日召开，会议表决结果：对“20辽国

资 MTN001”提供担保（担保方为辽控集团）的条件下，豁免“20 辽国资 MTN001”违反交叉保护条款约定。

公司于 2021 年 5 月 11 日公告《关于对辽宁省国有资产经营有限公司 2020 年度第一期中期票据的担保函》（以下简称“保函”）。根据保函，辽控集团就“20 辽国资 MTN001”存续期公司应偿还的人民币 4.00 亿元本金及相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。辽控集团的保证期间为“20 辽国资 MTN001”到期之日起两年。

3. 辽宁成大第一大股东变动

2020年2月，公司由辽宁成大的第一大股东变为第二大股东；2021年2月，辽宁成大第一大股东承诺自成大生物发行上市之日起12个月内不谋求对辽宁成大的实际控制权；未来若公司失去对辽宁成大的控制权，将对公司规模及竞争力产生严重影响。

辽宁成大于 2020 年 2 月 10 日对外公告称：于 2020 年 2 月 8 日收到股东韶关高腾提交的《详式权益变动报告书》和新华联控股提交的《简式权益变动报告书》。2020 年 2 月 8 日，韶关高腾与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辽宁成大 79272774 股（占辽宁成大总股本的 5.18%）通过协议转让的方式转让给韶关高腾。

鉴于：（1）韶关高腾拟受让新华联控股持有的辽宁成大 5.18%股份（以下简称“本次交易”）。（2）本次交易前韶关高腾持有辽宁成大 7.28%股份，本次交易后韶关高腾持股比例将达到 12.46%。（3）辽宁国资持有辽宁成大 11.11%股份，本次交易后韶关高腾持股比例将超过辽宁国资，成为第一大股东。

韶关高腾于 2020 年 2 月 9 日作出《未来 12 个月内不谋求控制权的承诺函》，承诺“1、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，我公司认可并尊重辽宁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。2、自本承诺函签署之日起的 12 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，我公司提名非独立董事人选不超过 1 名，独立董事人选不超过 1 名。3、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，若《辽宁成大股份有限公司章程》规定的董事会总人数发生变化的情况下，我公司提名的董事人数不超过董事会总人数的三分之一。4、自本承诺函签署之日起的 12 个月内，若我公司继续增持辽宁成大股份的，仍将遵守上述承诺。”本次交易后，辽宁成大董事会人员格局仍未发生变化，董事会的多数人选仍为辽宁省国资委提名，辽宁省国资委仍然控制董事会，进而实质支配辽宁成大的行为。结合韶关高腾的持股比例以及相关承诺，本次股份转让完成后，韶关高腾没有在未来 12 个月内谋求辽宁成大控制权的意向，且实际可支配的辽宁成大股份表决权不足以对辽宁成大股东大会的决议产生重大影响，也无法决定董事会半数以上成员的选任，而且韶关高腾通过自愿承诺设定了可提名的董事人选人数上限。韶关高腾并未取得辽宁成大控制权。综上所述，根据《公司法》和《收购管理办法》的相关规定，本次交易后，辽宁成大第一大股东发生变化，而实际控制人未发生变化。上述股份转让事项的过户登记手续已于 2020 年 2 月 19 日办理完毕。

根据辽宁成大于 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》，截至 2021 年 2 月 3 日，韶关高腾为辽宁成大第一大股东，持有辽宁成大 15.30%股份。同时，韶关高腾出具了《告知函》，承诺自成大生物发行上市之日起 12 个月内，就股份表决权而言，韶关高腾仅保留占辽宁成大总股本 10%的股份对应之表决权（当前对应股份数量为 152,970,981 股，若辽宁成大发生转增送配等除权除息事项的，股份数量则作相应调整），对于韶关高腾持有的超出前述比例的其他辽宁成大股份，韶关高腾在前述期限内

放弃对应之表决权。若韶关高腾继续增持辽宁成大股份的，仍将遵守相关承诺。为进一步保证成大生物控制权的稳定，韶关高腾已出具《承诺函》：“1、自本承诺函签署之日起至辽宁成大生物股份有限公司本次发行上市之日起12个月内，我公司认可并尊重辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会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。2、自本承诺函签署之日起至本次发行上市之日后的12个月内，若我公司继续增持辽宁成大股份，仍将遵守上述承诺。”

成大生物于2020年4月向上海证券交易所提交了首次公开发行股票并在科创板上市的申请材料。根据上海证券交易所2020年9月25日发布的《科创板上市委2020年第80次审议会议结果公告》，审议结果为：同意成大生物发行上市（首发）。成大生物股票自2020年11月6日起终止在全国中小企业股份转让系统挂牌。成大生物本次发行上市尚需取得中国证券监督管理委员会同意注册的决定，上市进程受核准及外部环境影响，仍具有一定不确定性。

2020年以来，韶关高腾陆续增持辽宁成大股份。截至2021年3月底，韶关高腾共持有辽宁成大2.34亿股，占辽宁成大总股本的15.30%。其中，已质押1.38亿股，占其持有的股份数的58.92%。

未来，若韶关高腾在成大生物上市12个月后不继续承诺放弃对辽宁成大实际控制权的谋求，则公司面临失去辽宁成大实际控制权的风险。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司不良资产业务仍由本部经营，下属经营主体主要为辽宁成大和时代万恒集团。2020年，受出售成大方圆等因素影响，公司营业总收入规模有所下降，受益于高毛利率的生物制药板块收入规模及占比保持增长，公司综合毛利率有所提升。

公司主营业务较分散，从收入贡献看，公司本部主要经营不良资产业务，下属经营主体以子公司辽宁成大和时代万恒集团为主，2020年两者收入合计187.27亿元，占公司营业收入的比重为97.96%。

表4 主要子公司财务数据（单位：亿元）

主要子公司	截至2020年底持股比例	质押率	主营业务	2019年				2020年			
				总资产	净资产	营业收入	利润总额	总资产	净资产	营业收入	利润总额
辽宁成大	11.11	--	生物制药、商品流通、进出口贸易、能源开发和股权投资等	392.62	229.67	177.46	14.86	391.58	250.06	169.45	26.99
时代万恒集团	100.00	--	服装进出口贸易、电池制造销售和房地产开发及销售等	29.05	4.71	19.11	-5.30	26.91	2.66	17.82	-2.02

资料来源：公司提供

2020年，公司实现营业总收入191.17亿元，同比下降6.60%，主要系辽宁成大退出医药零售业务所致。收入构成方面，贸易业务仍是公司收入的主要来源，包含辽宁成大国内贸易和进出口贸易，以及时代万恒集团服装贸易收入；生物制药业务为辽宁成大下属成大生物的疫苗业务收入；其他业务收入主要是辽宁成大医药连锁业务收入，由于成大方圆2020年8月起不再纳入合并范围，该板块收入同比下降；能源开发板块收入主要来自辽宁成大下属新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”），新疆宝明2019年完成对设备的全面调试和维

护，2020 年实现规模化生产，收入同比大幅提升。电机及配件销售、展览、房地产、酒店经营、物业管理等业务收入占比小。

毛利率方面，受益于高毛利率的生物制药业务收入占比的提升，2020年公司综合毛利率同比增加1.44个百分点至16.11%。其中，国有资产经营管理业务毛利率受不良债权处置方式影响波动较大，2020年为10.34%。

2021年1－3月，受大宗商品贸易规模同比增长，公司营业总收入同比增长24.39%；综合毛利率同比减少5.73个百分点，主要系生物制药收入占比有所下降，及房地产业务毛利率同比下降所致。

表5　2019－2020年及2021年1－3月收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项 目	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电机及配件销售	21037.96	1.04	6.31	16526.13	0.86	9.36	2216.77	0.49	9.98
展览	12794.68	0.63	53.62	12171.23	0.64	60.46	2880.45	0.64	58.02
国有资产经营管理	32150.45	1.58	0.22	1427.62	0.07	10.34	528.43	0.12	29.91
酒店经营	1945.56	0.10	25.53	911.27	0.05	-20.95	59.41	0.01	-202.23
物业管理	908.06	0.04	-12.71	741.74	0.04	-21.09	173.55	0.04	-21.38
贸易	1420178.71	69.85	3.78	1360651.16	71.18	4.05	349396.29	77.52	3.79
房地产	2284.27	0.11	3.90	4905.00	0.26	3.49	1043.00	0.23	3.36
生物制药	167692.45	8.25	85.69	199557.55	10.44	86.25	59527.75	13.21	88.63
能源开发	28932.92	1.42	-2.67	129065.67	6.75	5.83	32281.93	7.16	7.88
其他业务	345371.59	16.98	26.90	185715.00	9.71	30.94	2626.47	0.58	52.80
合 计	**2033296.67**	**100.00**	**14.67**	**1911672.37**	**100.00**	**16.11**	**450734.05**	**100.00**	**15.45**

注：2019年收入为主营业务收入，2020年及2021年一季度收入为营业总收入
资料来源：公司提供

2.　国有资产经营管理

公司代表辽宁省政府从四大AMC及金融机构收购涉及辽宁省属企业的不良债权并进行处置。

公司作为辽宁省企业债权回购和债权处置的运作主体，代表辽宁省政府对信达、华融、长城、东方及金融机构所持有的涉及辽宁省属企业的不良金融债权予以回购，通过统一谈判，降低回购成本，提高企业增资减债能力。2020年，公司签订了3份打包回购金融债权协议，涉及企业243家，涉及不良金融债权本息合计人民币30.15亿元，收购成本为2.95亿元。

表 6　近年来公司债权资产回购及处置情况
（单位：个、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签订回购协议	3	1	3
涉及贷款企业数	420	6967	243
回购债权本息（合同金额）	3.57	8.12	30.15
收购成本	1.39	3.20	2.95
处置债权本息	3.57	4.49	3.41
处置收入	1.97	3.22	0.14
期末尚未完成处置的不良金融债权本息余额	2.07	5.70	32.44

资料来源：公司提供

2020 年，公司完成不良资产处置 3.41 亿元（债权本息），实现处置收入 0.14 亿元。截至 2020 年底，公司尚未完成处置的不良金融债权本息合计 32.44 亿元。

3.　辽宁成大

2020年，辽宁成大退出医药流通业务，整体收入规模有所下降；生物制药板块保持较快增长；金融投资收益同比增长；能源开发板块开始全年连续生产，但受油价下跌影响，经营亏损且计提大额存货跌价准备及资产减值损

失。

辽宁成大主营业务涉及生物制药、商品流通、进出口贸易和能源开发等领域。此外，辽宁成大还通过参股方式重点投资广发证券和中华保险。2020年，辽宁成大实现营业收入169.45亿元，同比下降4.51%。

生物制药板块运营主体为成大生物，经营产品为成大速达人用狂犬病疫苗与成大利宝乙脑疫苗。2020年，成大生物人用狂犬病疫苗的批签发量占比（单位按万人份计算）为52.01%，市场占有率高。同期，成大生物收入实现快速增长，同比增长19.00%至19.96亿元。鉴于成大生物首次公开发行股票事项尚需取得中国证券监督管理委员会同意注册的决定，联合资信将持续关注上述事项进展。

医药连锁业务的经营主体为子公司成大方圆医药集团有限公司（以下简称“成大方圆”）。跟踪期内，为优化产业布局以及对所涉业务进行战略取舍和重点倾斜，辽宁成大于2020年7月通过大连产权交易所公开挂牌转让子公司成大方圆医药集团有限公司100%股权，股权处置价款18.60亿元已全额收回，当期确认投资收益12.18亿元。

国内贸易业务经营主体为辽宁成大贸易发展有限公司（以下简称“成大发展”）和辽宁成大钢铁贸易有限公司（以下简称“成大钢铁”），经营品种主要包括钢铁、煤炭、粮油和纺织品等。2020年上半年，受疫情影响，钢铁下游需求下滑，钢铁价格下跌，受益于下半年复产赶工需求强劲，钢铁价格持续上涨，成大钢铁钢铁产品实现收入98.77亿元，同比保持稳定；辽宁成大煤炭贸易品种以电煤为主，贸易规模受煤炭价格影响较大，2020年实现收入7.49亿元，同比下降38.93%；受疫情影响，纺织品收入同比下降63.51%。

进出口贸易业务主要由下属子公司成大发展和辽宁成大国际贸易有限公司（以下简称“成大国际”）负责经营，经营品种涉及纺织品大类、杂粮豆类产品、水产品大类、化工大类和木材类产品等。2020年受疫情影响，防疫物资出口规模扩大，水产品贸易规模下降，进出口贸易总体规模有所增长。

能源开发业务主要由新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）经营。2020年以来，由于油价大幅下跌，新疆宝明主业亏损，加之计提大额存货跌价准备，亏损面同比扩大。截至2020年底，新疆宝明资产总额为42.60亿元，所有者权益为-19.30亿元。2020年，新疆宝明实现营业收入8.84亿元，净利润为-17.40亿元。2021年一季度新疆宝明实际销售页岩油7.43万吨，实现销售收入1.73亿元，同比增长49.58%，平均销售单价为2334元/吨，实现利润总额8104万元（未经审计），较2020年同期大幅减亏4.28亿元，系存货跌价准备转回，经营状况持续向好，盈利能力明显改善。

股权投资方面，2020 年，广发证券贡献的投资收益同比大幅增加。截至 2021 年 3 月底，辽宁成大持有广发证券境内上市内资股（A 股）股份 12.50 亿股，占其总股本的 16.40%（未质押，期末参考市值为 195.90 亿元），为广发证券第三大股东。

图 7　2018－2020 年广发证券产生的投资收益及现金分红情况（单位：亿元）



资料来源：根据审计报告数据整理

2018－2020年，广发证券分别为辽宁成大贡献投资收益7.05亿元、12.38亿元和16.70亿元，分别占当期营业利润的69.80%、82.98%和71.61%。同期，辽宁成大分别收到广发证券现金分红5.00亿元、2.50亿元和4.38亿元。

2015年12月30日，辽宁成大以现金82.66亿

元人民币成功竞得中华保险19.595%股权。2020年，中华保险贡献权益法核算的投资收益2.32亿元，现金分红0.33亿元。

2021 年 1—3 月，辽宁成大收入同比增长20.06%，主要系大宗商品贸易规模同比增长所致；受成大方圆出表影响，商品流通板块毛利率同比下降，导致综合毛利率同比减少 6.27 个百分点。

4. 时代万恒集团

受新冠疫情及中美贸易摩擦影响，时代万恒集团以贸易为主的营业收入下降幅度较大，林业和锂电池经营业绩未达预期，加之较高的财务费用，综合影响下，时代万恒集团 2020 年持续亏损但亏损面收窄，时代万恒股份已撤销退市风险警示。

时代万恒集团是一家以股权和实业投资为主，从事贸易、房地产、物业经营、林木采伐加工、电池生产的集团企业。2020 年，时代万恒集团实现营业收入 17.82 亿元，同比下降6.75%，利润总额为-2.02 亿元（上年同期为-5.30 亿元），主要系贸易业务收入受疫情及中美贸易摩擦影响较大，林业持续经营亏损，锂电池业务受疫情影响业绩未达预期所致。

进口贸易方面，时代万恒集团进口产品为服装面辅料，进口区域主要为欧洲和日韩地区，2020 年进口金额为 1436 万美元，同比下降38.47%，主要受新冠疫情叠加中美摩擦影响，出口订单锐减，相应进口面辅料减少所致。出口贸易方面，出口产品全部为服装，出口区域包括美洲、欧洲及日韩等地区，2020 年出口金额为 6560 万美元，同比下降 49.53%，主要受新冠疫情叠加中美摩擦影响，国外客户减少订单或不下单所致。国内贸易方面，内贸产品为服装面辅料，2020 年贸易额为 57708 万元，同比下降 30.22%，主要系出口订单减少，国内作价加工收入减少所致。

房地产业务方面，2020 年房地产业务实现收入 0.49 亿元，同比增长 13.15%，销售面积2689.94 平方米，毛利率为 3.49%。时代万恒集团目前无土地储备，也无在建房地产项目。

时代万恒集团子公司辽宁时代万恒股份有限公司（以下简称“时代万恒股份”），于 2000 年在上海证券交易所成功上市，股票代码为600241，其主营业务包括新能源电池制造和林业资源开发。因 2018、2019 连续两个会计年度归属于上市公司股东的净利润均为负值，时代万恒股份股票于 2020 年 4 月 27 日起被实施退市风险警示。按照上海证券交易所《股票上市规则》（2020 年修订）和有关过渡期安排，时代万恒股份 2020 年度经审计的财务指标未触及上市新规中财务类强制退市情形，上海证券交易所于 2021 年 5 月 14 日同意撤销对时代万恒股份股票实施的退市风险警示并实施其他风险警示。2020 年，受益于锂电池收入同比大幅增长，时代万恒股份实现营业收入 5.16 亿元，同比增长 17.47%，利润总额为-0.35 亿元（上年同期为-3.95 亿元）。

2020 年，林业板块经营所在地非洲加蓬为防止疫情扩散，当地政府采取了一系列管控措施，对采伐、运输等经营环节造成了不利影响。2020 年 9 月，时代万恒股份剥离林业资源开发业务，并将该业务以 3856.79 万元对价转让给时代万恒集团，确认投资收益-1740 万元。

时代万恒股份电池业务主要有镍氢电池项目及锂电池两个项目。2015 年 9 月，时代万恒股份通过发行股票购买资产取得辽宁九夷能源有限公司（以下简称“九夷能源”）100%股权，其主要产品有镍氢电池和镍氢电池负极材料（贮氢合金粉）。2015 年底，时代万恒股份与九夷能源核心团队共同投资设立辽宁九夷锂能股份有限公司（以下简称“九夷锂能”），进行锂电项目研发。2020 年，九夷能源经营情况良好，尤其下半年产销超越上年同期水平。九夷锂能已向飞利浦大批量供货，并已开始向博世批量供货，飞科、宝时得等优质客户也陆续签约；2020 年锂电业务板块实现营业收入 1.58 亿元，净利润-3086 万元，亏损的主要原

因：上半年受疫情影响，目标客户需求减缓、订单推迟、产销量不足。从实际经营情况看，自 2019 年 4 月锂电池项目建设完毕以来，经过 2 年的产品开发、客户认证工作，锂电池业务已逐渐步入正轨。

5. 经营效率

2020年，公司经营效率同比变动不大。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为10.77次、6.11次和0.42次，同比分别减少0.83次、增加0.04次和减少0.05次。

6. 未来发展

公司根据行业发展趋势以及自身经营状况制定了未来发展规划，有一定可实施性。

2021 年，公司将专注于不良资产业务，根据市场情况，适时收购不良资产包，甚至加大收购力度。在特殊资产经营方面，公司计划投入更多力量，主要包括重组类和企业纾困类。同时，公司将尽量处置消化存量债权包，补充新资产。除自行处置外，或更多的与其他金融机构合作。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2020年，根据辽宁省国资委《关于省交警培训中心划给辽宁控股（集团）有限责任公司的请示》，公司之子公司辽宁科环标牌有限公司直接持有辽宁科环酒店管理有限公司100%股权，本期将其纳入合并财务报表范围。上述变化对财务数据可比性影响小。2021年一季度，公司合并范围未发生变化。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 451.52 亿元，所有者权益合计 255.42 亿元（含少数股东权益 227.42 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 191.17 亿元，利润总额 23.88 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 469.5 亿元，所有者权益合计 261.04 亿元（含少数股东权益 233.08 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 45.07 亿元，利润总额 6.81 亿元。

2. 资产质量

公司资产以非流动资产为主，主要集中于下属子公司。跟踪期内，成大方圆出表，新疆宝明计提跌价及减值准备导致存货、固定资产和无形资产规模有所下降，同时辽宁成大增持广发证券股份及广发证券投资收益增加带动长期股权投资增长，公司整体资产规模保持稳定。公司流动资产中货币资金及债权类投资占比较高，非流动资产中广发证券和中华保险的长期股权投资金额大，股权均未质押，变现能力强。整体看，公司资产流动性及资产质量较好。

截至 2020 年底，公司资产总额为 451.52 亿元，较上年底保持稳定。其中，流动资产占 21.29%，非流动资产占 78.71%。公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 96.15 亿元，较上年底下降 17.96%，主要系存货减少所致。截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金 25.95 亿元（占 26.99%）、交易性金融资产 5.32 亿元（占 5.53%）、应收账款 16.91 亿元（占 17.58%）、预付款项 4.79 亿元（占 4.98%）、其他应收款（合计）6.33 亿元（占 6.59%）、存货 21.86 亿元（占 22.74%）和其他流动资产 14.42 亿元（占 15.00%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 25.95 亿元，较上年底下降 11.92%，主要为银行存款（占 94.68%）。受限货币资金为 1.31 亿元，主要为

承兑汇票保证金、信用证保证金和贷款保证金等。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产为 5.32 亿元，较上年底下降 41.51%，主要系辽宁成大以公允价值计量的委托理财投资到期收回所致。公司交易性金融资产主要为辽宁成大债务工具投资 5.02 亿元。

公司应收账款主要由辽宁成大下属大宗贸易、生物制药、能源业务和时代万恒集团下属服装贸易业务产生。截至 2020 年底，公司应收账款为 16.91 亿元，较上年底下降 1.99%。从账龄看，1 年以内的占 88.00%，占比较上年底有所提高。截至 2020 年底，公司累计计提坏账准备 1.67 亿元。截至 2020 年底，公司对河北鑫达钢铁集团有限公司的应收账款余额为 3.80 亿元，较上年底增长 55.91%。

表 7　截至 2020 年底按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占应收账款余额的比例	坏账准备余额
河北鑫达钢铁集团有限公司	3.80	20.47	0.11
新疆胜利石油化工有限公司	1.55	8.34	0.05
李宁（中国）体育用品有限公司	0.55	2.95	0.00
TRANS NET CO.,LTD	0.47	2.51	0.00
ONE JEANSWEAR GROUP INC.	0.39	2.59	0.00
合计	**6.76**	**36.36**	**0.17**

注：尾差系末位四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司其他应收款（合计）为 6.33 亿元，较上年底下降 20.90%，主要系公司本部应收辽宁省国资委的 1.49 亿元应收款于年初收回所致。截至 2020 年底，应收股利为 2.23 亿元，较上年底保持稳定，主要系抚顺煤矿电机制造有限责任公司分配股利所致。截至 2020 年底，其他应收款为 4.11 亿元，较上年底减少 1.63 亿元。

表 8　截至 2020 年底按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比	坏账准备余额
辽宁省投资集团有限公司	0.70	11.58	--
辽宁盛融万恒房地产开发有限公司	0.70	11.57	0.03
大连市汽车贸易集团有限公司	0.49	8.09	--
黄金坪万恒建设投资有限公司	0.41	6.75	0.34
辽宁省商业集团有限公司	0.33	5.52	0.13
合计	**2.63**	**43.51**	**0.51**

资料来源：公司审计报告

公司存货主要是服装、药品、疫苗产品及页岩油。截至 2020 年底，公司存货为 21.86 亿元，较上年底下降 28.64%，主要系成大方圆出表及新疆宝明计提跌价准备所致。从构成看，产成品占 40.39%、自制半成品及在产品占 20.49%。截至 2020 年底，受油价下跌影响，公司累计计提存货跌价准备 3.25 亿元，较上年底增加 2.18 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动资产为 14.42 亿元，较上年底下降 10.38%，主要系辽宁成大以摊余成本计量的委托理财投资到期收回所致。从构成来看，主要为辽宁成大一年内到期的债权投资 6.92 亿元、公司本部的债权资产 4.83 亿元及合并口径待抵扣进项税 2.59 亿元。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产合计 355.37 亿元，较上年底增长 5.47%，主要系长期股权投资增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 76.82%）和固定资产（合计）（占 13.19%）构成。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产为 7.66 亿元，较上年底增长 39.05%，主要系公司新增对辽宁海通新动能股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“海通新动能基金”）的投资 2.50 亿元。公司可供出售金融资产主要由公司本部持有的北方华锦化学工业集团有限公司 13.37%的股权 5.00 亿元和海通

新动能基金 2.50 亿元构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 273.00 亿元，较上年底增长 11.59%，主要系辽宁成大对广发证券追加投资 14.62 亿元及广发证券、中华保险确认投资收益所致。截至 2020 年底，广发证券和中华保险的期末余额分别为 176.12 亿元和 93.68 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产（合计）为 46.87 亿元，较上年底下降 7.70%，主要系新疆宝明计提资产减值所致。从构成看，房屋及建筑物占 61.68%，机器设备占 36.48%。公司累计计提折旧 24.82 亿元，其中当期增加 4.16 亿元。截至 2020 年底，公司累计计提减值准备 9.29 亿元，2020 年计提减值准备 6.46 亿元，包括房屋及建筑物减值准备 3.95 亿元，机器设备减值准备 2.49 亿元，主要系新疆宝明计提。

截至 2020 年底，公司在建工程（合计）为 2.63 亿元，较上年底下降 57.66%，主要系生物制药工程项目转固所致。

截至 2020 年底，公司无形资产为 14.39 亿元，较上年底下降 12.41%，主要系新疆宝明计提资产减值所致。截至 2020 年底，公司无形资产主要包括土地使用权 8.59 亿元和采矿权 4.17 亿元。2020 年，公司计提采矿权减值准备 0.98 亿元。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 13.19 亿元，主要为时代万恒集团受限资产。受限资产包括受限货币资金 1.31 亿元、受限投资性房地产 3.14 亿元、受限固定资产 3.25 亿元、受限无形资产 3.37 亿元和受限存货-开发产品 1.92 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 469.50 亿元，较 2020 年底增长 3.98%，主要系货币资金和交易性金融资产所致。其中，交易性金融资产增加主要系辽宁成大委托理财投资增加所致。资产结构较 2020 年底变动不大。

3. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

公司所有者权益以少数股东权益为主，权益稳定性弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 255.42 亿元，较上年底增长 6.60%，主要系少数股东权益增加所致。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 35.72%、资本公积占 56.16%、未分配利润占 5.88%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 10.96%，少数股东权益占 89.04%。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 261.04 亿元，较 2020 年底增长 2.20%，主要系少数股东权益增加所致。公司所有者权益结构基本保持稳定。

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务规模有所波动，短期债务占比高。公司有息债务主要集中在辽宁成大；截至 2020 年底，时代万恒集团短期借款逾期 0.16 亿元。

截至 2020 年底，公司负债总额为 196.10 亿元，较上年底下降 8.59%，主要系辽宁成大下属能源板块开始全年连续生产，外部资金需求下降，有息债务规模下降所致。截至 2020 年底，公司负债总额中流动负债占 66.64%，非流动负债占 33.36%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 130.68 亿元，较上年底下降 7.04%，主要系短期借款减少所致。截至 2020 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 26.54%）、应付账款（占 10.28%）、其他应付款（合计）（占 15.12%）、一年内到期的非流动负债（占 15.11%）和其他流动负债（占 25.94%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 34.68 亿元，较上年底下降 26.98%。其中，信用借款占 73.01%，保证借款占 16.72%，抵押借款占 8.94%。截至 2020 年底，公司短期借款中逾期借款为 0.16 亿元，系时代万恒集团向中国银行股份有限公司大连分行的贷款，借款利率

5.61%，逾期时间 14 天，逾期利率 8.42%。上述逾期借款已按合同约定计提罚息，并在预计负债中列示。

公司应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2020 年底，公司应付票据为 1.18 亿元，较上年底下降 79.01%，主要系成大方圆出表所致。

截至 2020 年底，受成大方圆出表影响，公司应付账款为 13.43 亿元，较上年底下降 21.54%。其中，应付货款为 8.15 亿元，应付工程、设备款为 4.12 亿元。

截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）为 19.76 亿元，较上年底增长 8.01%。其中，其他应付款为 15.86 亿元，主要为往来款 9.92 亿元和应付资金拆借款项 4.94 亿元。

表 9　截至 2020 年底按欠款方归集的期末余额前五名的其他应付款情况（单位：亿元）

单位名称	账面余额
东北特殊钢集团有限责任公司	6.61
辽阳忠旺企业管理中心（有限合伙）	2.28
辽宁控股（集团）有限责任公司	0.85
大连装备融资租赁有限公司	0.80
辽宁交通投资有限责任公司	0.50
合计	**11.04**

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 19.75 亿元，较上年底增长 20.70%，分别为将于一年内到期的长期借款 4.25 亿元及将于一年内到期的应付债券 15.50 亿元。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债中不存在逾期未偿还的款项。

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 33.89 亿元，较上年底增长 21.04%，其中包括辽宁成大非金融机构短期借款 0.50 亿元，短期融资券“20 辽成大 CP001”10.00 亿元和“20 辽成大 CP002”8.00 亿元，以及辽宁成大超短期融资券 15.00 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 65.42 亿元，较上年底下降 11.53%，主要系长期借款和应付债券规模下降所致。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 21.17%）和应付债券（占 70.31%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 13.85 亿元，较上年底下降 18.16%，主要系辽宁成大 5.00 亿元长期借款到期偿还或将于一年内到期转出所致。截至 2020 年底，公司长期借款中包括质押借款 5.00 亿元、抵押借款 4.10 亿元及信用借款 4.75 亿元，不存在逾期未偿还的款项。

截至 2020 年底，公司应付债券为 46.00 亿元，较上年底下降 8.91%，包括辽宁成大应付债券 42.00 亿元及公司本部债券 4.00 亿元。

表 10　截至 2020 年底应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	期末余额
19 成大 01	2019/4/8	三年	5.00
19 成大 02	2019/10/31	三年	7.00
19 辽成大 MTN001	2019/1/18	三年	10.00
19 辽成大 MTN002	2019/3/26	三年	8.00
19 辽成大 MTN003	2019/7/4	三年	5.00
20 辽成大 MTN001	2020/3/19	三年	7.00
20 辽国资 MTN001	2020/4/21	三年	4.00
合计	--	--	**46.00**

资料来源：公司审计报告

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务为 153.96 亿元，较上年底下降 8.36%，其中辽宁成大有息债务为 122.12 亿元，公司本部有息债务为 11.72 亿元，剩余债务主要集中在时代万恒集团；短期债务为 94.11 亿元，较上年底下降 6.43%，长期债务为 59.85 亿元，较上年底下降 11.23%。从债务结构来看，短期债务占 61.13%，占比较上年底上升 1.26 个百分点。

债务指标方面，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降，分别为 43.43%、37.61%和 18.98%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 208.46 亿元，较 2020 年底增长 6.30%，主要系辽宁成大短期借款增加所致。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 169.45 亿元，其中短期债务占 67.93%，长期债务占 32.07%。公司资

产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.40%、39.36%和 17.23%。

4. 盈利能力

2020 年，受成大方圆出表影响，公司收入及期间费用规模有所下降，但期间费用对主业利润的侵蚀仍较大。由于成大方圆的处置收益叠加广发证券贡献的投资收益增加，综合带动当期投资收益大幅增加。受油价下跌影响，新疆宝明计提大额存货跌价准备及资产减值损失，对利润形成一定侵蚀。综合作用下，利润对投资收益的依赖度进一步提高。考虑到广发证券和中华保险盈利的可持续性，公司整体盈利能力强。

2020 年，公司实现营业总收入 191.17 亿元，同比下降 6.60%，主要系辽宁成大下属成大方圆出表所致。2020 年，公司实现营业成本 160.38 亿元，同比下降 7.87%。受益于高毛利率的生物制药业务收入占比提升，公司营业利润率同比提升 1.16 个百分点至 15.59%。

2020 年，由于成大方圆出表导致销售费用同比下降等原因，公司期间费用为 28.35 亿元，同比下降 7.58%。期间费用占收入的比重同比下降 0.16 个百分点至 14.83%。期间费用对主业利润侵蚀较大。

2020 年，公司投资收益为 31.93 亿元，同比增长 118.60%。其中，辽宁成大处置成大方圆股权产生的投资收益为 12.18 亿元；广发证券和中华保险贡献的投资收益分别为 16.70 亿元和 2.32 亿元。

2020 年，公司资产减值损失为-14.05 亿元，同比增加 9.81 亿元，其中存货减值损失为 5.69 亿元，固定资产减值损失为 6.33 亿元，无形资产减值损失为 1.32 亿元，主要系辽宁成大下属新疆宝明计提资产减值损失所致。

2020 年，公司营业外收入为 4.46 亿元，同比增加 3.97 亿元，主要系辽宁成大增持广发证券 1.52%股权所产生的负商誉 4.27 亿元。

2020 年，公司利润总额为 23.88 亿元，同比增长 181.18%。其中，投资收益占利润总额的 133.71%，公司利润对投资收益依赖程度很高。

从盈利指标来看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所增长，分别为 7.29%和 8.58%。

2021 年 1－3 月，受大宗商品贸易规模同比增长影响，公司实现营业总收入 45.07 亿元，同比 24.39%；营业成本为 38.11 亿元，同比增长 33.43%；同期，投资收益为 4.14 亿元，同比增长 44.77%；资产减值损失为-1.77 亿元，系新疆宝明存货跌价准备转回所致；受投资收益同比增长及存货跌价准备转回影响，利润总额为 6.81 亿元，同比增加 5.92 亿元。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金流保持净流入，投资活动以辽宁成大的理财为主，受益于成大方圆股权处置实现现金回流，投资活动实现现金净流入，融资压力减轻。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入为 171.62 亿元，同比下降 5.12%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 164.11 亿元，同比下降 6.41%，主要系成大方圆出表所致。2020 年，公司经营活动现金流出为 163.80 亿元，同比下降 3.64%，其中购买商品、接受劳务收到的现金为 136.61 亿元，同比下降 2.17%。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 7.82 亿元，同比下降 28.30%，主要系贸易板块受业务结算周期影响所致。从收入实现质量来看，2020 年公司现金收入比为 85.85%，同比增加 0.18 个百分点，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入为 102.96 亿元，同比增长 94.14%。其中收回投资收到的现金为 80.39 亿元，主要为辽宁成大理财产品到期收回；取得投资收到的现金为 5.38 亿元，主要为广发证券对辽宁成大的现金分红；处置子公司及其他单位收到的现金净额为 16.97 亿元，主要为收到的成大方圆

股权款。2020 年，公司投资活动现金流出为 90.44 亿元，同比增长 26.37%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 3.85 亿元；投资支付的现金为 85.83 亿元，主要为购买理财产品支出。2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 12.52 亿元。

从筹资活动看，2020 年，公司筹资活动现金流入量和现金流出量主要是取得借款获取的现金和偿还债务支付的现金，公司筹资活动现金净流量为-21.00 亿元，由上年的净流入转为净流出，主要系当期辽宁成大新增融资减少所致。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流入为 37.84 亿元，经营活动现金净流量为-1.08 亿元；投资活动现金净流量为-6.46 亿元；筹资活动现金净流量为 12.1 亿元。

6. 偿债能力

公司有息债务主要集中在下属核心子公司辽宁成大，考虑到辽宁成大持有的现金类资产及理财投资较充裕，广发证券股权未质押，变现能力强；同时，公司作为辽宁省唯一的不良资产经营平台，战略地位突出，且直接持有的辽宁成大股权未质押，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2020 年底，受成大方圆出表影响，公司流动比率为 73.57%，较上年底减少 9.80 个百分点；速动比率为 56.84%，较上年底减少 4.73 个百分点。2020 年，公司经营性现金流动负债比率为 5.98%，同比减少 1.78 个百分点。截至 2020 年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为 30.53 亿元，为短期债务的 0.32 倍。公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 利息倍数为 4.65 倍，同比有所提升；全部债务/EBITDA 同比下降至 4.17 倍。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额为 1.40 亿元，系经辽控集团批准，公司本部对辽控集团下属辽宁省投资集团有限公司（以下简称“投资集团”）的流动资金贷款担保 1.40 亿元，担保期限为 3 年，担保到期日为 2023 年 6 月 30 日。投资集团经营正常，截至 2020 年底，投资集团资产总额为 34.40 亿元，所有者权益为 23.54 亿元，2020 年实现营业收入 2.94 亿元，净利润 0.05 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司获得的银行及其他金融机构授信额度为 129.10 亿元，尚未使用额度为 41.87 亿元，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。同时，公司下属子公司辽宁成大及时代万恒股份为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司主营业务为国有资产经营管理，盈利能力弱，毛利润不能覆盖财务费用导致持续亏损。跟踪期内，母公司新增收购不良资产包并投资海通新动能基金，相应推升债务规模，但整体债务负担可控，且以长期债务为主；母公司持有的辽宁成大股份市值较高，对偿债能力形成有力支撑。

截至 2020 年底，母公司资产总额为 30.26 亿元，较上年底增长 17.42%，主要系对海通新动能基金的投资及收购的不良资产包。其中，流动资产占 30.17%。截至 2020 年底，母公司流动资产主要由其他应收款 3.98 亿元和其他流动资产 4.83 亿元构成；其他应收款主要为对时代万恒集团及辽宁省省属企业的往来款；其他流动资产主要为购入的不良债权资产包。非流动资产主要由可供出售金融资产 7.66 亿元和长期股权投资 13.20 亿元构成；可供出售金融资产主要由北方华锦化学工业集团有限公司 13.37%的股权 5.00 亿元和海通新动能基金 2.50 亿元构成；长期股权投资主要为对子公司的投资，包括辽宁电机集团有限公司 2.95 亿元、辽宁省展览贸易集团有限公司 1.32 亿元、时代万恒集团 4.56 亿元和辽宁成大 2.91 亿元，其中，辽宁成大 11.11%的

股权未质押，2021 年 3 月底的期末参考市值为 34.64 亿元。

表 11　截至 2020 年底母公司按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比	坏账准备余额
时代万恒集团	1.70	40.75	--
辽宁省投资集团有限公司	0.70	16.80	--
辽宁盛融万恒房地产开发有限公司	0.70	16.78	0.03
大连市汽车贸易集团有限公司	0.49	11.74	--
辽宁省商业集团有限公司	0.33	8.00	0.13
合计	**3.92**	**94.07**	**0.16**

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，母公司负债合计 20.15 亿元，较上年底增长 33.89%，主要系新增短期借款 1.92 亿元及发行“20 辽国资 MTN001”4.00 亿元所致。其中，流动负债占 58.46%，占比较上年底增加 4.04 个百分点。截至 2020 年底，母公司负债主要由短期借款 1.92 亿元、其他应付款 8.12 亿元、一年内到期的非流动负债 1.05 亿元、长期借款 4.75 亿元和应付债券 4.00 亿元构成。其中，其他应付款主要为应付东北特殊钢集团有限责任公司的 6.61 亿元。截至 2020 年底，母公司全部债务为 11.72 亿元，其中短期债务为 2.97 亿元。截至 2020 年底，母公司现金类资产为 0.12 亿元，现金短期债务比为 0.04 倍；资产负债率为 66.59%。公司本部获得的银行及其他金融机构授信额度为 10.12 亿元，尚未使用额度为 1.20 亿元。

盈利能力方面，公司本部收入主要来自国有资产经营管理，2020 年，受不良资产处置进度影响，母公司实现营业收入 0.14 亿元，同比下降 95.65%；毛利润为 0.01 亿元；财务费用 0.41 亿元，同比增长 20.39%；投资收益为 0.26 亿元，利润总额为-0.54 亿元。

2020 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为-0.60 亿元；由于投资海通新动能基金及收购不良资产包，当期投资活动产生的现金流量净额为-4.07 亿元，其中取得投资收益收到的现金为 0.27 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 4.47 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司本部对时代万恒集团的借款为 2.12 亿元，按年利率 6%计息；其他应付款中对辽控集团的应付款项为 2.82 亿元，按年利率 6%计息。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量及EBITDA对公司本部待偿债券本金峰值保障能力强。

截至本报告出具日，公司本部存续债券余额共4.00亿元，即“20辽国资MTN001”，该笔债券将于2023年到期，达到未来待偿债券本金峰值。截至2021年3月底，公司现金类资产（剔除受限货币资金后）为40.30亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为171.62亿元、7.82亿元和36.91亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的42.91倍、1.96倍和9.23倍。公司存续债券保障情况如下表：

表 12　公司存续债券保障情况

主要指标	指标值
本年度剩余到期债券金额（亿元）	0.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	4.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	42.91
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.96
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	9.23

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、 债权保护条款分析

1. 担保条款

公司于2021年5月11日公告《关于对辽宁省国有资产经营有限公司2020年度第一期中期票据的担保函》（以下简称“保函”）。根据保

函，辽控集团就“20辽国资MTN001”存续期公司应偿还的人民币肆亿元本金及相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。辽控集团的保证期间为“20辽国资MTN001”到期之日起两年。

2．担保人担保能力分析

辽控集团是2019年11月经辽宁省人民政府批复组建的辽宁省国有资本运营公司，是国有资本市场化运作的专业平台。根据《辽宁省人民政府关于组建辽宁控股（集团）有限责任公司的批复》（辽政〔2019〕128号），辽控集团注册资本50亿元（暂定），出资来源为辽宁国资、辽宁省投资集团有限公司、辽宁利盟国有资产经营有限公司、辽宁联合资产管理有限公司、辽宁省国际经济技术合作集团有限责任公司、时代万恒集团、辽宁省展览贸易集团有限公司、海通新能源基金管理公司8户企业资产及国有资本经营预算注入资本金3.5亿元。原单位人员随资产及债务一并纳入。辽控集团于2019年12月9日注册成立，注册资本为200亿元。

截至2020年底，辽控集团资产总额为532.34亿元，所有者权益为320.37亿元；2020年实现营业总收入198.30亿元，净利润22.06亿元。

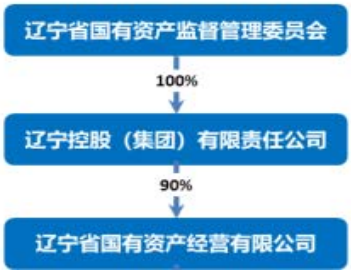
3．担保方对“20辽国资MTN001”的担保能力

“20辽国资MTN001”债券余额为4.00亿元，占辽控集团2020年底资产总额的0.75%；2020年，辽控集团实现净利润22.06亿元，对“20辽国资MTN001”覆盖程度较高。

十三、 结论

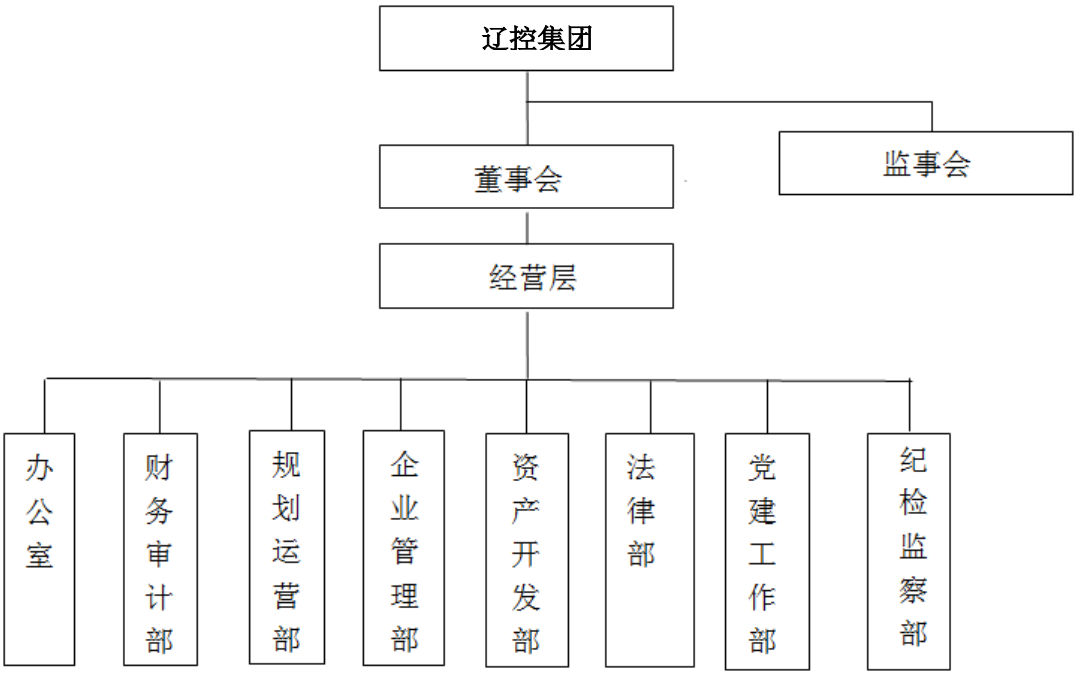
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^+，调整评级展望为负面；维持“20辽国资MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底辽宁省国有资产经营有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底辽宁省国有资产经营有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底辽宁省国有资产经营有限公司子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例（%）	
			直接	间接
辽宁天都饭店有限公司	沈阳市	住宿及餐饮业	100.00	
沈阳金冠物业管理有限责任公司	沈阳市	服务业	100.00	
辽宁物产集团煤业经营有限公司	沈阳市	批发零售业	60.00	
辽宁省电机集团有限公司	沈阳市	综合	86.77	
辽宁省展览贸易集团有限公司	沈阳市	服务业	100.00	
辽宁时代万恒控股集团有限公司	沈阳市	综合	100.00	
辽宁成大股份有限公司	大连市	批发零售业	11.11	
辽宁科环标牌有限公司	沈阳市	制造业	100.00	
辽宁北陵饭店有限公司	沈阳市	住宿及餐饮业	100.00	
辽宁省能源研究所有限公司	营口市	服务业	100.00	
辽宁通达安全评价咨询有限公司	沈阳市	服务业	100.00	
辽宁宁安印刷有限公司	沈阳市	服务业	100.00	

资料来源：公司 2020 年年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	30.05	35.26	30.53	40.30
资产总额（亿元）	425.38	454.12	451.52	469.50
所有者权益（亿元）	233.14	239.60	255.42	261.04
短期债务（亿元）	111.88	100.58	94.11	115.10
长期债务（亿元）	42.09	67.42	59.85	54.35
全部债务（亿元）	153.96	168.00	153.96	169.45
营业总收入（亿元）	222.43	204.68	191.17	45.07
利润总额（亿元）	6.44	8.49	23.88	6.81
EBITDA（亿元）	19.33	22.04	36.91	--
经营性净现金流（亿元）	8.88	10.90	7.82	-1.08
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.54	11.60	10.77	--
存货周转次数（次）	7.25	6.07	6.11	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.47	0.42	--
现金收入比（%）	85.27	85.67	85.85	80.02
营业利润率（%）	12.31	14.43	15.59	15.02
总资本收益率（%）	3.41	3.64	7.29	--
净资产收益率（%）	2.14	2.83	8.58	--
长期债务资本化比率（%）	15.29	21.96	18.98	17.23
全部债务资本化比率（%）	39.77	41.22	37.61	39.36
资产负债率（%）	45.19	47.24	43.43	44.40
流动比率（%）	69.24	83.37	73.57	74.54
速动比率（%）	50.76	61.57	56.84	58.77
经营现金流动负债比（%）	6.15	7.76	5.98	--
现金短期债务比（倍）	0.30	0.39	0.34	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	2.35	2.74	4.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.96	7.62	4.17	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 其他应付款中的应付资金拆借款项及其他流动负债中的有息债务计入短期债务；3.现金类资产已剔除受限货币资金

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.47	0.31	0.12	2.43
资产总额（亿元）	26.35	25.77	30.26	32.02
所有者权益（亿元）	11.08	10.72	10.11	9.96
短期债务（亿元）	7.00	0.80	2.97	2.97
长期债务（亿元）	0.70	6.80	8.75	8.75
全部债务（亿元）	7.70	7.60	11.72	11.72
营业收入（亿元）	1.98	3.22	0.14	0.05
利润总额（亿元）	-0.62	-0.10	-0.54	-0.15
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	2.64	0.52	-0.60	0.77
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.09	16.35	1.45	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.12	0.01	--
现金收入比（%）	94.39	99.85	84.06	100.00
营业利润率（%）	15.71	0.27	8.04	27.06
总资本收益率（%）	/	/	/	-
净资产收益率（%）	-5.21	-2.28	-5.39	--
长期债务资本化比率（%）	5.94	38.81	46.39	46.77
全部债务资本化比率（%）	41.01	41.49	53.69	54.06
资产负债率（%）	57.97	58.41	66.59	68.89
流动比率（%）	50.17	83.87	77.50	82.17
速动比率（%）	50.17	83.87	77.50	82.17
经营现金流动负债比（%）	18.20	6.32	-5.09	--
现金短期债务比（倍）	0.07	0.39	0.04	0.82
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“–”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。