信用等级公告

联合〔2020〕3727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^+，维持“20辽国资MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年九月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

辽宁省国有资产经营有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级级别	评级展望	上次评级级别	评级展望
辽宁省国有资产经营有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20辽国资MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

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

评级时间：2020年9月24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

评级观点

辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）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，在股权划拨、财政补助等方面得到政府的大力支持。跟踪期内，上市子公司辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”）主动控制大宗商品贸易业务规模，公司整体收入规模有所下降；受益于辽宁成大金融投资收益及生物制药板块业绩增长，公司利润水平同比有所提升。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。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，辽宁成大能源开发业务持续亏损、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”）锂电池生产线产能利用率不足造成资产减值且本部短期偿债压力大、母公司现金类资产规模小等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2020年7月27日，公司公告称，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”）拟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”）。2020年8月5日，根据公司公告，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，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。

公司经营活动现金净流量及EBITDA对存续债券的保障能力较强。

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。

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+，维持“20辽国资MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **政府支持力度较大。**公司作为辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会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，得到了政府在股权划拨和财政补助等方面的大力支持。
2. **辽宁成大生物制药和医药连锁业务发展良好，股权类资**

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	F3	现金流	资产质量	3
			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
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省内经营不良资产的唯一平台，得到了政府在股权划拨和财政补助等方面的大力支持				2

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

分析师：李 明 陈 婷 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

产质量好，投资收益对公司利润形成有力支撑。辽宁成大狂犬病疫苗知名度高、市场占有率高，盈利能力强；医药连锁产业发展良好，截至 2019 年底拥有 1507 家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势。截至 2020 年 3 月底，辽宁成大分别持有广发证券 16.40%股权和中华联合保险集团股份有限公司（以下简称“中华保险”）19.595%股权，均未质押，变现能力强；上述股权投资收益稳定，且每年现金分红情况良好，2019 年投资收益和现金分红分别为 14.65 亿元和 2.50 亿元。

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。**截至本报告出具日，公司本部持有辽宁成大 11.11%的股权，未质押，2020 年 4 月 13 日的期末参考市值为 29.51 亿元，对公司存续债券的保障能力强。

关注

1. **对核心子公司辽宁成大的持股比例低。**2020 年 1 月以来，韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”）通过集中竞价、购买股权等方式增持辽宁成大股权，截至 2020 年 6 月底，韶关高腾和公司对辽宁成大的持股比例分别为 12.61%和 11.11%，韶关高腾成为辽宁成大第一大股东（但承诺自 2020 年 2 月 8 日起 12 个月内不谋求对辽宁成大的实际控制权）。
2. **辽宁成大能源业务持续亏损、时代万恒集团锂电池生产线减值对 2019 年利润影响较大且本部短期偿债压力大。**跟踪期内，辽宁成大能源业务持续亏损；时代万恒集团下属子公司辽宁辽宁九夷锂能股份有限公司锂电池生产线产能利用率不足导致固定资产减值 2.52 亿元，对利润形成拖累；同时，时代万恒集团本部现金类资产对短期债务的保障能力弱，短期偿债压力大。
3. **母公司现金类资产规模小。**截至 2019 年底，母公司货币资金为 0.31 亿元，规模小，缺乏流动性。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	36.26	30.05	35.26	35.56
资产总额(亿元)	436.18	425.38	454.12	454.95
所有者权益(亿元)	235.26	233.14	239.60	239.94
短期债务(亿元)	115.83	108.92	97.50	89.97
长期债务(亿元)	39.86	42.09	67.42	76.12
全部债务(亿元)	155.69	151.00	164.92	166.10
营业收入(亿元)	170.60	222.43	204.68	36.24
利润总额(亿元)	16.34	6.44	8.49	0.89
EBITDA(亿元)	27.35	19.33	22.04	--
经营性净现金流(亿元)	7.53	8.88	10.90	-0.21
营业利润率(%)	14.87	12.31	14.43	20.48
净资产收益率(%)	6.33	2.14	2.83	--
资产负债率(%)	46.06	45.19	47.24	47.26
全部债务资本化比率(%)	39.82	39.31	40.77	40.91
流动比率(%)	70.31	69.24	83.37	87.03
经营现金流动负债比(%)	4.96	6.15	7.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.69	7.81	7.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.07	2.35	2.74	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	48.96	26.35	25.77	25.63
所有者权益(亿元)	29.85	11.08	10.72	10.59
全部债务(亿元)	8.70	7.70	7.60	7.60
营业收入(亿元)	8.76	1.98	3.22	0.00
利润总额(亿元)	0.12	-0.62	-0.10	-0.13
资产负债率(%)	39.02	57.97	58.41	58.68
全部债务资本化比率(%)	22.57	41.01	41.49	41.78
流动比率(%)	79.40	50.17	83.87	82.08
经营现金流动负债比(%)	32.31	18.20	6.32	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；现金类资产包含应收款项融资中的应收票据且已扣除受限部分；合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标

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	2019/07/10	刘哲 李明	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 多元化企业主体信用评级模型（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 2020 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”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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。截至 2020 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。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。

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 2020 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 2019 年底，公司（合并）资产总计 454.12 亿元，所有者权益合计 239.60 亿元（其中包含少数股东权益 211.18 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 204.68 亿元，利润总额 8.49 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总计 454.95 亿元，所有者权益合计 239.94 亿元（其中包含少数股东权益 212.10 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 36.24 亿元，利润总额 0.89 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券情况如下表所示。截至目前，上述债券募集资金均已按计划用途使用完毕。

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

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年上半年，突如其来的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。虽然 5－6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP

累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2　2016－2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模；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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1－6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1－5 月全国规模以上服务业企业

营业收入累计同比增长-6.4%，较 1－3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情

负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年中国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对中国外需具有较大提振作用；同时中国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年中国货物和服务净出口对GDP

的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对中国下半年经济的拉动作用不宜高估。

五、行业分析

1. 资产管理

（1）行业概况

中国资产管理行业的市场主体趋于多元化，业务规模不断扩大，行业竞争更加激烈。不良资产处置行业的竞争壁垒逐渐由牌照端转向服务端，不良资产买入环节的估值能力、经营环节的运作能力、处置环节的多元化手段将对资产管理公司的业务经营产生重要影响。

资产管理公司（Asset Management Companies，简称 AMC）的主营业务是不良资产经营，并由此延伸到投资、资产管理、信托、担保、租赁等其他业务领域。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的接收处置作用，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、非银金融机构以及其他非金融机构。其中，银行不良资产主要指的是不良贷款，包括次级、可疑和损失贷款及其利息。随着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余额及不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会公布的数据显示，截至 2019 年底中国商业银行不良贷款余额 2.41 万亿元，不良贷款率为 1.86%，较上年末增长 0.03 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，近年来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。非金融企业不良资产，主要是指企业形成的各类坏账，最常见的就是企业被拖欠的各种货款、工程款等。国家统计局公布的数据显示，截至 2019 年底，中国工业企业应收票据和应收账款规模 14.34 万亿元，较上年末增长 6.41%，非金融企业应收账款逐步沉淀形成的坏账继续增厚不良资产储备。

不良资产的下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括其他各类投资机构、工商企业及个人等。下游投资者通过购买、协议转让、参加法院拍卖获得不良资产，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。

不良资产管理公司在收购金融及非金融机构不良资产后需进行处置并从中获取收益，因此不良资产的经营处置能力也是衡量不良资产管理公司核心竞争力的重要标准。

目前，不良资产的传统经营模式主要包括收购处置及收购重组。收购处置模式下，不良资产管理公司通过公开竞标或协议转让方式承接不良资产包，并通过本息清收、诉讼追偿、处置抵押物等方式进行处置，最终获取不良资产的清收收益；也可采取二次出售的方式，将全部或部分收购的不良资产出售给其他不良资产投资者，最终获得买卖价差收益。由于金融行业不良资产的抵质押物主要为不动产，因此不动产通常成为不良资产处置的抓手：部分房地产公司通过购买不良资产包的方式取得债权，进而取得不动产的处置权，通过与自身业务经营的资源整合，挖掘不良资产的价值。收购重组模式下，不良资产管理公司与债权人及债务人三方达成协议，在向债权企业收购债权的同时与债务企业及关联方达成重组协议条款，约定还款金额、方式、时间、抵押物等相关要素，因此收购重组模式下收益的确定性更强。此外，随着不良资产管理行业的不断发展成熟，市场化债转股、不良资产专项基金、不良资产证券化等创新经营模式应运而生，但由于上述经营模式及交易架构更为复杂，目前更多处于探索尝试阶段。

（2）行业竞争格局

目前随着国内地方 AMC 数量的不断增

加，非持牌 AMC、银行系金融资产管理公司以及外资 AMC 的进入，不良资产管理行业格局逐步多元化，同时带来一定行业竞争加剧。但另一方面，市场竞争度的提升一定程度上有利于形成合理的市场价格，使不良资产的价值得到最大实现。

中国不良资产管理行业目前已形成“4+2+N+银行系”的格局，即华融、长城、东方、信达四大金融资产管理公司（以下简称“四大 AMC”），每省原则上不超过两家省级地方资产管理公司（以下简称“地方 AMC”），众多非持牌的资产管理公司（以下简称“非持牌 AMC”），以及银行设立的主要开展债转股业务的金融资产管理公司。

地方 AMC 的诞生源于 2012 年监管部门放开金融企业不良资产批量转让的限制。随后监管文件不断出台，对地方资产管理公司参与金融企业不良资产批量转让业务的规定也不断细化。在业务资质方面，地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，经银保监会公布后，获得参与金融企业批量转让组包户数为 3 户及以上不良资产的业务资质；在业务范围方面，地方资产管理公司只能参与本省（区、市）范围内不良资产的批量收购工作，但转让时不受地域限制。截至 2019 年底，银保监会批准的可以参与金融不良资产批量转让业务的地方 AMC 数量已经近 60 家，各省级行政区均设立了至少一家地方 AMC，多数省级行政区设有两家地方 AMC，广东、浙江、福建、山东四省份已设有三家地方 AMC。与四大 AMC 相比，地方 AMC 缺乏不良资产处置专业优势，在融资渠道、资金成本以及议价能力方面均有一定劣势。但考虑到目前大部分地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，成立的目的主要在于促进地方经济结构调整和转型，因此在业务开展方面能够取得政府领域的资源支持。此外，地方 AMC 在处置体量小、数量多、且分散的不良资产方面更具优势，处理方式更加灵活且有针对性，和当地政府、司法部门的协作优势提高了处置效率，这有助于地方 AMC 形成差异化的竞争优势。

（3）监管政策

资产管理行业监管政策正在不断完善，目前已经对各类资产管理公司在业务资质方面做出了详细规定。未来监管政策将更加注重全面化和细节化监管，统一的行业监管规则也有望形成。

目前，四大 AMC 属非银行金融机构，由银保监会对其公司治理、内部控制、风险管理以及资本充足性等方面提出监管要求。地方 AMC 是否属于金融机构一直没有明确说法，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地区地方 AMC 的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等工作，并督促地方 AMC 严格遵守相关法律法规和监管规则。

2019 年 7 月，银保监会下发《中国银保监会办公厅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“通知”），意在加强对地方资产管理公司的规范化管理。通知强调，地方 AMC 应加强公司治理体系建设，提升风险管理能力，建立并完善信息披露制度，以及业务需回归本源、专注主业、脱虚向实等方面。同时，通知进一步明确了地方 AMC 收购不良资产业务范围，地方 AMC 应协助地方政府有效防控区域金融风险，服务地方实体经济，更好地支持金融供给侧结构性改革。

（4）未来发展

不良资产管理公司未来发展空间较大，市场化手段将不断丰富，行业扩容带来竞争加剧，同时流动性管理和融资能力要求更高。

中国经济“三期叠加”效应逐步显现，实体经济持续累积了较大的偿债压力，地方政府债务降杠杆，金融体系风险化解需求增加，多重因素带来不良资产供给增长的持续动力，给不良资产管理公司带来较大的发展空间；随着

金融创新和不良资产业务市场化手段的不断丰富，不良资产处置模式也愈发多样，不良资产管理行业也会更加成熟；随着监管规则的完善，行业也有望迎来规范发展。

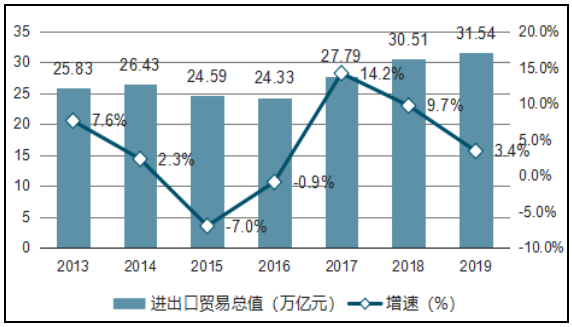
与此同时，随着各类不良资产管理公司的进入，行业扩容将使得竞争加剧，优质资产的甄别获取能力和处置收益能力强弱在差异化竞争中愈发重要。此外，因不良资产管理的业务周期普遍较长，投资成本相对较高，对不良资产管理公司的流动性管理和融资能力提出更高要求。

2. 贸易行业

（1）国际贸易

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。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。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，随着中美贸易摩擦逐步升级，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，贸易顺差收窄。海关统计数据显示，2018 年全年中国外贸进出口总值为 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%；贸易顺差为 2.33 万亿元，收窄 18.3%。2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸继续保持稳中提质势头，实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回升，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，中国出口面形势较好。

图 1 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.43 万亿元，增长 14.1%；对美国进出口 3.73 万亿元，下降 10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.17 万亿元，增长 0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

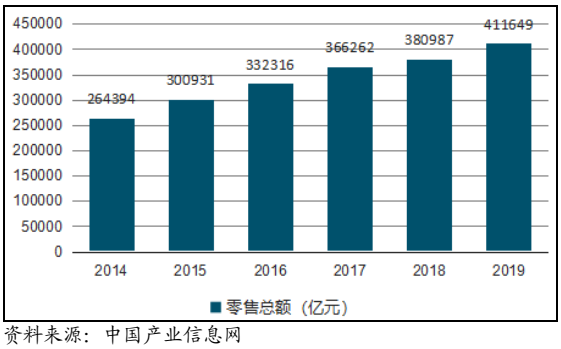
受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。随着供给侧结构性改革的深入推进，各项政策措施继续落地见效，营商环境持续改善，市场主体活力不断增强，外贸结构不断优化，预计 2020 年中国外贸有望保持总体平稳增长态势。

（2）国内贸易

近年来，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，但增速持续下滑。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%。

图 2　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

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）主要贸易品种（钢材）运行情况

2019年，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格有所下行。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。

目前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。

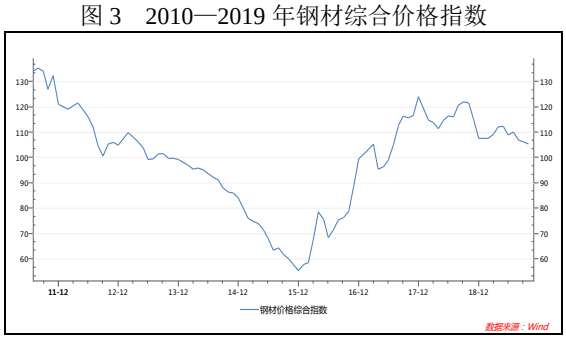
2019 年，钢铁行业在经历三年“化解过剩产能”后，供给侧结构性改革带来的政策红利逐渐衰减，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格有所下行，叠加铁矿石价格大幅上涨侵蚀企业利润，钢铁行业盈利水平显著下降。

2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 5.3%、8.3%和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8%。

2019 年有关基建稳增长政策不断释放，降低基础设施项目最低资本金比例，提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 1 万亿元，发改委开展为期半年的“疏解治理投资堵点”专项行动，《交通强国建设纲要》《西部陆海新通道总体规划》《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》等重点领域、重点区域规划随之出台。与此同时，项目批复也有所加快，2019 年发改委批复的基建项目已超过 60 个，总投资额超 1.5 万亿元，从项目类型来看，多集中在铁路、轨道交通、机场扩建等领域。交通运输部计划 2020 年交通运输将完成铁路投资 8000 亿元，公路水路投资 1.8 万亿元，民航投资 900 亿元。2020 年各项措施的集中发力，基建投资回升态势有望延续。同时，随着铁路、轨道交通等高密度用钢项目在基建总量中占比攀升，基建投资用钢强度明显提升，基建用钢有望成为 2020 年钢铁需求亮点。

2019年钢材价格指数总体平稳，呈窄幅波动走势。5月初达到最高113.1点，10月底震荡下降至年内最低104.3点。全年中国钢材价格指数均值为107.98点，同比下降6.77点，降幅为5.9%。2019年，钢材价格的波动幅度较往年偏小，对于钢材贸易企业来说，可操作空间小，获利空间小。

图 3　2010—2019 年钢材综合价格指数



注：中钢协，1994 年=100
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，如杭州热联进出口股份有限公司、中国诚通控股集团等；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

由于行业事件导致长生生物停产及行业监管趋严，跟踪期内，国内狂犬疫苗批签发量同比下滑，公司下属子公司成大生物市场份额大幅提升成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。

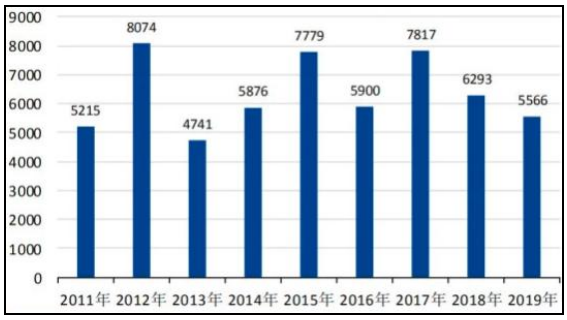
狂犬病疫苗属于二类疫苗，目前中国狂犬疫苗市场规模为 1300～1400 万人份，其中，城市 560 万人份，主要重视产品的质量、品牌、价格等；农村市场规模 800 万人份，价格是最关键因素。

从狂犬病疫苗细分产品来看，目前主要分为四种，冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）是目前狂犬病疫苗市场主流产品，2019 年占比为 82%，冻干人二倍体为 232 万支，占比 4%，目前人二倍体狂犬疫苗渗透率依然极低。

2019 年，中国狂犬疫苗的批签发量为 5566 万支，同比下降 12%；批签发量下滑主要与行业事件导致长生生物停产及行业监管趋严有关。

图 4　2011—2019 年国内狂犬疫苗批签发量

（单位：万支）



注：数据统计截止日期为 2019 年 12 月 29 日
数据来源：中检院、安信证券研究中心

从狂犬病疫苗市场竞争情况来看，随着“长春长生疫苗”事件后，长春长生生物科技有限公司（以下简称“长春长生”）退出国内狂犬疫苗市场，2018 年，中国狂犬疫苗合计批签发 1289.03 万人份。其中，辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）市占率最高，2018 年达 43.95%，较上年提升了 6.01 个百分点；广州诺诚、宁波荣安紧随其后，市占率均超过 13%；前三企业市占率合计达 73.86%。2019 年，成大生物占据狂犬疫苗市场的主要市场份额，批签发占比达到 73.08%。

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 2020 年 7 月底，公司注册资本和实收资本均为 10 亿元，辽控集团为公司控股股东，持有公司 100%股权，辽宁省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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，在股权划拨和财政补助等方面得到了政府的大力支持。核心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。

作为辽宁省国资委下属国有独资企业，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 2019 年底，公司已签订打包回购金融债权协议 24 份，涉及企业 8405 家，涉及不良金融债权本息合计 227.75 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”，股票代码：600739.SH）、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病疫苗知名度及市场占有率高，盈利能力强；医药连锁产业发展良好，截至 2019 年底拥有 1507 家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势。同时，截至 2020 年 3 月底，辽宁成大分别持有广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）16.40%股权和中华联合保险集团股份有限公司（以下简称“中华保险”）19.595%股权，均未质押，变现能力强；上述股权投资收益稳定，且每年现金分红情况良好，2019 年辽宁成大获得的投资收益和现金分红分别为 14.65 亿元和 2.50 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 2020年8月6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，由于公司控股股东变更，公司管理体制、管理制度等方面均在调整中，联合资信将持续关注上述调整进展。

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 12 月 9 日生，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。2007 年 9 月至 2018 年 11 月，历任辽宁联合资产管理有限公司副总经理、总经理、董事。2018 年 11 月至今，就职于辽宁联合资产管理有限公司，任党委书记兼执行董事、总经理。2019 年 9 月至今，就职于辽宁省国有资产经营有限公司，任党委书记兼总经理。

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 7 月 27 日，公司公告称，根据辽宁省国资委（辽国资改革〔2020〕48 号）文件，拟将辽宁国资股权划转至辽控集团。

2020 年 5 月，辽宁省国资委发出《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），意见表示，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集团。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，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。

2. 辽宁成大第一大股东变更

跟踪期内，公司由辽宁成大的第一大股东变为第二大股东，未来若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 日收到股东韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”）提交的《详式权益变动报告书》和新华联控股有限公司（以下简称“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公司 79272774 股（占公司总股本的 5.18%）通过协议转让的方式转让给韶关高腾。

本次协议转让导致的权益变动之前，韶关高腾持有辽宁成大 111345640 股股份，占辽宁成大总股本的 7.28%。新华联控股持有辽宁成大 79272774 股股份，占辽宁成大总股本的 5.18%，其中质押股份数量为 79227389 股，占其持股比例的 99.94%，质押权人为广东粤财信托有限公司。新华联控股已承诺将促使质权人为配合本次权益变动出具上海证券交易所认可的《质权人同意函》。交易双方将根据《股份转让协议》的约定办理股票解除质押及过户手续。本次权益变动后，韶关高腾持有辽宁成大股份 190618414 股，占辽宁成大股份总数的 12.46%，新华联控股不再持有辽宁成大股份。

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《辽宁省国有资产经营有限公司章程》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《辽宁省国有资产经营有限公司章程》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，其属于公司法第二百一十六条第（三）项所规定的“通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人”，也符合《上市公司收购管理办法》第八十四条第（三）项所规定的“决定公司董事会半数以上成员选任”的情形。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》、《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。

上述股权转让的过户登记手续已于 2020 年 2 月 19 日办理完毕。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司下属经营主体主要为辽宁成大和时代万恒集团，受贸易业务规模下降影响，整体收入规模持续下降，受益于生物制药业务收入占比的提升，综合毛利率持续提升。

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，2019 年两者收入合计 196.57 亿元，占公司营业收入的比重为 96.04%。

表 3　公司主要经营子公司 2019 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				2019 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	357.87	216.16	192.75	9.83	392.62	229.67	177.46	14.86
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	29.05	4.71	19.11	-5.30

注：时代万恒集团持续亏损主要系林业和锂电池业务经营亏损及计提商誉、固定资产减值损失所致
资料来源：公司提供

2019 年，公司实现主营业务收入 203.33 亿元，同比下降 8.19%，主要系辽宁成大钢贸等业务规模下降所致。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，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，2019 年公司综合毛利率

同比增加 2.09 个百分点为 14.67%。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，2019 年为 0.22%，主要系国有资产经营管理业务各期类型不一致所致。

2020 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 36.24 亿元，同比下降 13.73%，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 21.18%，同比增加 7.02 个百分点，主要系生物制药收入占比提升所致。

表 4　近年来公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项 目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	12104.68	0.71	9.24	21279.14	0.96	7.38	21037.96	1.04	6.31	4316.67	1.19	5.92
展览	19224.60	1.13	62.57	16149.69	0.73	62.54	12794.68	0.63	53.62	2201.24	0.61	50.30
国有资产经营管理	87595.55	5.17	3.86	19746.60	0.89	16.80	32150.45	1.58	0.22	--	--	--
酒店经营	2102.12	0.12	20.61	2224.22	0.10	31.69	1945.56	0.10	25.53	131.27	0.04	-135.39
物业管理	1155.16	0.07	-0.60	1145.56	0.05	10.17	908.06	0.04	-12.71	50.63	0.01	-287.20
贸易	1097046.18	64.71	4.96	1623191.89	73.30	3.26	1420178.71	69.85	3.78	210406.01	58.06	3.66
房地产	16499.73	0.97	-4.48	20687.17	0.94	6.86	2284.27	0.11	3.90	73.20	0.02	25.58
生物制药	127669.39	7.53	87.42	139057.19	6.28	85.16	167692.45	8.25	85.69	50033.19	13.81	84.50
能源开发	8959.25	0.53	-0.91	19805.30	0.89	-2.16	28932.92	1.42	-2.67	12060.62	3.33	1.65
其他业务	323100.13	19.06	23.87	351290.06	15.86	25.71	345371.59	16.98	26.90	83091.74	22.93	27.96
合 计	**1695456.79**	**100.00**	**15.29**	**2214576.82**	**100.00**	**12.58**	**2033296.67**	**100.00**	**14.67**	**362364.57**	**100.00**	**21.18**

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”）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。2019年，公司签订了1份打包回购金融债权协议，涉及企业6967家，涉及不良金融债权本息合计人民币8.12亿元，收购成本为3.20亿元，资金来源为自筹，处置途径为转让。

表 5　近年来公司债权资产回购及处置情况

（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签订回购协议	2	3	1
涉及贷款企业数	58	420	6967
回购债权本息（合同金额）	18.00	3.57	8.12
收购成本	0.92	1.39	3.20
处置债权本息	25.32	3.57	4.49
处置收入	8.76	1.97	3.22
期末尚未完成处置的不良金融债权本息余额	2.07	2.07	5.70

资料来源：公司提供

2019 年，公司完成不良资产处置 4.49 亿元。截至 2019 年底，公司尚未完成处置的不良金融债权本息合计 5.70 亿元。

3. 辽宁成大

2019年，大宗商品市场价格震荡走低，行业整体效益下降，辽宁成大主动控制大宗商品

贸易业务规模，整体收入规模有所下降；生物制药板块保持较快增长；能源开发板块完成了对设备的全面调试及维护，毛利率转正。

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。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，辽宁成大还通过参股方式重点投资广发证券和中华保险。2019年，辽宁成大实现营业收入177.46亿元，同比下降7.94%。

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。2019年，由于长春长生退出狂犬疫苗市场，成大生物占据了狂犬疫苗市场的主要份额。当期成大生物人用狂犬病疫苗获得批签发数量为1003.91万人份，同比增长77.22%，占据全国市场73.08%的批签发份额（2018年为43.95%）。2019年，成大生物收入实现快速增长，同比增长20.59%至16.77亿元。成大生物于2020年4月28日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。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，成大方圆保持规模优势，2019年，受行业政策变化和市场竞争加剧等不利影响，成大方圆实现营业收入29.37亿元，同比下降2.97%，净利润为-0.92亿元（2018年净利润为0.16亿元）。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，辽宁成大拟通过大连产权交易所公开挂牌竞价转让成大方圆100%的股权，市场法评估后的股东全部权益评估价值为18.59亿元。联合资信将持续关注上述事项进展。

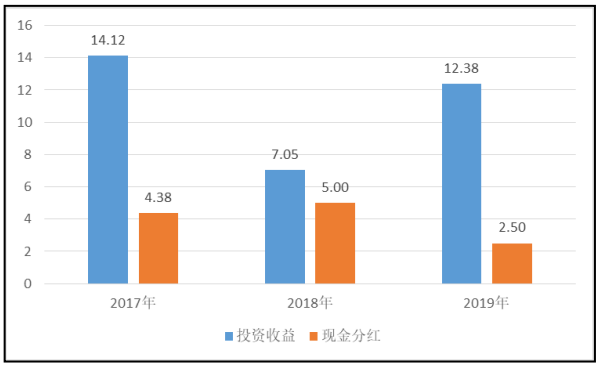
国内贸易业务经营主体为辽宁成大贸易发展有限公司（以下简称“成大发展”）和辽宁成大钢铁贸易有限公司（以下简称“成大钢铁”），经营品种主要包括钢铁、化工、煤炭、粮油等。2019年，钢铁、煤炭供给侧结构性改革成果显现，落后产能得到有效退出，优势产能逐步释放，供需相对宽平衡；大宗商品市场，价格震荡走低，行业整体效益下降，辽宁成大重视风险防范，控制业务规模，内贸业务规模同比有所下降。其中，钢铁产品实现收入98.32亿元，同比下降9.97%；煤炭贸易收入为12.26亿元，同比下降34.37%。

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产品。2019年，纺织品大类商品贸易规模同比保持稳定，化工产品贸易业务非持续性业务，规模同比大幅下降，水产品规模同比大幅增长。

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。2019年，国际原油价格初期反弹，随后维持区间波动。新疆宝明采取有针对性措施，完成了对设备的全面调试及维护，毛利率转正，为稳产达产打下基础。截至2019年底，新疆宝明资产总额为56.14亿元，所有者权益为-1.28亿元。2019年，新疆宝明实现营业收入3.04亿元，净利润为-4.32亿元。未来新疆宝明计划大力推动与疆内油品深加工企业开展战略合作，实现疆内规模化销售，提高项目的整体收益。

股权投资方面，2019 年随着证券市场回暖，广发证券贡献的投资收益同比大幅增加。截至 2020 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 16.40%（未质押，期末参考市值为 171.02 亿元）；辽宁成大全资子公司成大钢铁的全资子公司成大钢铁香港有限公司持有广发证券境外上市外资股（H 股）股份 1473600 股，占其总股本 1.9‰。

图 6　2017－2019 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

2017－2019年，广发证券分别为辽宁成大贡献投资收益14.12亿元、7.05亿元和12.38亿元，分别占当期营业利润的74.99%、69.80%和82.98%。同期，辽宁成大分别收到广发证券现金分红4.38亿元、5.00亿元和2.50亿元。

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。2019年，中华保险贡献权益法核算的投资收益2.27亿元，同比增长31.98%。

2020年1－3月，受新冠疫情影响叠加国内经济疲软，辽宁成大国内贸易规模继续下降，整体实现营业收入33.08亿元，同比下降12.21%。受益于生物制药板块的抗周期特性，生物制药板块收入占比进一步提升至15.13%，能源开发板块毛利率进一步提升至9.71%，辽宁成大综合毛利率为21.48%，同比增加8.06个百分点。

4. 时代万恒集团

受林业和锂电池业务亏损及资产减值影响，跟踪期内，时代万恒集团持续亏损且亏损面扩大。同时，时代万恒集团本部债务负担较重，现金类资产较少，偿债压力大。

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、二次电池生产的大型企业集团。2019年，时代万恒集团实现营业收入 19.11 亿元，同比下降 15.63%，利润总额为-5.30 亿元（上年同期为-2.37 亿元），主要系林业板块受木材行业及市场处于底部调整期影响经营亏损，锂电池业务受行业竞争加剧影响，经营亏损同时计提固定资产减值准备所致。

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，2019 年进口金额为 2334 万美元，同比下降 30.27%。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，2019 年出口金额为 12998 万美元，同比下降 4.53%。国内贸易方面，内贸产品为服装面辅料，2019 年通过拓展国内客户，加强营销，实现贸易额为 82701 万元，同比增长 82.06%。2020 年上半年，新冠肺炎疫情可能对出口贸易业务回款产生一定影响，联合资信将持续关注该业务板块经营情况。

房地产业务方面，2019 年房地产业务实现收入 0.23 亿元，同比下降 88.89%，销售面积 2144.35 平方米，毛利率为 2.76%。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。2019 年，时代万恒股份实现营业收入 4.39 亿元，利润总额为-3.95 亿元。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。九夷锂能已开始实现批量生产，但由于订单量不足，导致实际销售水平不及预期，而高能锂离子动力电池生产线资产转固后计提较高的折旧费用，导致九夷锂能经营亏损；同时，资产减值迹象明显，且业绩在短期

内无法实现根本性好转，计提固定资产减值准备 2.80 亿元。

时代万恒集团本部方面，截至 2019 年底，时代万恒集团本部全部债务合计 8.22 亿元，其中短期债务为 3.22 亿元；货币资金为 0.46 亿元，持有的时代万恒股份的股权已质押 96.23%，短期偿债压力大。

5. 经营效率

公司经营效率较高。

2019年，公司收入规模有所下降，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11.60次、6.07次和0.47次，同比分别减少0.94个百分点、1.18个百分点和0.05个百分点。

十、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报告，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 2020 年一季度财务报告未经审计。

从合并范围看，2019 年及 2020 年一季度，公司合并范围未发生变化。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总计 454.12 亿元，所有者权益合计 239.60 亿元（其中包含少数股东权益 211.18 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 204.68 亿元，利润总额 8.49 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总计 454.95 亿元，所有者权益合计 239.94 亿元（其中包含少数股东权益 212.10 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 36.24 亿元，利润总额 0.89 亿元。

1. 资产质量

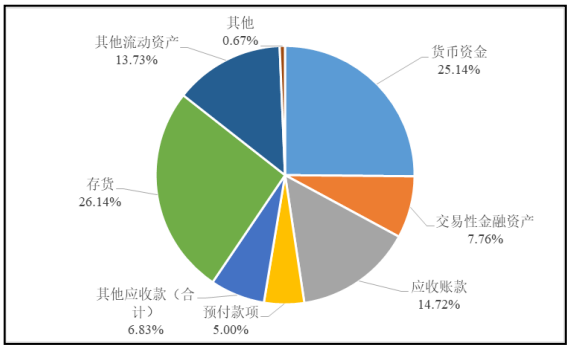
公司资产以非流动资产为主，流动资产中货币资金及债权类投资占比较高；非流动资产中广发证券和中华保险的长期股权投资金额大，股权均未质押，变现能力强。整体看，公司资产流动性及资产质量好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 454.12 亿元，较上年底增长 6.76%，主要系交易性金融资产、存货、其他流动资产及长期股权投资增加所致。其中流动资产占 25.81%，占比较上年底小幅提升。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 117.19 亿元，较上年底增长 17.18%。流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和其他流动资产构成。

图 7　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金为 29.46 亿元，较上年底下降 10.76%，主要为银行存款（占 87.98%），受限货币资金为 4.08 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和用于质押的银行存单。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产为 9.09 亿元，较上年底增加 8.87 亿元，主要系辽宁成大根据新的金融工具准则将部分理财产品划分至交易性金融资产所致。交易性金融资产主要为债务工具投资 8.84 亿元。

公司应收账款主要由辽宁成大的医药零售、生物制药和大宗贸易业务及时代万恒集团的服装贸易业务产生。截至 2019 年底，公司应收账款账面价值为 17.25 亿元，较上年底增长 2.44%，公司计提坏账准备 1.73 亿元；从账龄看，1 年以内的占 86.67%，账龄较短。截至 2019 年底，公司应收账款的第一大欠款方为河

北鑫达钢铁集团有限公司的应收账款（系辽宁成大钢铁贸易业务的第一大供应商和第一大客户，对其应收账款余额为 2.44 亿元），较上年底增长 57.33%。

表 6　截至 2019 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	2.44	12.85	0.07
李宁（中国）体育用品有限公司	0.68	3.60	0.00
河北省卫防生物制品供应中心	0.39	2.03	0.39
唐山鑫晶特钢有限公司	0.32	1.71	0.10
霍尔果斯中石油国际事业有限公司	0.30	1.58	0.01
合计	**4.13**	**21.77**	**0.57**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）为 8.01 亿元，较上年底增长 24.90%，主要系应收股利较上年底增加所致。截至 2019 年底，应收股利为 2.24 亿元，较上年底增加 2.05 亿元，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 2019 年底，其他应收款为 5.74 亿元，较上年底减少 0.30 亿元。

表 7　截至 2019 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	占应收账款余额的比例	坏账准备余额
辽宁省国资委	1.49	18.25	--
辽宁盛融万恒房地产开发有限公司	0.97	11.81	--
大连市汽车贸易集团有限公司	0.50	6.11	--
黄金坪万恒建设投资有限公司	0.40	4.90	--
沈阳洪博医康科技有限公司	0.32	3.90	0.32
合计	**3.68**	**44.97**	**0.32**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货为 30.64 亿元，较上年底增长 14.79%，主要系新疆宝明技改后恢复生产库存增加所致。从构成看，产成品占 56.23%、自制半成品及在产品占 16.46%、开发产品占 9.40%、开发成本占 6.18%。公司存货主要是服装、药品、疫苗产品及页岩油。截至 2019 年底，公司计提跌价准备 1.07 亿元，计提比例为 3.37%。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 16.09 亿元，较上年底增长 50.44%，主要系辽宁成大一年内到期的债权投资增加所致。从构成来看，主要为一年内到期的债权投资 10.75 亿元、待抵扣进项税 3.09 亿元和债权资产 2.04 亿元。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 336.93 亿元，主要由长期股权投资（占 72.61%）和固定资产（占 15.07%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 5.51 亿元，主要为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。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 244.65 亿元，较上年底增加 10.76 亿元，主要系广发证券和中华保险确认投资收益所致。截至 2019 年底，广发证券和中华保险的期末余额分别为 149.89 亿元和 92.10 亿元，占比分别为 61.27%和 37.65%。辽宁成大持有的广发证券和中华保险的股权均未质押。

截至 2019 年底，公司固定资产为 50.78 亿元，较上年底增加 4.55 亿元，主要系新疆宝明项目转固所致。从构成看，房屋及建筑物占 64.83%，机器设备及用具占 32.87%。公司累计计提折旧 22.30 亿元，其中本期增加 4.22 亿元，同比增长 19.21%。2019 年，公司计提固定资产减值准备 2.80 亿元，系九夷锂能计提的资产减值准备。

截至 2019 年底，公司在建工程为 6.21 亿元，较上年底减少 5.29 亿元，主要由辽展饭店重建工程 1.45 亿元和生物改造工程 1.42 亿元构成。上述项目的预算数分别为 3.15 亿元和 2.14 亿元，工程进度分别为 80.00%和 66.41%，未来投资金额不大。

截至 2019 年底，公司无形资产为 16.43

亿元，较上年底变动不大，主要包括土地使用权 8.57 亿元和采矿权 6.07 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 16.05 亿元，主要为受限货币资金 4.08 亿元、受限固定资产 5.52 亿元、受限无形资产 4.15 亿元和受限存货-开发产品 1.97 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 454.95 亿元，较 2019 年底变化不大。资产结构较上年底变动不大。

2. 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 2019 年底，公司所有者权益为 239.60 亿元，较上年底增长 2.77%。其中，少数股东权益为 211.18 亿元，占所有者权益的 88.14%。截至 2019 年底，归属于母公司所有者权益为 28.42 亿元。其中，实收资本占 35.19%，资本公积占 56.01%，未分配利润占 6.07%，权益结构变化不大。其中，未分配利润为 1.72 亿元，较上年底减少 2.59 亿元，主要系时代万恒集团经营亏损且公司对其持股比例高所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 239.94 亿元，较 2019 年底变动不大。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模有所上升，债务结构明显改善。

截至 2019 年底，公司负债合计 214.52 亿元，较上年底增加 22.28 亿元，主要系长期借款和应付债券增加所致。负债构成方面，流动负债占 65.53%，占比较上年底下降 9.61 个百分点，负债结构明显改善。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 140.57 亿元，较上年底下降 2.68%。流动负债以短期借款（占 33.79%）、应付账款（占 12.18%）、其他应付款（占 13.01%）、一年内到期的非流动负债（占 11.64%）和其他流动负债（占 19.92%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款为 47.50 亿元，较上年底减少 4.54 亿元。其中，信用借款占 70.36%，抵押借款占 14.93%，保证借款占 11.28%。

公司应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2019 年底，公司应付票据为 5.63 亿元，较上年底增长 46.99%，主要为成大方圆采用银行承兑汇票结算的比例增加所致。

截至 2019 年底，公司应付账款为 17.12 亿元，较上年底增长 26.90%，主要是受公司业务结算周期影响所致。其中，应付货款为 13.31 亿元，应付工程、设备款为 2.65 亿元。

截至 2019 年底，公司预收款项为 3.86 亿元，较上年底增长 60.07%，主要系受业务周期影响，大宗商品贸易预收款同比增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款（合计）为 18.29 亿元，较上年底增长 11.48%。其中，其他应付款为 15.21 亿元，主要为往来款 11.03 亿元和应付资金拆借款项 3.08 亿元。

表 8　截至 2019 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	2.26
辽宁万恒经济信息咨询有限公司	0.53
辽宁交通投资有限责任公司	0.50
辽宁能源集团有限公司	0.25
合计	**10.15**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.36 亿元，较上年底下降 9.13%，分别为一年内到期的长期借款 1.86 亿元、将于 2020 年 8 月 16 日到期的 14 亿元“17 辽成大 MTN001”和将于 2020 年 12 月 28 日到期的“17 辽成大 PPN001”0.50 亿元。

截至 2019 年底，公司其他流动负债为 28.00 亿元，其中包括短期融资券“19 辽成大 CP001”8.00 亿元（将于 2020 年 8 月 26 日到期），超短期融资券 20.00 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 73.95 亿元，较上年底增长 54.74%，主要由长

期借款 16.92 亿元和应付债券 50.50 亿元构成。公司长期借款全部为信用借款。

表 9　截至 2019 年底应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债权期限	期末余额
18 成大 01	2018/1/26	三年	3.00
19 成大 01	2019/4/8	三年	5.00
19 成大 02	2019/10/31	三年	7.00
18 辽成大 MTN001	2018/3/20	三年	10.00
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
18 辽成大 PPN001	2018/1/12	三年	0.50
18 辽成大 PPN002	2018/10/22	三年	0.50
18 辽成大 PPN003	2018/11/16	三年	0.50
18 辽成大 PPN004	2018/12/13	三年	0.50
18 辽成大 PPN005	2018/12/28	三年	0.50
合计	--	--	**50.50**

资料来源：公司审计报告

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 164.92 亿元，较上年底增长 9.22%，其中短期债务为 97.50 亿元，较上年底下降 10.48%，长期债务为 67.42 亿元，较上年底增长 60.20%。从债务结构来看，短期债务占 59.12%，占比较上年底下降 13.01 个百分点，债务结构明显改善。从债务分布来看，截至 2019 年底，辽宁成大全部债务为 139.79 亿元，公司本部全部债务为 7.60 亿元，有息债务主要分布在辽宁成大。

债务指标方面，截至 2019 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增长，分别为 47.24%、40.77%和 21.96%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 215.02 亿元，较 2019 年底变动不大。其中，非流动负债占 38.32%，较上年底提升 3.85 个百分点，主要系短期借款下降同时辽宁成大发行“20 辽成大（疫情防控债）MTN001”7.00 亿元所致。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 166.10 亿元，较上年底增长 0.71%。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 47.26%、40.91%和 24.09%。

3. 盈利能力

跟踪期内，受大宗商品贸易规模下降影响，公司收入规模有所下降；期间费用及资产减值损失对利润侵蚀大，利润对投资收益的依赖度高。考虑到广发证券和中华保险盈利的可持续性，公司利润水平稳步增长，整体盈利能力很强。

2019 年，公司实现营业收入 204.68 亿元，同比下降 7.98%，主要系大宗商品贸易业务规模下降所致。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 2.12 个百分点至 14.43%。

2019 年，由于九夷锂能高能锂离子动力电池项目生产线和新疆宝明项目转固折旧增加及成大生物研发费用增加等原因，公司期间费用合计 30.67 亿元，同比增长 5.79%。受营业收入规模下降影响，期间费用占收比同比提升 1.95 个百分点至 14.99%。期间费用对主业利润侵蚀大。

2019 年，公司实现投资收益 14.61 亿元，同比增长 60.24%。其中，广发证券和中华保险贡献的投资收益分别为 12.38 亿元和 2.27 亿元。

2019 年，公司资产减值损失为 4.24 亿元，同比增加 3.45 亿元，主要系新疆宝明受油价下跌影响计提存货跌价准备增加；同时，九夷锂能因对技术难度及市场开发认证程序等方面估计不足，以及高能锂离子动力电池生产线资产转固后计提较高的折旧费用，致使现阶段盈利较为困难，当期计提大额存货跌价准备 0.32 亿元及固定资产减值准备 2.80 亿元所致。

2019 年，公司信用减值损失为 1.55 亿元，主要系辽宁成大计提的其他应收款坏账准备。

2019 年，公司利润总额为 8.49 亿元，同比增长 31.95%。其中，投资收益为利润总额的 1.72 倍，公司利润对投资收益依赖程度很高。

从盈利指标来看，2019 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 3.66%和 2.83%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 36.24 亿元，同比下降 13.73%。同期，投资收益为 2.86 亿元，同比下降 57.89%。受此影响，公司利润总额为 0.89 亿元，同比下降 85.16%。

4．现金流分析

2019 年，公司经营活动净现金流向好，投资活动以理财为主，在建工程规模较小，未来资本支出压力较小。

从经营活动看，2019 年，公司经营活动现金流入 180.89 亿元，同比下降 8.84%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。同期，公司经营活动现金流出同比下降 10.32%至 169.99 亿元。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 10.90 亿元，同比增长 22.76%。从收入实现质量来看，2019 年，公司现金收入比为 85.67%，同比小幅提升，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入 53.03 亿元，其中收回投资收到的现金为 48.83 亿元，主要是理财产品到期收回；取得投资收益收到的现金为 2.88 亿元，主要是广发证券现金分红。同期，公司投资活动现金流出 71.57 亿元，主要由投资支付的现金 63.13 亿元和购建固定资产、无形资产等支付的现金 8.31 亿元构成。其中，投资支付的现金主要为购买理财产品支出。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-18.54 亿元。

从筹资活动看，2019 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，2019 年公司筹资活动现金净流量为 3.64 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.21 亿元；投资活动现金净流出 0.85 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.60 亿元。

5．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，政府支持力度较大，融资渠道畅通，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至 2019 年底，由于流动资产规模增加，公司流动比率和速动比率均较上年底有所提升，分别为 83.37%和 61.57%；经营现金流动负债比为 7.76%，较上年底增加 1.61 个百分点；现金类资产/短期债务为 0.36 倍。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 87.03%和 64.78%；现金类资产/短期债务为 0.40 倍。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.74 倍，同比有所提升；全部债务/EBITDA 同比下降至 7.48 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 152.73 亿元，尚未使用额度为 94.26 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，子公司时代万恒股份和辽宁成大均为上市公司，具备直接融资渠道。

6．母公司财务分析

母公司主营业务为国有资产经营管理，收益较少；母公司债务负担可控，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 2019 年底，母公司资产总额为 25.77 亿元，较上年底下降 2.21%；其中流动资产占 26.66%，非流动资产占 73.34%。截至 2019 年底，母公司流动资产主要由其他应收款 4.28 亿元和其他流动资产 2.08 亿元构成；其他应收款主要为对辽宁省国资委及其下属企业的往来款；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 5.42 亿元和长期股权投资 13.21 亿元构成；可供出售金融资产主要为北方华锦化学工业集团有限公司 13.37%的股权 5.00 亿元；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，2020 年 4 月 13 日的期末参考市值为 29.51 亿元。

表 10　截至 2019 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	占应收账款余额的比例	坏账准备余额
辽宁省国资委	1.49	33.81	--
辽宁盛融万恒房地产开发有限公司	0.97	21.88	--
时代万恒集团	0.50	11.31	--
大连市汽车贸易集团有限公司	0.50	11.31	--
辽宁省商业集团有限公司	0.32	7.15	0.12
合计	**3.78**	**85.46**	**0.12**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，母公司负债合计 15.05 亿元，较上年底保持稳定。其中，流动负债占 54.42%，占比较上年底下降 40.61 个百分点，债务结构大幅改善。截至 2019 年底，母公司负债主要由其他应付款 7.14 亿元和长期借款 6.80 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 2019 年底，母公司全部债务为 7.60 亿元，其中短期债务为 0.80 亿元。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 58.41%。

盈利能力方面，公司本部收入主要来自国有资产经营管理，2019 年，母公司实现营业收入 3.22 亿元，同比增长 62.66%；营业成本为 3.21 亿元，同比增长 95.27%；期间费用合计 0.47 亿元（主要为财务费用 0.34 亿元），同比保持稳定；投资收益为 0.10 亿元，利润总额为-0.10 亿元，同比减亏。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为 0.52 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 0.11 亿元，为取得投资收益收到的现金；筹资活动产生的现金流量净额为-0.79 亿元。

十一、　存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续债券余额为4.00亿元，即“20辽国资MTN001”，到期日为2023年4月22日。2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及EBITDA对存续债券余额的覆盖倍数分别为45.22倍、2.73倍和5.51倍。

跟踪期内，经营活动现金净流量及EBITDA对公司存续债券余额保障能力较强。

表11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

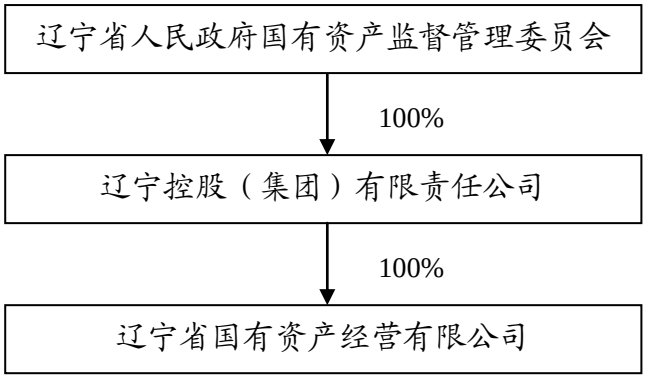
项 目	2019 年
经营活动现金流入量/存续债券余额	45.22
经营活动现金流净额/存续债券余额	2.73
EBITDA/存续债券余额	5.51

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

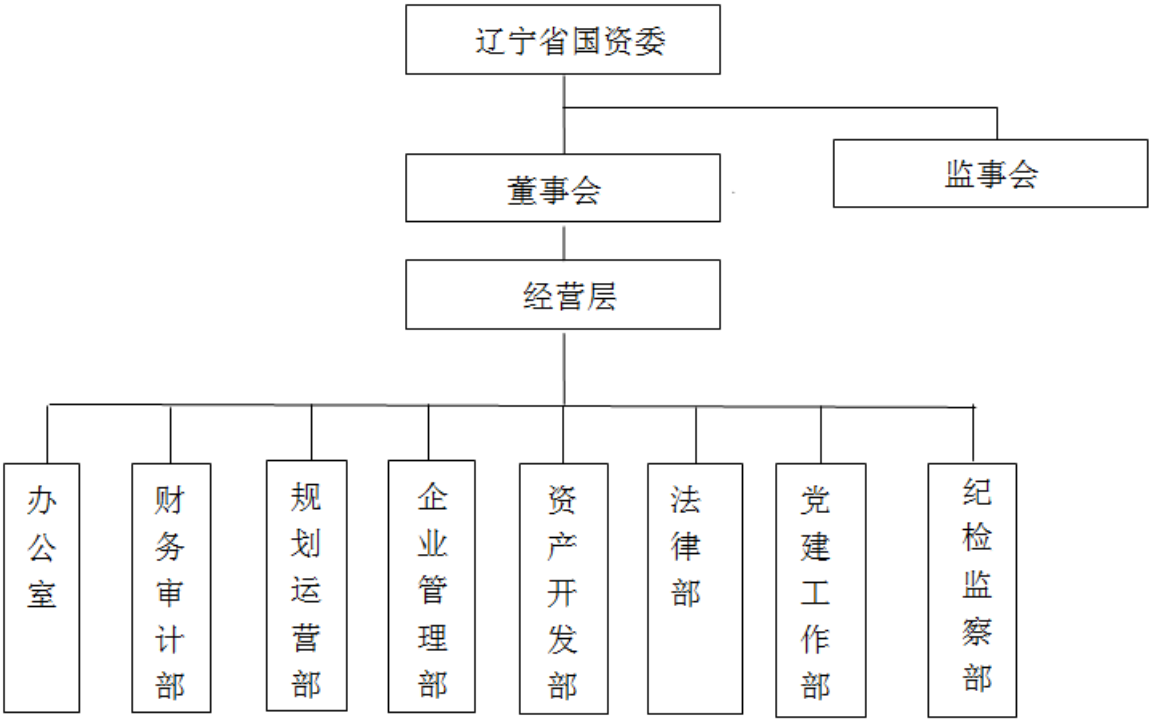
十二、　结论

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^{+}，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 2020 年 7 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织机构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.26	30.05	35.26	35.56
资产总额(亿元)	436.18	425.38	454.12	454.95
所有者权益(亿元)	235.26	233.14	239.60	239.94
短期债务(亿元)	115.83	108.92	97.50	89.97
长期债务(亿元)	39.86	42.09	67.42	76.12
全部债务(亿元)	155.69	151.00	164.92	166.10
营业收入(亿元)	170.60	222.43	204.68	36.24
利润总额(亿元)	16.34	6.44	8.49	0.89
EBITDA(亿元)	27.35	19.33	22.04	--
经营性净现金流(亿元)	7.53	8.88	10.90	-0.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.04	12.54	11.60	--
存货周转次数(次)	5.53	7.25	6.07	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.52	0.47	--
现金收入比(%)	93.02	85.27	85.67	94.92
营业利润率(%)	14.87	12.31	14.43	20.48
总资本收益率(%)	5.51	3.44	3.66	--
净资产收益率(%)	6.33	2.14	2.83	--
长期债务资本化比率(%)	14.49	15.29	21.96	24.09
全部债务资本化比率(%)	39.82	39.31	40.77	40.91
资产负债率(%)	46.06	45.19	47.24	47.26
流动比率(%)	70.31	69.24	83.37	87.03
速动比率(%)	52.61	50.76	61.57	64.78
经营现金流动负债比(%)	4.96	6.15	7.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.07	2.35	2.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.69	7.81	7.48	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标中；现金类资产包含应收款项融资中的应收票据且已扣除受限部分

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.29	0.47	0.31	1.67
资产总额(亿元)	48.96	26.35	25.77	25.63
所有者权益(亿元)	29.85	11.08	10.72	10.59
短期债务(亿元)	4.00	7.00	0.80	0.80
长期债务(亿元)	4.70	0.70	6.80	6.80
全部债务(亿元)	8.70	7.70	7.60	7.60
营业收入(亿元)	8.76	1.98	3.22	0.00
利润总额(亿元)	0.12	-0.62	-0.10	-0.13
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	4.65	2.64	0.52	1.45
财务指标				
销售债权周转次数(次)	25.45	6.09	16.35	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.05	0.12	--
现金收入比(%)	97.38	94.39	99.85	--
营业利润率(%)	3.74	15.71	0.27	--
总资本收益率(%)	0.33	-0.56	1.19	--
净资产收益率(%)	0.43	-5.21	-2.28	--
长期债务资本化比率(%)	13.60	5.94	38.81	39.10
全部债务资本化比率(%)	22.57	41.01	41.49	41.78
资产负债率(%)	39.02	57.97	58.41	58.68
流动比率(%)	79.40	50.17	83.87	82.08
速动比率(%)	79.40	50.17	83.87	82.08
经营现金流动负债比(%)	32.31	18.20	6.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　同行业企业对比数据

发行人	云南省工业投资控股集团有限责任公司	南宁威宁投资集团有限责任公司	山东省商业集团有限公	辽宁省国有资产经营有限公司
主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
经营数据时点	**2019 年**			
毛利率（%）	15.72	17.42	20.96	14.95
销售债券周转次数（次）	4.79	7.26	38.72	11.63
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	344.77	375.36	1033.86	454.12
所有者权益（亿元）	129.56	180.74	198.33	239.60
营业收入（亿元）	117.57	71.46	398.33	204.68
利润总额（亿元）	2.34	1.30	11.14	8.49
经营活动现金流净额（亿元）	8.92	-5.19	19.12	10.90
资产负债率（%）	62.42	51.85	80.82	47.24

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 4　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%

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 5-1　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 5-2 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 5-3　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