

信用等级公告

联合〔2019〕1881号

联合资信评估有限公司通过对辽宁省国有资产经营有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定辽宁省国有资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，辽宁省国有资产经营有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十日



辽宁省国有资产经营有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期中期票据信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行额度: 4 亿元
本期中期票据期限: 3 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本
募集资金用途: 偿还银行借款

评级时间: 2019 年 7 月 10 日

财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.17	39.78	33.64	45.50
资产总额(亿元)	411.88	436.18	425.38	445.29
所有者权益(亿元)	219.09	235.26	233.14	240.99
短期债务(亿元)	127.29	115.83	108.92	99.63
长期债务(亿元)	19.85	39.86	42.09	58.06
全部债务(亿元)	147.14	155.69	151.00	157.70
营业收入(亿元)	110.39	170.60	222.43	42.00
利润总额(亿元)	10.23	16.34	6.44	5.97
EBITDA(亿元)	20.97	26.61	19.33	--
经营性净现金流(亿元)	6.09	7.53	8.88	2.81
营业利润率(%)	20.94	14.87	12.31	13.66
净资产收益率(%)	3.93	6.33	2.14	--
资产负债率(%)	46.81	46.06	45.19	45.88
全部债务资本化比率(%)	40.18	39.82	39.31	39.55
流动比率(%)	60.40	70.31	69.24	78.39
经营现金流负债比(%)	3.69	4.96	6.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.02	5.85	7.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.29	4.07	2.35	--

注: 1. 2019 年一季报财务数据未经审计; 2. 其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券已计入短期债务

分析师

刘哲 李明

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

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”)下属开展授权范围内国有资本运营及国有资产经营管理的主体, 是辽宁省内经营资产处置的唯一平台, 在股权划拨、财政补助等方面得到政府的大力支持。近年来, 公司子公司辽宁成大股份有限公司(以下简称“辽宁成大”)主动扩大钢铁等大宗贸易规模, 营业收入快速增长; 人用狂犬病疫苗维持 50% 左右的市场占有率, 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”)股权无抵质押, 变现能力强, 其投资收益稳定且现金分红情况良好。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司贸易业务盈利能力弱、能源开发业务持续亏损、利润对投资收益依赖度高以及短期债务占比高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

未来, 公司将围绕聚集资本和资本运作两大主要任务, 逐步打造成为金融服务控股集团, 并成为国有资本运作管理公司中具有影响力的企业。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险很小, 本期中期票据偿还能力很强, 违约风险很低。

优势

1. 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, 是辽宁省内经营不良资产处置的唯一平台, 得到了政府在股权划拨和财政补助等方面的大力支持

持。

2. 子公司辽宁成大狂犬病疫苗知名度及市场占有率高，盈利能力强，具有较强的竞争优势。
3. 子公司辽宁成大持有 12.48 亿股广发证券股份，均未质押，变现能力强，投资收益稳定，且每年现金分红情况良好。2016-2018 年，广发证券对公司贡献的投资收益分别达到 13.19 亿元、14.12 亿元和 7.05 亿元，收到现金分红分别为 10.01 亿元、4.38 亿元和 5.00 亿元。
4. 公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司服装出口贸易业务客户集中度高且主要客户均位于美国。随着国际贸易保护主义抬头、贸易摩擦逐步升级，未来或对公司相关业务产生负面影响。
2. 公司主业以贸易业务为主，盈利能力偏弱，利润总额对投资收益依赖度高。
3. 公司本部为控股平台型公司，承担了部分融资职能，自身盈利能力及偿债能力弱。公司对子公司辽宁成大控制力较弱，权益稳定性弱。
4. 公司有息债务以短期债务为主，债务结构有待优化，存在较大短期偿付压力。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“辽宁国资”或“公司”）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，取得210000004922606号企业法人营业执照，公司设立时的注册资本为10亿元。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为10亿元，辽宁省国资委是公司唯一出资人和控股股东。

公司主要经营范围：主要从事国有资产的经营、管理、咨询，股权投资及管理，房地产开发、物业管理、房屋租赁、酒店服务业、仓储物流、一般贸易（法律、行政法规禁止经营的除外）。

截至2019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2018年底，公司资产总额为425.38亿元，所有者权益为233.14亿元（含少数股东权益202.61亿元）。2018年，公司实现营业收入222.43亿元，利润总额6.44亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额为445.29亿元，所有者权益为240.99亿元（含少数股东权益209.44亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入42.00亿元，利润总额5.97亿元。

公司注册地址：沈阳市皇姑区北陵大街66号；法定代表人：孙宝伟。

二、本期中期票据概况

公司于2019年注册额度为4亿元的中期票据，本期计划发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），额度为4亿元，期限3年。本期中期票据所募集资金将用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤

字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）

加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力

持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投

资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 资产经营管理

在金融资产管理方面，1999 年，中国政府为化解银行体系积累的巨大不良资产风险，由财政部出资成立了信达、华融、长城、东方四家金融资产管理公司（以下简称“AMC”），以央行再贷款和发行金融债的方式，对口承接了中国建设银行、中国工商银行、中国农业银行及中国银行四大国有银行剥离的政策性不良贷款 1.4 万亿元，并管理和处置由此形成的资产。2009-2010 年，四大国有银行所持金融资产管理公司金融债券陆续延期 10 年，财政部继续对债券本息支付提供支持。目前金融资产管理公司朝着市场化、商业化的方向发展。

2004 年，为配合国有银行股改上市，四大

金融资产管理公司以央行再贷款的方式，对中国银行、中国建设银行、中国工商银行及中国交通银行等银行的可疑类贷款进行了商业化竞标收购，按照实际中标价格偿还本息，超过部分由中国人民银行停息挂账。中国金融资产管理公司在完成政策性宗旨后，通过商业化收购等方式继续开展不良资产管理和处置业务。四大金融资产管理公司积极与各类金融机构建立联系，扩大不良资产来源，在商业化不良资产尽职调查、资产收购经营处置以及业务创新等领域取得了较大发展。目前该四家公司为金融资产管理领域的主力军。

相对于金融资产管理，国有资产管理方面，资产经营管理是指收购国有不良资产，通过重组、经营和处置等手段回收现金或者沉淀资产的业务。业务主要分为不良资产收购处置和不良资产收购重组两种方式。收购处置业务是指收购不良资产后，对其进行分类管理、经营、追偿和处置，以期回收现金或沉淀资产，实现资产保值增值的业务。该项业务主要是通过出售债权或者处置抵押物的方式变现。收购重组业务指的是在收购环节即根据不良资产的风险程度，确立了帮助实现或者提升债务人偿债能力或者资产价值的技术手段，以及实现公司收益方式的业务，其中包括债务重组、资产整合和问题企业重组。公司资产管理业务主要是资产处置，即通过收购债务包，出售债权、处置抵押物的方式回收现金或沉淀资产。

随着经济改革的进一步深入，国有资产经营管理、处置力度加大，国有资产管理行业也将逐渐在经济行为中扮演更重要的角色。

2. 贸易行业

(1) 进出口贸易

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥

作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018年上半年，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，2018年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据 displays，2018年全年中国外贸进出口总值 30.51 万亿元人民币，同比增长 9.7%。其中，出口 16.42 万亿元，增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，增长 12.9%；贸易顺差 2.33 万亿元，收窄 18.3%。

2017 年 6 月，中国外贸出口先导指数结束连续 8 个月的上升首次出现下滑，截至 2017 年底中国外贸出口先导指数为 41.10%，较上月回落 0.70 个百分点，进入 2018 年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至 2018 年 4 月底的 41.00%，表明 2018 年中国出口仍面临一定压力。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

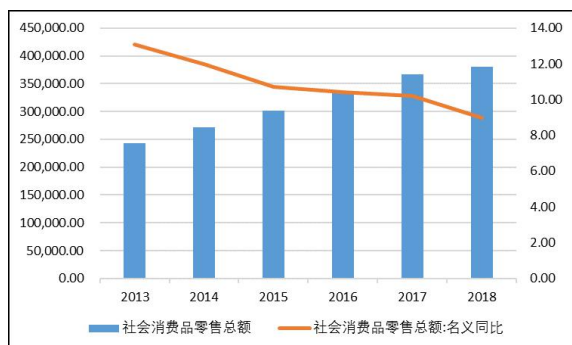
近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。2018 年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

(2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2018 年，中国社会消费品零售总额为 380986.85 亿元，名义口径同比增长 8.98%。2019 年 1-3 月，中国社会消费品零售总额为 97790 亿元，同比增长 8.3%，增速较上年同期回落 1.5 个百分点。

图1 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位: 亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

整体看, 中国国内贸易规模在经历高速增长后, 增速出现回落。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) 行业关注

受宏观经济影响, 国内商品市场震荡回落

2014 年以来, 中国经济增速下降且仍处于转型期, 第二产业增速将继续下降, 煤炭等能源商品的需求持续下降。同时, 房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求, 对过剩产能的消化仍在释放期, 大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行, 国内贸易增速回落。进入 2018 年, 根据中国物流与采购联合会发布的数据, 前三季度国内商品市场强势运行, 其中文华商品指数一度达到 2014 年以来新高, 大宗期货成为国内表现最好的一类资产。然而 2018 年四季度, 随着国内经济数据的全面走弱, 强势运行的商品期货也开始了一轮快速下跌。2018 年 12 月, 大宗商品供应指数连续两个月回落, 收至 98.9%, 较上月回落 0.7 个百分点; 销售指数止跌反弹至 97.0%, 较上月小幅回升 0.2 个百分点, 呈现出供应增速继续回落, 终端需求低迷, 库存增速减缓,

商品价格降幅扩大等特点。

近年来, 虽然国家政策支持扩大消费需求, 但内需增长较之前有所放缓。另外, 人民群众生活水平显著提高, 居民消费结构不断升级, 对国内贸易优化结构与布局提出了新要求; 资源环境约束日趋强化, 资金、土地、劳动力等要素成本上升, 国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强; 国际国内市场联系更加紧密, 国内贸易领域的市场竞争更加激烈, 维护市场秩序的任务更加艰巨; 部分大宗商品较多依赖进口, 受国际市场价格影响较大, 市场调控难度增大。

外部贸易环境日趋复杂

目前, 全球贸易保护趋势有所增长, 在施加关税壁垒影响的同时, 国家间的非关税壁垒作用日渐凸显。中国加入世贸组织以来, 不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多, 主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等。多年来, 中国连续成为全球反倾销调查的重点对象, 涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元, 出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体, 也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家, 其中既有针对中国传统优势产业的, 也有针对高新技术产业的。受全球贸易摩擦加剧等因素影响, 世贸组织预计, 2019 年全球贸易量增速将由 2018 年的 3.9% 回落至 3.7%, 连续两年下滑。

中美贸易摩擦升级

2018 年以来, 中美在贸易领域的摩擦逐步升级。2018 年 3 月 22 日, 美国宣布将对中国进口的商品进行大规模征收关税, 并于 2018 年 3 月 9 日正式发布关税法令, 分别对进口钢铁和铝征收 25% 和 10% 的关税; 6 月 15 日, 美国政府发布加征关税的商品清单; 9 月 17 日, 美国政府宣布将于 9 月 24 日起对约 2000 亿美元的中国产品加征关税, 税率为 10%, 并将在 2019 年 1 月 1 日起上升至 25%。针对美国采取的上

述加征关税措施，中国商务部陆续出台了一系列促进外贸发展的政策措施，积极应对中美贸易摩擦；2018年4月2日，为平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中国利益造成的损失，中国对自美进口的128项产品加征15%或25%的关税；8月3日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征25%、20%、10%、5%不等的关税。经历多轮磋商，2018年12月，中美双方暂时同意就防止贸易战升级达成一致。2019年5月10日，美国正式对2000亿美元中国进口商品关税征收率从10%提高到25%。国务院关税税则委员会随即决定自2019年6月1日起，对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施25%、20%或10%加征关税，对之前加征5%关税的税目商品，仍继续加征5%关税。

2018年中国对美进出口合计4.18万亿元，同比增长5.7%，延续了增长态势。总体来看，尽管目前国内对美出口整体未受明显影响，但随着政策缓冲期失效及贸易双方抢出口效应释放完毕，贸易摩擦的影响可能逐步显现。

人民币汇率风险不断加大

2016年以来，从基本面来看，市场普遍预期短期内中美利差收窄、中期内中国通胀率显著高于美国以及长期中国投资回报率的快速下降，美元兑人民币汇率延续贬值趋势，2016年，美元兑人民币汇率由年初的6.5032元/美元跌至年底的6.9370元/美元。2017年以来外汇监管力度趋于放松，美元兑人民币汇率止跌回升，呈双向波动趋势，2017年底汇率收于6.5342元/美元，回归至2015年底汇率水平。2018年1月，受暂停逆周期因子等因素的影响，人民币汇率持续走弱；2018年2-5月，人民币汇率走势平稳，市场预期稳定，人民币兑美元汇率在6.25元/美元至6.45元/美元区间震荡；2018年6-8月，受美国升级贸易制裁措施、美元指数走强等外部环境变化影响，人民币汇率快速贬值，截至2018年7月17日为6.6821元/美元。2018

年下半年，受贸易摩擦暂时缓和，市场情绪乐观影响，人民币短暂升值，2019年2月底达到低点6.6901元/美元附近，随后2019年3月起人民币汇率启动新一轮贬值，截至2019年5月27日中间价为6.8924元/美元，逼近红线水平。

图2 美元兑人民币汇率走势图（单位：元/美元）



数据来源：Wind

资料来源：Wind 资讯

总体看，短期内外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。在当前中国经济下行压力加大背景下，考虑到对美贸易为中国创造大量就业机会，中国对美国在关键技术进口以及融资上仍存在一定的依赖，若外需扩张受到冲击，将对中国贸易形势及国内经济产生复杂影响。

（4）行业政策

近年来，国务院发布《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》和《关于促进外贸回稳向好的若干意见》等政策，提出了加强财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等方面具体措施。

2017年5月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等30个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。2018年底，中国已与130多个国家和国际组织签署了共建“一带一路”合作协议。同时，中国在自由贸易区建设方面持续

发力，已与 25 个国家和地区达成了 17 个自贸协定，自贸伙伴遍及欧洲、亚洲、大洋洲、南美洲和非洲。政府积极培育外贸新业态新模式，目前跨境电商综合试验区总数达到 35 个，市场采购贸易方式试点达到 14 个，外贸综合服务企业政策不断完善。

2018 年以来，中国多次降低进口关税，关税总水平由 2017 年的 9.8% 降至 7.5%，平均降幅达 23%，为企业减负从而保持外贸稳定增长。

目前，中国在积极应对外贸环境严峻挑战的同时，逐步推进自由贸易园区战略和“一带一路”建设，未来有望成为中国外贸新常态的方向和长期驱动因素。此外，随着国务院出台的一系列促进外贸发展政策的落实，切实为企业减负助力，完善营商环境，政策效应待进一步显现。

（5）行业发展

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，贸易保护主义抬头等因素对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

从行业参与者来看，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、

专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，辽宁省国资委是公司唯一出资人和控股股东。

2. 企业规模及竞争力

作为辽宁省国资委国有独资企业，公司主要承担辽宁省国资委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，截至 2018 年底，公司已签订打包回购金融债券协议 23 份，涉及企业 1438 家，涉及不良金融债券本息合计 219.63 亿元。股权管理方面，公司控股辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”）、辽宁时代万恒控股集团有限公司（以下简称“时代万恒集团”）等。在企业托管方面，公司承担改制改组任务。对于接受的企业进行重组、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病疫苗知名度及市场占有率高，盈利能力强，具有较强的竞争优势。同时，辽宁成大持有 12.48 亿股广发证券股份，均未质押，变现能力强，投资收益稳定，且每年现金分红情况良好。

总体看，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，在股权划拨和财政补助等方面得到了政府的大力支持。

重要子公司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，资产质量较好。

3. 人员素质

公司现有 5 名管理人员，其中董事长 1 名，董事 3 名，总经理 1 名（兼董事），均具有丰富的企业管理经验。

公司董事长兼党委副书记孙宝伟先生，高级经济师，硕士研究生。曾任辽宁省凌源县乌兰白乡副乡长、副书记，辽宁长征轮胎有限公司副总经理、总经理，辽宁信托投资公司副总经理，辽宁国资董事、总经理、党委书记等。2011 年至今，任辽宁国资董事长。

公司总经理陈跃刚先生，教授级高级会计师，硕士研究生。曾任辽宁省煤炭工业进出口总公司财务处处长，辽宁煤炭实业集团有限责任公司资产运营部主任，辽宁煤炭实业集团有限责任公司总会计师等。2011 年至今，任辽宁国资董事、总经理、党委副书记。

截至 2019 年 3 月底，公司在职员工合计 7742 人。按文化程度划分，本科及以上学历（含大专）3343 人，占 43.18%，高中及中专学历 3192 人，占 41.23%，初中及以下 1207 人，占 15.59%。按岗位构成划分，生产人员 3651 人，占 47.15%，管理人员 2012 人，占 25.99%，研发人员 667 人，占 8.62%，销售及其他人员 1412 人，占 18.24%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验。公司员工学历及岗位构成符合行业发展要求，能够较好地满足公司经营需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》《企业国有资产法》等有关法律、法规的规定，制定了公司章程。按照章程，公司不设股东会，辽宁省国资委作为出资人，行使股东会职权。公司设立董事会，

董事会对辽宁省国资委负责；公司设立监事会，监事会负责对董事会、经理层、公司财务状况进行监督评价；经理层负责公司的日常经营管理，是决策的執行者。

公司董事会成员 5 人，其中 4 人经辽宁省国资委任命，1 人为职工董事，由公司职工民主选举产生。董事会设董事长 1 人，董事长为公司法定代表人。董事任期三年，任期届满可连选连任。

公司监事会成员 5 人，其中 4 人由辽宁省国资委委派，1 人由职工代表大会选举产生。监事会设监事会主席 1 人。监事的任期每届三年，任期届满可连选连任。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理 1 人，副总经理 3 人，总经理和副总经理由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

2. 管理制度

为规范公司运作，确保国有资产安全和保值增值，公司制定了一系列管理制度，从人事管理、财务管理、投资管理、子公司管理等方面加强公司整体管理能力。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，内容涉及财务组织机构、资金管理、成本费用管理、收益管理、财务信息管理和财务监督与考核等。通过健全流程，优化运行机制，明晰岗位职能，实现岗位制衡，规范财务管理，防范财务风险。公司对其所属控股公司的财务实现垂直管理，财务审计部对所属控股公司财务部门业务进行指导、监督和考核。

投资管理方面，公司《“三重一大”决策制度实施办法》中对投资活动的相关问题作出了规定，确保公司投资管理决策科学、合理。公司对于拟投资项目，先编写投资建议书，经投资审查委员会审议通过后，投资业务管理部门编写可行性研究报告，财务审计部发表财务专业意见，送企业管理部审核后报投资审查委员会审查，通过后再上报董事会审批，对于

重大项目需上报辽宁省国资委核准,然后执行。

子公司管理方面,公司主要子公司均为按照《公司法》设立的独立法人机构,建立了独立的管理制度和内部控制机制。公司制订了《辽宁省国有资产经营有限公司派出董事和监事管理暂行办法》和《财务总监委派制度》,向子公司委派董事、监事、财务总监,参与子公司的股东(大)会、董事会,参与子公司的相关经营决策。

对外担保方面,公司《担保管理制度》明确了公司对外担保的原则、范围、条件及程序。公司明确了由财务审计部统一管理对外担保行为,未经公司董事会审议通过,公司本部及所属控股子公司不得对外担保,不得交叉担保。对于重大对外担保事项需履行辽宁省国资委审批程序。同时,公司完善了对外担保事项日常监督及事后追偿与处置机制。

人力资源方面,公司制订了《员工绩效奖励管理试行办法》《企业负责人薪酬管理暂行办法》《托管企业负责人经营业绩考核暂行办法》等,对员工的薪资、福利进行合理分配,保护员工的合法权益,并实行以岗定薪、奖金与企业经济效益、员工实绩相挂钩的薪酬激励机制。

总体来看,公司已设置了较合理的组织架构,法人治理较为完善,但由于公司的经营特性,公司在人员任命、经营管理等方面受到政府的一定影响。内部控制方面,公司财务、投资、子公司管理和人事管理等方面制度建设完善,整体运作规范。

七、重大事项

1. 吸收合并成大集团

子公司辽宁成大于2018年5月15日对外公告称,为推动省属企业改革发展,推进辽宁成大集团有限公司(以下简称“成大集团”)重组事项,经辽宁省国资委批准,辽宁国资将吸收合并成大集团。辽宁国资存续,成大集团注销,成大集团的权利和义务由辽宁国资承继。双方采取吸收合并的方式进行合并,合并日为2018年6月15日。完成后,公司直接持有辽宁成大11.11%股权。

2. 时代万恒股份定增募资8亿元,投资锂离子电池项目

根据2017年2月8日辽宁时代万恒股份有限公司(以下简称“时代万恒股份”)最新调整的非公开发行股票预案显示,时代万恒股份拟以不低于11.70元/股的价格向包括控股股东时代万恒集团在内的不超过10名特定对象发行股份不超过6811万股,募集资金总额不超过8亿元,用于高能锂离子动力电池项目,其中时代万恒集团承诺认购5亿元。

该定增方案已于2017年12月12日实施完毕。

八、经营分析

公司作为辽宁省国资委旗下国有独资企业,主要承担省国资委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。公司主营业务较分散,从收入贡献看,经营主体以子公司辽宁成大和时代万恒集团为主,2018年两者收入合计215.40亿元,占公司主营业务收入的比重为96.84%。

表 1 公司主要经营子公司 2018 年财务数据 (单位: 亿元)

主要子公司	持股比例	质押率	主营业务	2018 年			
				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	357.87	216.16	192.75	9.83
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	30.13	7.01	22.65	-2.37

资料来源: 联合资信整理

注: 时代万恒集团 2018 年亏损主要原因是镍氢电池市场总体需求萎缩、原材料价格上涨、林业持续亏损和计提商誉减值

2016-2018 年, 公司主营业务收入快速增长, 2018 年为 221.46 亿元, 同比增长 30.62%, 主要系辽宁成大扩大钢贸等业务规模所致。收入构成方面, 贸易业务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; 其他业务收入主要是辽宁成大医药连锁业务收入, 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, 近年来受低毛利率贸易业务规模持续增长影响, 公司综合毛利率不断下降, 2018 年为 12.58%, 同比减少 2.71 个百分点。

其中, 电机及配件销售业务毛利率波动上升, 2018 年为 7.38%; 国有资产经营管理业务毛利率波动较大, 2018 年为 16.80%, 主要系国有资产业务各期类型不一致所致; 贸易业务毛利率持续下降, 2018 年为 3.26%, 同比减少 1.70 个百分点, 主要系子公司辽宁成大扩大钢贸等业务规模所致。其余业务毛利率变动不大。

2019 年 1-3 月, 公司实现主营业务收入 42.00 亿元, 同比下降 9.05%, 主要系贸易业务规模下降所致。毛利率方面, 公司综合毛利率为 14.16%, 同比增加 1.58 个百分点。

表 2 公司主营业务收入和毛利率状况 (单位: 万元、%)

项 目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	收入	占比	毛利率
电机及配件销售	9385.10	0.86	2.76	12104.68	0.71	9.24	21279.14	0.96	7.38	4631.12	1.10	5.30
展览	20516.52	1.87	65.23	19224.60	1.13	62.57	16149.69	0.73	62.54	4422.38	1.05	62.01
国有资产经营管理	18746.81	1.71	17.38	87595.55	5.17	3.86	19746.60	0.89	16.80	--	--	--
酒店经营	2073.76	0.19	30.70	2102.12	0.12	20.61	2224.22	0.10	31.69	333.78	0.08	-10.61
物业管理	1324.27	0.12	16.31	1155.16	0.07	-0.60	1145.56	0.05	10.17	143.93	0.03	-91.14
贸易	577704.87	52.75	7.36	1097046.18	64.71	4.96	1623191.89	73.30	3.26	279332.61	66.50	4.05
房地产	5001.21	0.46	9.96	16499.73	0.97	-4.48	20687.17	0.94	6.86	505.00	0.12	-37.23
生物制药	102966.12	9.40	85.63	127669.39	7.53	87.42	139057.19	6.28	85.16	28254.63	6.73	85.05
能源开发	5225.64	0.48	3.95	8959.25	0.53	-0.91	19805.30	0.89	-2.16	14838.50	3.53	8.22
环境治理	6683.39	0.61	46.77	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他业务	345447.53	31.55	23.75	323100.13	19.06	23.87	351290.06	15.86	25.71	87565.78	20.85	23.23
合 计	1095075.21	100.00	21.40	1695456.79	100.00	15.29	2214576.82	100.00	12.58	420027.76	100.00	14.16

资料来源: 公司提供

1、国有资产经营管理

公司代表辽宁省政府对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”）和中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“东方”）等部分资产管理公司所持有的涉及辽宁省属企业的不良金融债权予以回购。辽宁省原有 4588 家企事业单位的不良贷款转入东方、信达、长城、华融四大资产管理公司，本息合计超过 2120 亿元。公司自 2006 年起作为辽宁省企业债权回购和债权处置的运作主体，统一谈判回购，降低回购成本，提高

企业增资减债能力。

公司具体的业务模式为：从各资产管理公司购入不良金融债权后，以实际支付的买价作为初始确认金额，计入其他流动资产科目；处置时，将不良金融资产处置形成的收入确认为主营业务收入，初始确认金额确认为主营业务成本。

2016-2018 年，公司已签订打包回购金融债权协议分别为 6 份、2 份和 3 份，涉及企业合计约 847 家，涉及不良金融债权本息合计人民币约 49.38 亿元。

截至 2018 年底，公司尚未完成处置的不良金融债权本息合计 4.43 亿元。

表 3 近年来公司债权资产回购情况（单位：个、万元）

主要产品	2016 年	2017 年	2018 年
签订回购协议	6	2	3
涉及贷款企业数	369	58	420
回购债权本息（合同金额）	278100	180000	35700

资料来源：公司提供

2. 辽宁成大

子公司辽宁成大主营业务涉及生物制药、商品流通、进出口贸易、能源开发等领域。其中，商品流通板块包含医药连锁和大宗商品国内贸易业务。此外，辽宁成大通过参股方式重点投资广发证券和中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华保险”）。

（1）生物制药

公司生物制药板块运营主体为辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“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。近三年，生物制药板块收入持续增长，毛利率始终保持很高水平，是公司利润主要来源之一。2018 年，公司生物制药板块业务实现收入 13.91 亿元，同比增长 9.01%。

受国家进一步加强对疫苗市场的监管力度及新版 GMP 标准提高的影响，2010 年以来其他厂家获得批签发证书的合格产品大幅度减少，国内狂犬病疫苗市场呈现出供求紧张局面。成大生物狂犬病疫苗的市场占有率一直稳定在

50% 左右，销售收入、市场占有率和利润指标在国内狂犬病疫苗行业排名中名列榜首。2018 年，成大生物人用狂犬病疫苗共销售 689.50 万人份，同比增长 14.47%。

成大人用乙脑灭活疫苗 2018 年共销售 146.53 万支，同比下降 5.23%。

产品研发

成大生物研发中心与各大高校、科研院所保持着长期的合作关系，并下设 70 人的研发团队，目前，研发部门共分三个开发方向：包括人用病毒性疫苗、人用细菌性疫苗及动物疫苗项目。2016-2018 年，公司生物制药板块研发投入分别为 5864 万元、5167 万元和 7496 万元。

成大生物已经开展和即将论证的研发项目及品种如下：四价流感病毒裂解疫苗、甲型肝炎灭活疫苗（人二倍体细胞）、b 型流感嗜血杆菌结合疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）。

产品生产

成大生物引进国际领先的大规模工业化疫

苗生产技术平台-生物反应器高密度微载体悬浮细胞培养技术，该技术是由世界卫生组织（WHO）和洛克菲勒基金会（RF）资助开发，历时 15 年完成的高技术成果。生产流程为：配液-灭菌除菌-建立毒种库-建立 Vero 细胞库-细胞罐工序-超滤浓缩灭活液-纯化-合苗-洗瓶-灌装-轧盖-灯检-包装-最终完成成品。随着工艺流程、机器部件等技术的改进，成大生物全年投料损失率不断降低，产品污染率降低，投料损失减少，产成品成品率提高。

每批产品入库后，首先由成大生物质检部进行抽样检测，检测时间为 2 个月左右，产品检测合格后，对此批产品再进行抽样报送国家食品药品监督管理局进行检测，检测时间为 2 个月左右，产品检测合格后，下发批签检测合格

证，产品准许上市销售。

因为疫苗产品生产周期较长，一般在五个月左右，成大生物一般提前半年时间组织生产。狂犬病疫苗以及乙脑疫苗分为水针剂型和冻干剂型，水针剂型产成品的库存期限为 18 个月，冻干剂型产成品的库存期限为 36 个月。

产量方面，2018 年，成大生物狂犬疫苗产量 742 万人份，同比下降 11.71%，主要系 2017 年底库存量较高所致。人用乙脑灭活疫苗产量同比下降 51.16%至 109 万支，主要系该产品接种受季节性波动影响明显，市场销售旺季在 4~6 月，且 2018 年初库存量较为充足，故成大生物产销协调于 2018 年下半年集中投入生产。截至 2018 年底，公司狂犬疫苗和人用乙脑疫苗库存分别为 273.83 万人份和 99.72 万支。

表 4 成大生物主要疫苗产销情况

产品		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
狂犬疫苗	产量（万人份）	330	841	742	194
	销量（万人份）	641	602	690	139
乙脑疫苗	产量（万支）	267	160	109	76
	销量（万支）	99	155	147	21
兽用疫苗	产量（万头份）	--	--	--	--
	销量（万头份）	2	--	--	--

资料来源：公司提供

注：兽用疫苗因销量长期低于预期，于 2017 年 2 月起停产

质量安全方面，成大生物生产规程一直遵守药品管理法规和 GMP 的相关规定，生产车间全部通过国家 GMP 认证，近年来未发现一例全程免疫后失败的疫苗安全性事件。

成大生物生产用原材料主要包括人血白蛋白、牛血清、管制瓶等，成大生物与供应商结算采取信用及支票电汇等结算方式，2018 年前五大供应商合计采购 6583.37 万元，占成大生物总采购比重的 31.90%。

产品销售

2016 年 4 月，国务院新修订了《疫苗流通和预防接种管理条例》，取消了商业公司参与疫苗经营的资格，规定疫苗生产企业只能将产品销售给区县级疾病预防控制中心，同时要求生产企业做到疫苗产品的全程冷链配送和全程

可追溯。成大生物立即研究并迅速进行营销模式调整，积极调研了 100 多家医药冷链运输企业，形成了新的“干线运输+区域仓储+区域配送”的渠道模式，内销人用疫苗的销售方式主要通过直接销售给区县级疾病预防控制中心，并由其转发给各接种终端，重新构建遍布全国的疫苗配送体系。

成大生物外销产品通过国外经销商进行业务拓展与销售服务。成大生物根据不同的国家特点制定适合其国家的销售策略，以在各国寻找本地总代理的模式为主，对于市场需求大的国家，对其市场进行细化，进行区域划分和层级划分，并在重点市场进行临床支持，在其相应国家进行有针对性的临床试验和上市后观察。2016-2018 年，成大生物国外收入分别为

4287 万元、7690 万元和 9968 万元。

结算方面，成大生物采用赊销方式，下游以疾病预防控制中心为主，信用度良好，但内部审批环节较多，还款周期一般为 6 个月。成大生物采用控制客户信用的方法进行应收账款管理，即根据客户区域内每个产品的市场容量、市场占有率、客户级别、客户信用及行业内客户的回款习惯等因素，为每个客户制定信用期限并核定信用额度，要求客户的应收账款在信用期限之内，不符合要求的特别发货需要得到销售经理的逐级审批。截至目前，成大生物拥有客户 1800 余家，区域覆盖程度较高。

表 5 公司生物制药收入情况（单位：亿元）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
狂犬疫苗	9.80	11.74	12.86	2.68
乙脑疫苗	0.50	1.02	1.04	0.15
合计	10.30	12.76	13.90	2.83

资料来源：公司提供

2018 年，成大生物前五大客户分别是泰国、北京市疾控中心、孟加拉、埃及、东莞市疾病预防控制中心，占总销售额的 12.49%，集中度较低。

（2）商品流通

医药连锁

公司医药连锁业务的经营主体为辽宁成大方圆医药连锁有限公司（以下简称“成大方圆”）。“成大方圆”被认定为“中国驰名商标”，是全国医药行业第一个服务类“中国驰名商标”。截至 2019 年 3 月底，成大方圆共有门店 1487 家，其中辽宁省内 1172 家，占比达 78.82%。2018 年，成大方圆实现收入 30.27 亿元。

表 6 截至 2019 年 3 月底成大方圆门店连锁情况

省份	门店数量（个）	比重（%）
辽宁	1172	78.82
吉林	24	1.61
内蒙古	210	14.12

河北	60	4.03
山东	21	1.41
合计	1487	100.00

资料来源：公司提供

药品采购及配送管理

采购与配送管理方面，成大方圆实行“采、订、付”分离，集中核算统一付款；在相同的供货条件下，延长对供货商的付款期，加快库存周转，提高资金使用效率，将沉淀剩余资金实施集团资金统一管理。

成大方圆实行统一采购，将供货商控制在 800 家左右，并根据市场需求完成商品结构调整，形成药品 60%、非药品 35%、中药饮片 5% 的格局。成大方圆约 50% 药品采购采取赊购方式，账期一般为 30~60 天，20% 为售后付款。

2018 年，公司医药连锁业务从前五名供应商合计采购 7.78 亿元，占总采购额的 34.22%，集中度一般。

表 7 2018 年公司医药连锁前五名供应商

（单位：万元）

供应商名称	采购金额
辽宁省医药对外贸易有限公司	34680.93
国药控股沈阳有限公司	20006.06
深圳华润三九医药贸易有限公司	8474.54
辽宁九州通医药有限公司	7331.85
诺和诺德（中国）制药有限公司	7284.51
合计	77777.89

资料来源：公司提供

成大方圆实施品类管理，确定必备、主推、辅助销售目录，提高连锁化率，加强器械、保健、药妆和中药饮片的采购和销售，使顾客群向中青年扩展。

成大方圆配送中心实行仓储货位的定位管理，一货一位，并对药品实行全方位商品批号管理，实现门店要货、总部调拨配送管理。目前成大方圆已在辽宁、内蒙、吉林、秦皇岛和青岛建立了 5 个配送中心，为各家门店提供门对门配送服务，其中外埠 5 天配送一次，市内

3 天配送一次。

未来，成大方圆将应用先进的物流技术和物流系统，提升物流配送效率和配送能力，如电子标签拣选系统、RF 系统、传输带系统、自动分拣系统、立体仓储系统等，并开发或引进先进的仓库管理软件（WMS）；在地区设立配送中心，缩短配送周期，降低门店的库存量和断货率，满足顾客需求。

成大方圆采用区域延展与密集渗透的拓展策略，通过收购兼并与自建相结合，建立中心城市集束型的网络拓展模式，按功能设置旗舰店、加强店、打压店、补点店。同时，通过强化投资发展和网络评估职能，改进选址测评工具，实施严格的网络质量评估体系，保证网络拓展的实施。在销售环节上，成大方圆采取了多项有效的营销方式，如把药品划分为一线强势品牌、一线品牌、知名品牌、品牌和非品牌，并据此进行价格管理，要求各门店按照公司要求配备比例，同时进行大量的市场调研，保证药品销售价格不高于竞争对手价格；把药品品种分为必备、主推、辅助三大类，最终形成 50%：30%：20% 的销售占比，既可以扩大销售，又可以保证毛利率提升。此外，成大方圆通过 1.5~2 次/月的促销、6~9 天/月的会员优惠日及积极参与社区健康公益活动等方式扩大公司的社会影响力。

截至目前，成大方圆在集团数据中心建立了新 IT 系统的硬件平台，并将现有数据及软件系统向新数据中心移植，现已实现总部和门店间建立 VPN 网络；零售网络内数据的实时传递；数据的集中存储和管理；整合供应商和客户资源；对数据进行分析等多项功能。

国内贸易

辽宁成大国内贸易业务主要包括钢铁、化

工、煤炭和粮油等品种。

钢铁产品：辽宁成大业务围绕钢铁产业链，充分利用资金、品牌和专业优势，业务领域向上下游不断延伸，目前已初步形成以大宗钢铁原料贸易业务为主，钢材销售和钢材进出口业务为辅的具有一定规模和影响力的钢铁贸易企业，产品涉及焦炭、铁矿砂、钢坯、型材、建材以及钢材深加工产品等主营产品。辽宁成大已与国内多家钢铁企业和原料供应企业建立了长期的战略合作关系，并逐渐形成了以河北地区、东北地区和华东地区为核心业务区域的业务格局。辽宁成大经营上完全采取自营模式，一方面与钢厂洽谈所需原材料，签订销售合同，然后利用自身资金优势，与原材料供应商签订原材料采购合同；另一方面，与钢材、建材深加工产品需求企业签订销售合同，辽宁成大负责与国内各钢厂签订采购合同。采购结算主要以 60% 现金、40% 承兑汇票为主。辽宁成大钢贸行业以控货业务为主，对下游客户收取 15% 的保证金，款到发货，且上下游锁单，没有敞口库存，不承担产品价格波动风险。2017 年以来，受供给侧改革影响，钢价回升，钢贸环境改善，公司主动扩大钢贸业务，2018 年钢贸业务实现收入 109.21 亿元。

化工产品：以燃料油业务为主，采取以销定采的方式，上下游客户主要集中在山东、天津地区，通过内贸和进口的采购方式，向下游客户供货，主要结算方式为现款。

煤炭：辽宁成大煤炭业务是以华能、华电等电力企业为依托，介入其采购及销售渠道，集中资金优势，降低煤炭采购成本，衔接其销售网络，为整个价值链提供增值服务。公司自 2012 年开始煤炭贸易以来，贸易额提升显著，2018 年达到 18.68 亿元。

表 8 辽宁成大内贸业务情况（单位：万元）

分品种	销售收入			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
钢铁产品	52445.00	585253.73	1092101.86	202444.39
化工产品	89367.48	30157.53	18413.74	--

煤炭	89528.52	102307.87	186753.94	31996.21
粮油	285.48	--	45.73	--
木材产品	3920.69	1699.48	316.27	--
纺织品	18788.00	22338.59	25631.90	3459.00
水产品	--	839.15	342.47	691.59
其他	3283.16	4159.94	5225.21	453.72
合计	257618.33	746756.30	1328831.12	239044.91

资料来源：公司提供

（3）进出口贸易

进出口贸易业务是辽宁成大的传统主营业务，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、木材类产品等。

纺织品大类商品：辽宁成大主要经营毛织、棉织、梭织、针织服装等纺织品的出口业务，出口国家以日本、美国和欧洲为主，国内原料的采购与成品加工主要选择与东北、山东等地区的工厂合作。目前，辽宁成大的目标客户主

要是中小经销商，订单金额小而分散，产品低端且附加值较小。辽宁成大在纺织品大类贸易业务领域，全部为自营的业务方，辽宁成大与国外客户（其中 50%为老客户）洽谈订单细节，并签订合同。辽宁成大按照洽谈的订单合同委托国内客户进行贴牌生产，同时自行采购订单所需的原材料。与国外客户结算采取约 50%国外信用证，约 50%现金结算。

表 9 辽宁成大进出口贸易经营品种经营情况（单位：万元）

品种	营业收入			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
纺织品大类	82252.00	95574.19	95686.21	13568.00
化工产品	72168.06	84750.71	21052.98	291.56
杂粮豆产品	332.22	--	1333.74	--
木材产品	5813.90	7184.70	2234.49	--
水产品	1731.87	5342.70	15978.66	9507.73
医药	3244.30	3511.22	2921.41	2221.87
钢铁	34799.00	10603.94	--	--
其他	--	--	21.42	--
合计	200341.35	206967.46	139228.91	25589.17

资料来源：公司提供

（4）能源开发

油页岩资源的综合利用和开发是辽宁成大投资计划重点项目，目前主要由新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）负责经营。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。公司目前拥有吉木萨尔县长沟、木塔寺、吴家湾、白杨河等 4 个油页岩露天矿区，其中石

长沟矿区已探明储量达 2.13 亿吨，平均含油率在 7%以上，按年开采 1100 万吨计算，可供开采近 20 年。

结合露天矿区特点和采场排土场条件，新疆宝明油页岩露天矿剥离采用单斗-卡车间断开采工艺，采矿采用单斗+卡车+半移动式破碎机+带式输送机半连续开采工艺。

油页岩干馏采用辽宁成大自主研发的全循环干馏工艺，同时配备煤气发生炉外补热源，

将油页岩低温干馏产生油气，经旋分、水洗、电捕得到页岩油，所产页岩油只经初分，暂不进行深加工。整个干馏过程都在无氧条件下进行，有机烃类可以得到最大效率的回收；油气回收系统在密封条件下进行，没有泄露和排放的问题，没有环境污染，油收率可达 80%，同时副产高热值干馏气。

总工艺流程为：油页岩露天矿→油页岩原料净化系统→油页岩干馏单元→油回收单元→页岩油储运系统，还包括煤气站、脱硫单元及出渣系统。总工艺组成包括露天矿的采、运、排工程及配套工程和油页岩干馏厂的原料净化及出渣单元、干馏单元、油回收单元、脱硫单元、煤气站以及相应的辅助设施。

新疆宝明石长沟项目一二期已完成工程建设和生产调试，顺利实现联合运行，但页岩油价格大幅下跌，为新疆宝明油页岩项目带来了经营压力。

在极端不利的市场条件下，新疆宝明合理调整生产安排，通过主动减产和使用矿建工程矿，最大化降低费用支出，减少项目现金流支出；积极优化工艺和生产管理，降耗增效提升运营效率。但是另一方面，项目较低的开工率导致矿山开采不能按原定方案推进，矿建工程矿品位较低，干馏厂产量下降，成本单耗上升。2017 年，新疆宝明共生产页岩油 320 吨，项目产能利用率较低，项目年度收益受到较大影响。

截至 2018 年底，新疆宝明资产总额 51.43 亿元，所有者权益-3.03 亿元。2018 年，新疆宝明实现营业收入 1.98 亿元，利润总额-3.98 亿元，亏损同比减少 0.74 亿元。其中财务费用 1.80 亿元，主要为费用化利息支出；固定资产折旧 0.60 亿元；销售及管理费用 0.74 亿元；存货减值损失 0.30 亿元。

（5）股权投资

辽宁成大于 1999 年 4 月参股广发证券，广发证券于 2010 年 2 月 12 日在 A 股市场借壳上市，辽宁成大持股禁售期至 2013 年 2 月 12 日。

2011 年 8 月，广发证券以非公开发行股票的方式向 10 名特定投资者发行了 45260 万股人民币普通股（A 股），辽宁成大未参与此次非公开发行，持股比例由 24.93%变更为 21.12%。2015 年 4 月，广发证券 H 股上市后，辽宁成大持股比例降至 16.40%。截至 2019 年 3 月底，辽宁成大对广发证券持股比例为 16.38%，为广发证券第二大股东，持有 12.48 亿股，均未质押。

2016-2018 年，广发证券对辽宁成大贡献的投资收益分别达到 13.19 亿元、14.12 亿元和 7.05 亿元，分别占辽宁成大当期营业利润比例的 94.35%、74.99%和 69.80%。其中，2018 年广发证券投资收益同比大幅下滑主要系受证券市场波动影响。2016-2018 年，公司收到广发证券现金分红分别为 10.01 亿元、4.38 亿元和 5.00 亿元。

广发证券是国内首批综合类券商之一，2004 年 12 月获得创新试点资格，2010 年 2 月 12 日在深圳证券交易所正式挂牌上市。截至 2019 年 3 月底，广发证券股本为 76.21 亿股，旗下控股广发基金管理有限公司、广发期货有限公司、广发控股（香港）有限公司、广发信德投资管理有限公司等主要子公司，并参股易方达基金管理有限公司，初步形成了跨越证券、基金、期货、股权投资领域的金融控股集团架构。

截至 2018 年底，广发证券资产（合并）总额 3891.06 亿元，所有者权益合计 886.29 亿元（其中包含少数股东权益 36.11 亿元）；2018 年，广发证券实现营业收入 152.70 亿元，利润总额 60.04 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。本次交易资金全部为自有资金，相关议案已经公司第八届董事会第十次（临时）会议、2015 年第二次临时股东大会审议通过。中国保险监督管理委员会于 2016 年 2 月 5 日下发《关于中华联合保险控股股份有限公司变更股东和修改章程的

批复》，同意本次交易。至此，公司完成对中华保险股权收购，相关权益已计入长期股权投资科目中。截至2018年底，中华保险总资产694.70亿元，净资产171.44亿元；2018年，中华保险实现营业收入434.23亿元，净利润10.15亿元。2018年，中华保险贡献投资收益1.72亿元。

表 10 辽宁成大主要金融机构股权投资情况
(单位: 亿元)

项目	2018 年		2019 年 1~3 月	
	广发证券	中华保险	广发证券	中华保险
初始投资额	4.60	82.66	4.60	82.66
期末账面值	139.46	89.53	145.64	91.51
持有 / 处置 获得投资收益	7.05	1.72	4.79	1.95
现金分红	5.00	--	--	--

资料来源: 公司提供

注: 表中现金分红金额为辽宁成大当年实际收到的现金金额(含税)

3. 时代万恒集团

时代万恒集团是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、二次电池生产的大型企业集团。其子公司时代万恒股份于 2000 年在上海证券交易所成功上市，股票代码为 600241，其主营业务包括服装进出口贸易、电池制造销售和房地产开发及销售等，是时代万恒集团的核心子企业，也是全国服装出口百强企业。

(1) 服装贸易业务

服装贸易业务主要由时代万恒股份运营，业务分为服装面辅料进口贸易、服装面辅料国内贸易和服装出口贸易业务。根据国内服装生产厂商需求，从国外及国内采购服装面辅料，同时根据国外厂商服装需求，向国内服装生产厂商订购服装。

服装面辅料进口贸易

时代万恒股份进口区域主要为欧美和日韩地区等。2016-2018 年，时代万恒股份服装面辅料进口贸易额逐年上升，分别为 2091 万美元、

2326 万美元和 3347 万美元，2018 年同比增长 43.90%，主要系出口订单增加，采购服装面辅料的进口额也同比增加。

表 11 时代万恒股份服装面辅料进口贸易情况
(单位: 万美元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
服装面辅料	2091	2326	3347	371

资料来源: 公司提供

时代万恒股份进口贸易供应商较为分散，2018 年前五大供应商采购额合计 694 万美元，占采购总额的 20.73%。时代万恒股份进口商品结算方式主要采用信用证形式，以美元、日元及欧元为主要结算货币，结算周期一般为 30-40 天。

服装出口贸易

时代万恒股份服装出口区域包括美洲、欧洲及日韩等地区，以美洲地区为主。

表 12 时代万恒股份服装出口贸易情况
(单位: 万美元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
服装	12497	11382	13615	2077

资料来源: 公司提供

时代万恒股份服装出口贸易客户集中度高，2018 年前五大客户销售额合计 8207 万美元，占其销售额的 60.28%，且均处北美地区。结算方式主要为信用证、电汇。结算周期一般为 50-60 天，主要以美元、日元及欧元结算。

表 13 时代万恒股份服装出口贸易前五大客户
(单位: 万美元)

客户名称	国别	销售额
Chico's	美国	2568
Express	美国	2441
J.Crew	美国	1820
Abercrombie & Fitch	美国	843

American Eagle Outfitters	美国	535
合计		8207

资料来源：公司提供

未来，时代万恒股份计划将服装出口贸易业务的经营模式逐渐由接单、生产、出口的传统加工模式向参与订单设计的服务型外贸模式发展。

服装面辅料国内贸易

时代万恒股份国内贸易产品为服装面辅料，主要集中在大连和沈阳，结算方式主要采用电汇及支票结算，即时结算。

表 14 时代万恒股份服装面辅料国内贸易情况
(单位：万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
服装面辅料	23800	30890	45424	10494

资料来源：公司提供

时代万恒股份服装面辅料国内贸易客户集中度高，2018 年前五大客户销售额合计 25137 万元，占其销售额的 55.34%，其中最大单一客户为李宁（中国）体育用品有限公司，2018 年贡献 16807 万元销售收入。

(2) 房地产业务

房地产业务方面，2016-2018 年，时代万恒集团房地产业务分别实现收入 0.50 亿元、1.65 亿元和 2.07 亿元，其中 2018 年销售面积 19788.74 平方米，毛利率为 6.86%。时代万恒集团目前无土地储备，也无在建房地产项目。大连普湾新区“万恒-天籁湾”项目于 2019 年 3 月 25 日在大连产权交易所挂牌出售，并于 5 月 8 日与意向方签署了产权交易合同，交易价款为人民币 20600.00 万元，在合同生效之日起 5 个工作日内支付首期付款（含交易保证金）本次交易价款总额的 30%，剩余交易价款人民币合同生效之日起 15 个工作日内支付至交易价款的 60%；在合同生效之日起 25 个工作日内支付至交易价款的 90%；在合同生效之日起 30

个工作日内付清全部交易价款。目前，该项目已开发完毕，由于周边房地产市场疲软，导致天籁湾项目销售不及预期。

(3) 动力电池业务

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）。目前生产的镍氢电池有 10 余种型号、8 种尺寸规格，应用多个领域，产品性能质量接近于日本同行业先进水平，共拥有 13 项已获授权专利，其中发明专利 5 项，实用新型专利 8 项；另有 3 项申报发明专利。其产品主要供应宝洁、飞利浦、史丹利百得、西门子、三星和乐华等国际知名品牌。

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电股份有限公司，进行锂电项目研发，2017 年 7 月完成资本市场融资后，锂电一期项目开始投资建设，2018 年底研发中心及中试车间已投入使用，中试试验线运行良好，两条生产线均已正式投产，其生产 14500 型号的小试和中试产品已通过飞利浦测试，18650 型号小试和中试产品已通过史丹利百得的测试，并与德国 BMZ 集团签署了长期供货协议。

2016-2018 年，动力电池业务分别实现收入 2.41 亿元、2.43 亿元和 2.14 亿元。

4. 在建及拟建工程

截至 2019 年 3 月底，公司共有 6 个在建项目，项目总投资额为 65.75 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司在建项目已投资 45.74 亿元，未来尚需投资 20.01 亿元。考虑到新疆宝明项目主要由上市子公司辽宁成大负责建设运营，且辽宁成大自身财务弹性良好，公司本部实际投资金额有限，筹资压力不大。

表 15 公司主要在建工程情况（单位：万元、%）

项目名称	项目计划总投资	截至 2019 年 3 月底已投资 金额	项目进度	资金来源
九夷锂电公司锂电厂房及生产线、研发中心	39000.00	30982.00	79.44	自筹
九夷能源公司设备制造	315.00	263.00	83.49	自筹
辽展饭店重建项目	46500.00	25305.00	54.42	自筹
新疆宝明矿业有限公司油页岩综合开发利用一期项目	434145.20	281838.81	64.92	贷款、自筹
新疆宝明油页岩综合开发利用技术改造项目	109500.00	92137.26	84.14	自筹
200 万千瓦高压大功率电动机项目	28000.00	26836.00	94.84	自筹
合计	657460.20	457362.07	--	--

资料来源：公司提供

5. 经营效率

从经营效率指标来看，2016-2018 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均不断上升，三年加权均值为 10.05 次、6.04 次和 0.47 次，2018 年分别为 12.54 次、7.25 次和 0.52 次。总体看，公司总体经营效率良好。

6. 未来发展

公司将围绕聚集资本和资本运作两大主要任务，落实战略发展举措，逐步打造成金融服务控股集团，成为国有资本运作管理公司中具有影响力的企业。未来，公司定位为辽宁省国资委直属的大型、综合资本运营平台，将以股权经营、资金运作、战略投资、不良资产经营开发为主业支撑，以咨询服务、企业托管为辅助工具，形成公司融、投、管、退一体化资本运营及企业管理模式。公司作为持股主体和股权运作的载体，通过市场化、专业化的运作，发挥国有资本对接资本市场的操盘手作用，采取股权增持、减持、退出等方式，有效地配置国有资本，实现国有资本保值增值，为加速国有资产证券化，推动股权多元化，促进国有资产布局调整，深化

国企改革和化解历史遗留问题提供有力的支撑，不断增强国有经济活力、控制力、影响力和抗风险能力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016-2018 年的合并财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年 1-3 月财务数据未经审计。从合并范围来看，2016 年公司新纳入合并范围子公司 1 家，为辽宁科环标牌有限公司；不再纳入合并范围子公司 6 家，分别为辽宁环境规划院有限公司，辽宁碧海环境保护工程监理有限公司，辽宁易源环保产业发展有限公司，沈阳绿新苑综合服务有限公司，辽宁三维信息工程有限公司和辽宁北方环境保护有限公司。2017 年，公司新纳入合并范围的子公司共 2 家。2018 年因划拨新增 2 家子公司，因吸收合并成大集团，增加辽宁成大，减少成大集团。2019 年 1-3 月，公司合并范围未发生变化。合并范围变化对财务数据的可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司资产总额为 425.38 亿元，所有者权益为 233.14 亿元（含少数股东权益 202.61 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 222.43 亿元，利润总额 6.44 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 445.29 亿元，所有者权益为 240.99 亿元（含少数股东权益 209.44 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 42.00 亿元，利润总额 5.97 亿元。

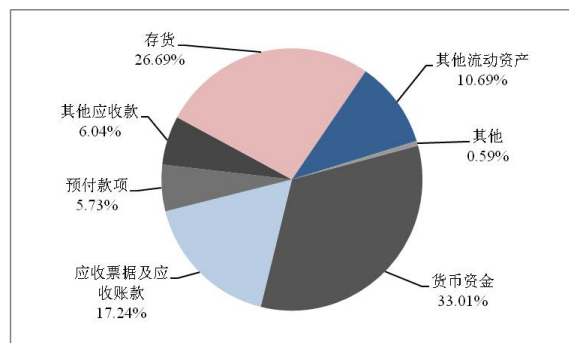
2. 资产质量

2016-2018 年，公司资产规模波动增长。截至 2018 年底，公司资产总额为 425.38 亿元，同比下降 2.48%。其中，流动资产占 23.51%，非流动资产占 76.49%；公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2016-2018 年，公司流动资产分别为 99.76 亿元、106.68 亿元和 100.01 亿元。截至 2018 年底，公司流动资产同比下降 6.25%，主要系货币资金和其他应收款减少所致。

图 3 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：根据审计报告整理

2016-2018 年，公司货币资金波动增长。截至 2018 年底，公司货币资金为 33.02 亿元，同比下降 14.15%，主要系偿还部分借款、支付部分采购款及固定资产投资所致。货币资金主要以银行存款（占 82.79%）为主；受限资金规模为 3.60 亿元，主要为银行存款保证金、承兑汇票及信用证保证金和结构性存款等。

2016-2018 年，公司应收账款持续下降。截至 2018 年底，公司应收账款为 16.84 亿元，同比下降 1.61%，共计提坏账准备 1.77 亿元，计提比例为 9.51%。按账龄组合计提坏账准备的应收账款占 59.00%，其中 1 年以内的占 85.94%，应收账款整体账龄较短。期末应收账款前五名合计占 17.75%，集中度一般。

2016-2018 年，公司其他应收款分别为 6.73 亿元、9.04 亿元和 6.04 亿元。截至 2018 年底，公司其他应收款同比下降 33.10%，其中应收辽宁省国资委的款项由 4.39 亿元降至 1.49 亿元。

2016-2018 年，公司存货波动增长。截至 2018 年底，公司存货为 26.69 亿元，同比下降 0.63%。构成方面，以产成品（占 49.44%）和开发产品（占 11.88%）为主。公司累计计提存货跌价准备 1.03 亿元。

2016-2018 年，公司其他流动资产波动下降。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 10.69 亿元，同比增长 24.83%，主要系待抵扣进项税和其他债权增加所致。其中，债权资产为 2.03 亿元，待抵扣进项税为 3.28 亿元，其他债权为 4.50 亿元。

非流动资产

2016-2018 年，公司非流动资产波动增长。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 325.37 亿元，主要由长期股权投资（占 71.88%）和固定资产（占 14.20%）构成。

2016-2018 年，公司长期股权投资逐年增长。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 233.89 亿元，同比增长 0.48%，主要由子公司辽宁成大持有的广发证券股权（账面价值 139.68 亿元）和中华保险股权（账面价值 89.54 亿元）构成。

2016-2018 年，公司固定资产逐年增长。截至 2018 年底，公司固定资产为 46.23 亿元，同比增长 9.83%，主要系新疆宝明油页岩综合利用技术改造项目转固 4.46 亿元所致。固定资产构成中，房屋及建筑物占 65.81%，机械设备及用具占 31.53%。公司累计计提固定资产折旧

18.84亿元。

2016-2018年，公司在建工程持续增长。截至2018年底，公司在建工程账面价值为11.50亿元，同比增长15.51%，主要系锂电池生产线增加投入所致。

2016-2018年，公司无形资产基本保持稳定。截至2018年底，公司无形资产为16.27亿元，主要为土地使用权（8.19亿元）和采矿权（5.92亿元）。

截至2019年3月底，公司资产总额为445.29亿元，较2018年底增长4.68%。其中，货币资金为38.10亿元，较上年底增加5.08亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为7.40亿元，较上年底增加7.18亿元，主要系当期持有的金融资产公允价值变动所致；长期股权投资为242.98亿元，较上年底增加9.09亿元，主要系广发证券、中华保险投资收益增加及增加部分对外投资所致。

总体看，公司资产规模波动增长，非流动资产中广发证券和中华保险的长期股权投资账面价值高，股权变现能力强，公司整体资产质量良好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2016-2018年，公司权益规模波动增长。截至2018年底，公司所有者权益合计233.14亿元（其中少数股东权益为202.61亿元），同比保持稳定。归属于母公司所有者权益中，实收资本为10.00亿元；资本公积为15.86亿元，同比下降5.58%，主要系根据辽宁省国资委《关于印发〈全省国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作方案〉的通知》，将三级子公司沈阳煤矿建设机械厂土地无偿划出，以及吸收合并成大集团所致；未分配利润为4.31亿元。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计240.99亿元（其中少数股东权益为209.44亿元），权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益以少数股东权益为主，权益稳定性弱。

负债

2016-2018年，公司债务规模有所波动。截至2018年底，公司负债总额为192.24亿元，同比下降4.32%。从构成看，流动负债占75.14%；非流动负债占24.86%，公司负债以流动负债为主。

2016-2018年，公司流动负债持续下降。截至2018年底，公司流动负债合计144.45亿元，同比下降4.81%，主要由短期借款（占36.03%）、应付账款（占9.34%）、其他流动负债（占9.88%）、一年内到期的非流动负债（占12.47%）和其他流动负债（占24.23%）构成。

2016-2018年，公司短期借款波动下降。截至2018年底，公司短期借款为52.04亿元，同比下降31.92%，主要系偿还部分短期借款所致。从构成看，短期借款以信用借款（占67.08%）和保证借款（占17.52%）为主。

2016-2018年，公司应付账款持续下降。截至2018年底，公司应付账款为13.49亿元，同比下降7.10%；其他应付款为14.27亿元，同比下降1.23%，主要为往来款（10.21亿元）。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为18.01亿元，同比增加11.90亿元，主要系一年内到期的应付债券增加所致；公司其他流动负债为35.00亿元，同比增加6.00亿元，主要系辽宁成大发行10亿元“18辽成大CP001”所致。

2016-2018年，公司非流动负债分别为27.63亿元、49.18亿元和47.79亿元。截至2018年底，公司非流动负债同比下降2.81%，主要系其他非流动负债中吉林成大弘晟能源有限公司负债3.65亿元偿还所致。公司非流动负债主要由长期借款（占23.18%）和应付债券（占64.88%）构成。

有息债务方面，2016-2018年，公司有息债务规模波动上升。截至2018年底，公司全部债

务合计 151.00 亿元。从构成看，短期债务占 72.13%，长期债务占 27.87%，长期债务比重有所上升，但仍以短期债务为主。

债务指标方面，2016-2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续下降，长期债务资本化比率持续增长。截至 2018 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分别为 45.19%、39.31%和 15.29%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 204.30 亿元，较 2018 年底增长 6.28%，主要系辽宁成大发行“19 辽成大 MTN001”和“19 辽成大 MTN002”合计 18.00 亿元所致。从构成看，流动负债占 68.82%，非流动负债占 31.18%。公司全部债务为 157.70 亿元，较 2018 年底增长 4.43%。截至 2019 年 3 月底，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分别为 45.88%、39.55%和 19.42%。

总体看，公司整体债务负担适宜，债务以短期债务为主，债务结构有待优化。

4. 盈利能力

2016-2018 年，公司营业收入快速增长，年均增长 41.95%；2018 年，公司实现营业收入 222.43 亿元，同比增长 30.39%，主要系子公司辽宁成大钢贸业务规模扩张所致。2016-2018 年，公司营业成本快速增长，年均增速为 49.79%。2018 年，公司营业成本为 194.10 亿元，同比增长 34.50%，成本增速高于收入增速。2018 年，公司毛利润为 28.33 亿元，同比增加 2.04 亿元。2018 年，公司营业利润率由上年的 14.87%下降至 12.31%。

2016-2018 年，公司期间费用持续增长。2018 年，公司期间费用合计 28.99 亿元，同比增加 2.14 亿元。其中，销售费用为 12.78 亿元，同比增长 10.78%，主要系工资、办公、折旧及租赁、运杂费等增长所致；财务费用为 7.67 亿元，同比增长 15.34%。2018 年，公司期间费用率为 13.03%，公司费用控制能力有所改善，但

仍对利润有较明显侵蚀。

2018 年，公司资产减值损失 0.79 亿元，同比减少 0.66 亿元，主要由坏账损失转回 1.08 亿元、存货减值损失 0.85 亿元及商誉减值损失 1.02 亿元构成。其中，坏账损失转回主要系辽宁成大本期转回坏账准备 1.54 亿元；存货减值损失主要系辽宁成大计提库存商品跌价准备 0.66 亿元；商誉减值损失系九夷能源因未达到预期产量本期计提商誉减值损失 1.02 亿元。

2016-2018 年，公司分别实现投资收益 15.61 亿元、21.46 亿元和 9.12 亿元。2018 年，公司投资收益同比减少 12.34 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益减少所致。其中，本期广发证券及中华保险权益法下确认的投资收益分别为 7.05 亿元和 1.72 亿元（上年同期分别为 14.12 亿元和 2.13 亿元）；广发证券本期宣告发放现金股利或利润 5.00 亿元（上年同期为 4.38 亿元）；2017 年辽宁成大处置持有的大连家乐福商业有限公司、宁波家乐福超市有限公司、沈阳家乐福商业有限公司、长春家乐福商业有限公司、杭州家乐福商业有限公司和哈尔滨家乐福商业有限公司的全部股权，处置收益为 3.98 亿元。公司盈利水平对投资收益依赖程度很高。

2016-2018 年，公司利润总额分别为 10.23 亿元、16.34 亿元和 6.44 亿元。

从盈利指标看，近三年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈波动下降趋势。2018 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.44%和 2.14%，同比分别下降 1.89 个百分点和 4.02 个百分点。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 42.00 亿元，同比下降 9.05%；投资收益为 6.79 亿元，同比增加 4.17 亿元，主要系广发证券及中华保险权益法下确认的投资收益增加所致；利润总额为 5.97 亿元，同比增加 4.53 亿元。

总体看，公司主营业务盈利能力偏弱，利

润总额对广发证券权益法下确认的投资收益依赖度高，易受证券市场波动影响。

5. 现金流分析

从经营活动情况来看，2016-2018 年，公司经营活动现金流入分别为 111.92 亿元、163.13 亿元和 198.43 亿元，年均复合增长 33.15%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成；2016-2018 年，公司经营活动现金流出分别为 105.83 亿元、155.60 亿元和 189.55 亿元，年均复合增长 33.83%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2016-2018 年，经营活动产生的现金流量净额分别为 6.09 亿元、7.53 亿元和 8.88 亿元，年均复合增长 20.78%。2016-2018 年，公司现金收入比分别为 97.07%、93.02%和 85.27%，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要以收回投资收到的现金为主，主要是理财产品到期收回；近三年，取得投资收益收到的现金分别为 11.03 亿元、5.19 亿元和 5.71 亿元，主要为长期股权投资分红。公司投资活动现金流出主要以投资支付的现金为主，2016 年规模较大，主要系收购中华保险支付的现金和银行理财现金支出。近三年，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 3.67 亿元、10.91 亿元和 7.23 亿元，主要系新疆宝明油页岩综合开发利用技术改造项目和锂电池生产线增加投入。2018 年投资活动现金流入量为 39.90 亿元；投资活动现金流出为 38.90 亿元，其中投资支付的现金为 30.61 亿元。2016-2018 年，公司投资活动现金流净额分别为 -63.64 亿元、-1.63 亿元和 1.00 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要以取得借款收到的现金为主；筹资活动现金流出主要以偿还债务支付的现金为主。近三年，分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 8.23 亿元、8.93 亿元和 10.94 亿元。2018 年公司筹资活动现金流入量为 131.34 亿元，主要为

取得借款收到的现金 127.83 亿元；筹资活动现金流出量为 146.80 亿元；近三年，筹资活动现金流净额分别为 44.69 亿元、5.58 亿元和 -15.46 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金净流入 2.81 亿元；投资活动现金净流出 9.73 亿元；公司筹资活动现金净流入 8.25 亿元。

总体看，公司经营活动现金持续净流入。考虑到公司在建工程未来投资规模较小，对外筹资压力可控。

6. 公司本部财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 26.35 亿元，同比下降 46.17%，主要系其他应收款中应收辽宁省国资委款项减少及吸收合并成大集团导致长期股权投资减少所致。其中，流动资产为 7.28 亿元（占 27.63%），非流动资产为 19.07 亿元（占 72.37%）。流动资产主要由其他应收款和其他流动资产构成，分别为 4.54 亿元和 2.08 亿元；非流动资产主要由可供出售金融资产 5.42 亿元和长期股权投资 13.23 亿元构成。

截至 2018 年底，母公司负债合计 15.28 亿元，其中流动负债为 14.52 亿元，非流动负债为 0.76 亿元，同比减少 3.94 亿元，主要系“14 辽国资 MTN001”将于一年内到期转至流动负债所致；流动负债中其他应付款（合计）同比减少 2.90 亿元，主要系偿还借款所致。截至 2018 年底，母公司有息债务合计 7.70 亿元，资产负债率为 57.99%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 11.08 亿元，其中实收资本为 10.00 亿元；资本公积为 -2.72 亿元，同比减少 18.02 亿元，主要系因吸收合并成大集团，对持有的辽宁成大股权入账价值进行调整所致。

盈利方面，2018 年，母公司营业收入为 1.98 亿元，同比有所下降，主要系公司对不良债权业务经营模式进行调整所致。同期，母公司营业成本为 1.64 亿元，投资收益为 0.37 亿元，母

公司利润总额为-0.62 亿元。

总体看，公司本部资产以长期股权投资为主，且承担了部分融资职能，自身盈利能力及偿债能力弱。

7. 偿债能力

从短期偿债能力看，近三年，公司流动比率和速动比率均呈波动增长趋势。截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 69.24%和 50.76%，同比均有所下降；截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 78.39%和 60.42%。2018 年公司经营现金流动负债比为 6.15%。公司债务结构仍以短期债务为主，面临较大短期偿债压力。

从长期偿债能力看，2016-2018 年公司 EBITDA 分别为 20.97 亿元、26.61 亿元和 19.33 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 3.29 倍、4.07 倍和 2.35 倍；全部债务/EBITDA 分别为 7.02 倍、5.85 倍和 7.81 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司合并口径获得各家银行授信额度为人民币 164.64 亿元，尚未使用额度人民币 94.22 亿元；子公司时代万恒股份和辽宁成大为上市公司。总体看，公司直接和间接融资渠道畅通。

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10210105108096710），截至 2019 年 5 月 27 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往履约债务情况良好。

9. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况分析，以及公司所处行业的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期拟发行中期票据额度为 4 亿元，

分别为 2019 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 6.89%和 2.54%，对公司现有债务影响小。

截至 2019 年 3 月底，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分别为 45.88%、39.55%和 19.42%。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款，发行后对公司实际债务负担影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016-2018 年，公司 EBITDA 分别为 20.97 亿元、26.61 亿元和 19.33 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 5.24 倍、6.65 倍和 4.83 倍；公司经营活动现金净流量分别为 6.09 亿元、7.53 亿元和 8.88 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 1.52 倍、1.88 倍和 2.22 倍。公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

十一、结论

公司作为辽宁省国资委旗下国有独资企业，主要承担省国资委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。

近年来，公司资产规模波动增长，非流动资产中广发证券和中华保险的长期股权投资账面价值高，股权变现能力强。债务结构以短期债务为主，债务结构有待优化。公司主业盈利能力偏弱，利润总额虽对投资收益依赖度高，但广发证券等产生的投资收益稳定性较强。

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据保护能力强。

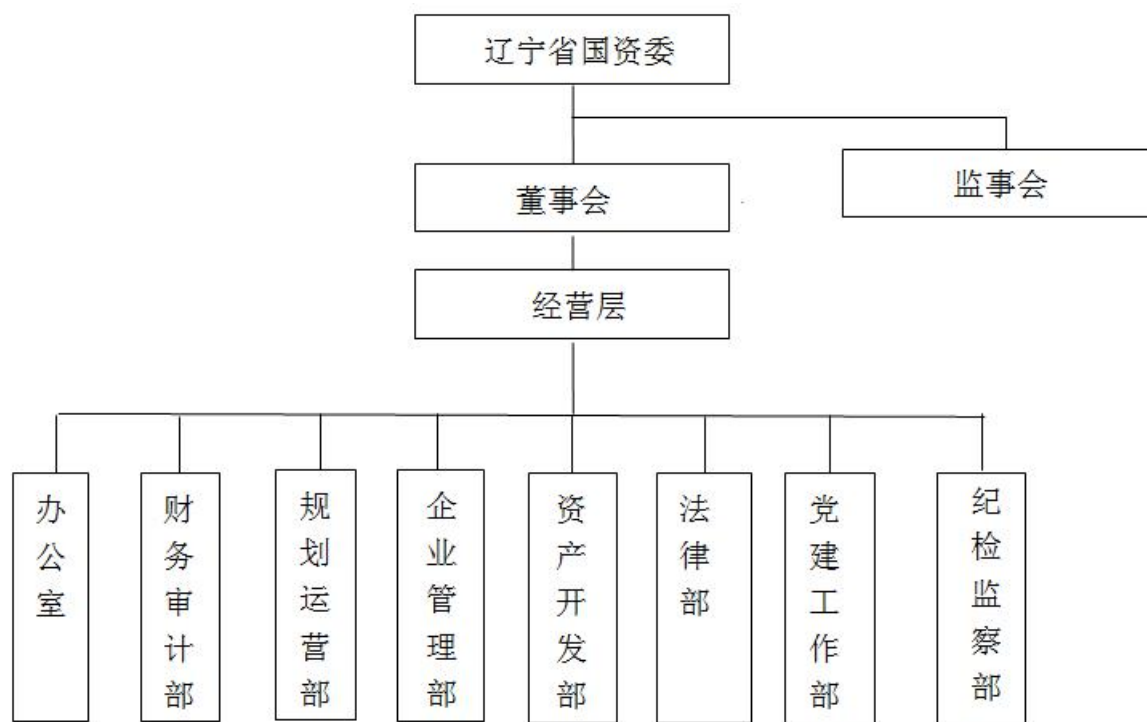
未来，公司将围绕聚集资本和资本运作两大主要任务，落实战略发展举措，逐步打造成金融服务控股集团，成为国有资本运作管理公司中具有影响力的企业。联合资信对公司的评级展望为稳定。

总体看，公司主体长期信用风险很低。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.17	39.78	33.64	45.50
资产总额(亿元)	411.88	436.18	425.38	445.29
所有者权益(亿元)	219.09	235.26	233.14	240.99
短期债务(亿元)	127.29	115.83	108.92	99.63
长期债务(亿元)	19.85	39.86	42.09	58.06
全部债务(亿元)	147.14	155.69	151.00	157.70
营业收入(亿元)	110.39	170.60	222.43	42.00
利润总额(亿元)	10.23	16.34	6.44	5.97
EBITDA(亿元)	20.97	26.61	19.33	--
经营性净现金流(亿元)	6.09	7.53	8.88	2.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.35	9.04	12.54	--
存货周转次数(次)	3.77	5.53	7.25	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.40	0.52	--
现金收入比(%)	97.07	93.02	85.27	88.68
营业利润率(%)	20.94	14.87	12.31	13.66
总资本收益率(%)	4.06	5.43	3.44	--
净资产收益率(%)	3.93	6.33	2.14	--
长期债务资本化比率(%)	8.31	14.49	15.29	19.42
全部债务资本化比率(%)	40.18	39.82	39.31	39.55
资产负债率(%)	46.81	46.06	45.19	45.88
流动比率(%)	60.40	70.31	69.24	78.39
速动比率(%)	45.04	52.61	50.76	60.42
经营现金流动负债比(%)	3.69	4.96	6.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.29	4.07	2.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.02	5.85	7.81	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券已计入短期债务

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 - 营业税金及附加) / 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%

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 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

联合资信评估有限公司关于 辽宁省国有资产经营有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

辽宁省国有资产经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

辽宁省国有资产经营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对辽宁省国有资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，辽宁省国有资产经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注辽宁省国有资产经营有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现辽宁省国有资产经营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对辽宁省国有资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如辽宁省国有资产经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对辽宁省国有资产经营有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与辽宁省国有资产经营有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。