

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1875 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，维持“14辽国资MTN001” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年十月十四日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

辽宁省国有资产经营有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 辽国资产 MTN001	4 亿元	2014/07/23-2019/07/23	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 10 月 14 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
现金类资产(亿元)	5.52	5.80	14.03	8.88
资产总额(亿元)	41.64	59.38	72.52	76.44
所有者权益(亿元)	23.09	32.96	30.37	30.02
短期债务(亿元)	7.01	10.88	22.10	24.39
全部债务(亿元)	9.78	12.02	22.97	26.05
营业收入(亿元)	19.13	19.30	30.52	16.22
利润总额(亿元)	1.90	0.66	3.11	0.06
EBITDA(亿元)	2.63	1.51	4.36	--
经营性净现金流(亿元)	0.96	1.18	1.27	-2.22
营业利润率(%)	10.11	11.81	10.21	12.47
净资产收益率(%)	8.09	1.82	9.87	--
资产负债率(%)	44.54	44.50	58.12	60.72
全部债务资本化比率(%)	29.74	26.73	43.07	46.45
流动比率(%)	93.50	58.02	85.65	75.69
全部债务/EBITDA(倍)	3.72	7.94	5.27	--
经营现金流动负债比(%)	6.19	4.87	3.23	--

注: 2014 年半年报财务数据未经审计。

分析师

张强 王冰

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 辽宁省国有资产监督管理委员会(以下简称“辽宁省国资委”)将辽宁时代万恒控股集团有限公司(以下简称“时代万恒”)和辽宁万恒集团有限公司(以下简称“万恒集团”)全部股权无偿划转至辽宁省国有资产经营有限公司(以下简称“公司”), 新划入子公司并表带动公司资产和收入快速增长, 业务多元化程度提升, 同时, 辽宁省政府授权公司参与省内金融企业不良资产的批量收购、处置业务, 公司成为辽宁省内授权经营不良资产的唯一平台; 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到, 公司因划出北方华锦化学工业集团有限公司(以下简称“华锦化工”)后, 公司长期股权投资和资本公积大幅下降, 债务负担加重等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

受时代万恒和万恒集团无偿划入公司影响, 公司未来业务发展更加丰富; 同时, 考虑到辽宁省国资委对公司支持力度较大, 公司资产和收入有望持续稳定增长。

公司经营活动现金流入量对存续期债券覆盖程度较高。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 辽国资产 MTN001”AA 的信用等级。

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, 得到了政府在资产划转、股权划拨和财政补助等方面的大力支持, 辽宁省政府于 2014 年 7 月进一步明确公司为经营不良资产的唯一平台。
2. 跟踪期内, 受时代万恒和万恒集团无偿划入公司影响, 公司经营规模快速扩张, 业务多元化程度提升。

3. 公司经营活动现金流入量对存续期债券覆盖程度较高。

关注

1. 跟踪期内，受北方华锦化工集团有限责任公司股权无偿转让影响，公司长期股权投资和资本公积大幅下降。
2. 跟踪期内，公司债务水平上升，债务负担加重；同时公司短期偿债指标偏弱，短期支付压力大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与辽宁省国有资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与辽宁省国有资产经营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因辽宁省国有资产经营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由辽宁省国有资产经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“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2014年6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、国内贸易（法律、行政法规禁止经营的除外）。

截至2014年6月底，公司本部设办公室（党委工作部与办公室合署办公）、财务审计部、资产开发部、规划运营部及企业管理部5个职能部门。截至2014年6月底，公司纳入合并报表范围子公司共55家。

截至2013年底，公司资产总额为72.52¹亿元，所有者权益30.37亿元（含少数股东权益3.22亿元）。2013年公司实现营业收入30.52亿元，利润总额3.11亿元。

截至2014年6月底，公司资产总额为76.44亿元，所有者权益30.02亿元（含少数股

东权益2.78亿元）。2014年1~6月公司实现营业收入16.22亿元，利润总额0.06亿元。

公司注册地址：沈阳市皇姑区黄河南大街96-6号；法定代表人：孙宝伟。

三、重大事项

2013年9月，辽宁省国资委下发辽国资产权【2013】169号、辽国资产权【2013】171号文件，同意将辽宁省国资委持有的辽宁时代万恒控股集团有限公司（以下简称“时代万恒”）100%股权以及辽宁万恒集团有限公司（以下简称“万恒集团”）100%股权无偿划转给公司；辽宁省国资委下发辽国资产权【2013】160号文件，同意将公司持有的北方华锦化学工业集团有限公司²（以下简称“华锦化工”）40%股权无偿划转给中国兵器工业集团公司。

时代万恒以国际贸易、房地产开发为主营业务，同时经营金融投资、物业管理、宾馆酒店等其他业务。2013年底，时代万恒资产总额15.88亿元，所有者权益4.96亿元，2013年实现营业收入15.84亿元，净利润0.14亿元；2013年10-12月份实现营业收入5.56亿元，净利润-0.08亿元；2014年6月底，时代万恒资产总额16.29亿元，所有者权益4.59亿元，2014年1~6月实现营业收入4.14亿元，净利润-0.19亿元。

2013年底，万恒集团资产总额4.65亿元，所有者权益2.40亿元，2013年实现营业收入0.62亿元，净利润0.20亿元；2013年10-12月份实现营业收入0.25亿元，净利润0.03亿元；2014年6月底，万恒集团资产总额4.73亿元，所有者权益2.21亿元，2014年1~6月实现营业收入0.32亿元，净利润-0.02亿元。

华锦化工经营范围为无机化工产品、石油及石油化工产品生产销售（以上各项试生产项目筹建）；原油销售（仅限供给子公司）；压力容器制造、热力电力开发、新产品设计开发、

¹ 公司2014年7月发行“14辽国资MTN001”时采用了2010-2013年9月的模拟财务报表。本跟踪评级报告所涉及财务数据均为非模拟报表财务数据。

² 华锦化工2013年年初即已划出。

技术转让、代理进出口业务（以上各项限于子公司）、物业管理、餐饮服务、塑料制品、建安工程、普通货物运输（以上各项限分公司经营）。公司通过参股华锦化工获取投资收益。2012年底，北方华锦40%股权对应净资产为15.63亿元；2012年公司持有北方华锦获取投资收益-96.91万元。

受上述资产变动影响，公司长期股权投资下降，同时因新增合并时代万恒和万恒集团，公司新增了贸易业务和房地产业务，同时物业管理，酒店等业务规模也进一步扩张。

财务影响上，根据华普天健会计师事务所出具的《关于辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会无偿划转资产对辽宁省国有资产经营有限公司财务报表影响的说明》，时代万恒和万恒集团划入，北方华锦划出将使公司2013年9月底归属母公司的所有者权益减少6.81亿元。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投

资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。

总体看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利

于推动经济持续健康稳定发展。

五、行业及区域经济环境

公司主要承担辽宁省国资委授权范围内的国有资产经营与管理、以及股权投资及管理任务，目前公司主营业务收入主要以贸易行业为主，同时涉及电机及配件销售、物业管理、房屋租赁、展览和酒店服务等业务。

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额不良资产风险，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（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，财政部将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。我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。发行人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

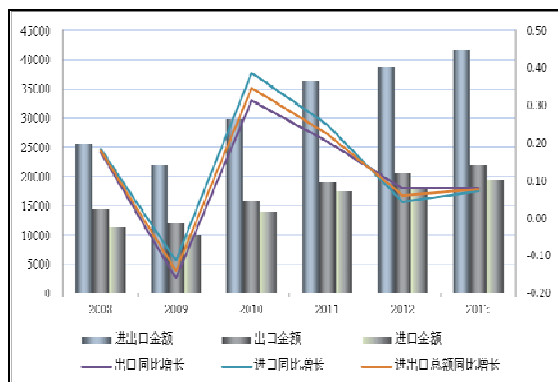
2013 年，世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象，经济增长动力逐步增强，对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下，新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形式构成一定负面因素。

中国对外贸易增速放缓趋稳

根据海关总署发布的统计数据，2012 年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。海关统计数据显示，2013 年中国进出口总值达到 4.16 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 7.6%，比 2012 年提高 1.4 个百分点，但仍较 2011 年增速有较大差距；其中出口 2.21 万亿美元，同比增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，同比增长 7.3%；贸易顺差 2597.5 亿美元，同比扩大 12.8%。总体看，自 2010 年开始，中国进出口贸易增速出现明显放缓趋势，2012 年则达到相对低位，进入 2013 年，对外贸易增速趋稳并略有回升。

图1 2008~2013年中国对外贸易进出口情况

(单位:亿美元、%)



资料来源：海关总署

2008年中国贸易顺差达到2981亿美元的峰值水平，此后逐年缩减。顺差压力一方面源自出口的改善，另一方面也反映出国内需求的疲软背景下进口增长未及预期。2013年，中国经济呈现企稳回升态势，拉动了大宗商品进口量的增加；同时，美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长，促进外贸发展的积极因素开始增多，中国贸易顺差达到2597.5亿美元，同比增长12.8%。

预期政府下一步将继续稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口，从总体上鼓励进口，控制贸易顺差规模。

贸易方式构成逐渐改变

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐渐改变，一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计，2013年一般贸易进出口总额为2.2万亿美元，同比增长9.3%，占中国进出口总值的52.8%，比上年提高0.8个百分点；加工贸易依旧增长缓慢，进出口总额为1.36万亿美元，增长1%，占比32.6%，比上年下降2.2个百分点。

相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

贸易伙伴趋于多元化，国际市场结构进一步优化

表1 2013年中国对主要贸易伙伴进出口总值

国家 (地区)	金额(亿美元)			同比(%)		
	进出口	出口	进口	进出口	出口	进口
欧盟	5590.63	3390.08	2200.55	2.10	1.10	3.70
美国	5210.02	3684.27	1525.75	7.50	4.70	14.80
东盟	4436.11	2440.70	1995.40	10.90	19.50	1.90
香港	4010.07	3847.92	162.15	17.50	19.00	-9.30
日本	3125.53	1502.75	1622.78	-5.10	-0.90	-8.70
韩国	2742.48	911.76	1830.73	7.00	4.00	8.50
台湾	1972.81	406.44	1566.37	16.70	10.50	18.50
澳大利亚	1363.77	375.60	988.18	11.50	-0.40	16.80
俄罗斯 联邦	892.13	495.95	396.18	1.10	12.60	-10.30
巴西	902.79	361.92	540.86	5.30	8.30	3.40
印度	654.71	484.43	170.28	-1.50	1.60	-9.40
南非	651.50	168.31	483.19	8.60	9.80	8.20
加拿大	544.38	292.19	252.19	6.00	3.90	8.70
新西兰	123.85	41.32	82.53	28.00	6.90	42.00
总值	41603	22100	19503	7.60	7.90	7.30

资料来源：海关总署

近年来，中国积极实施市场多元化战略，大力开拓新兴市场，国际市场布局进一步优化。海关统计数据显示，2013年，中国对俄罗斯、印度、巴西、南非等新兴市场国家和澳大利亚等国的贸易总额占进出口总额的10.7%，其中出口总额1886.21亿美元，2013年同比增长5.8%；欧美日传统市场份额下滑，进出口总额占比逐年下降，2013年为33.5%；与东盟的贸易稳步扩大，贸易额占比升至10.7%。

3. 区域经济环境

辽宁省位于中国东北地区南部，南临黄海、渤海，东与朝鲜一江之隔，与日本、韩国隔海相望，是东北地区唯一的既沿海又沿边的省份，也是东北及内蒙古自治区东部地区对外开放的门户。辽宁省是中国重要的老工业基地之一。目前，全省工业有39个大类、197个中类、500多个小类，是全国工业行业最全的省份之一。全省装备制造业和原材料工业比较发达，冶金、矿山、输变电、石化通用、金属机床等重大装

备类产品和钢铁、石油化学工业在全国占有重要位置。

根据《2013年辽宁省国民经济和社会发展统计公报》，2013年辽宁省经济实现平稳增长，全年实现地区生产总值27077.70亿元，同比增长8.7%。其中，第一产业增加值2321.6亿元，增长4.8%；第二产业增加值14269.5亿元，增长8.9%；第三产业增加值10486.6亿元，增长9.2%。三次产业增加值占地区生产总值的比重由上年的8.7:53.2:38.1变为8.6:52.7:38.7。人均地区生产总值61686元，按可比价格计算，比上年增长8.6%。

总的来看，辽宁省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，地方财政稳步增长，为公司提供良好的外部发展环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年6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。

2. 企业规模

作为辽宁省国资委国有独资企业，公司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。

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2014年6月底，公司已签订打包回购金融债权协议12份，涉及企业591家，涉及不良金融债权本息合计人民币170.25亿元。股权管理方面，公司控股全资一级子公司包括辽宁天都饭店（以下简称“天都饭店”）、辽宁电机集团有限公司（以下简称“辽宁电机”）、辽宁省展览贸易集团有限公司（以下简称“展贸集团”）、时代万

恒和万恒集团等。公司控股重点为扶持放大被认为未来有发展潜力的明星企业，控股企业也都是在资产整合中逐渐形成。在企业托管方面，公司承担改制改组任务。对于接手的企业进行重组、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。

3. 政府支持

公司作为辽宁省国资委旗下重要的国有资产管理平台，成立以来得到了辽宁省国资委在资本金注入和财政补助等方面的支持。

资产注入

2013年9月10日，辽宁省国资委作出《关于同意无偿划转辽宁时代万恒控股集团有限公司股权的批复》（辽国资产权【2013】169号）和《关于同意无偿划转辽宁万恒集团有限公司股权的批复》（辽国资产权【2013】171号），同意将辽宁省国资委将其持有的时代万恒100%的股权和万恒集团有限公司100%的股权无偿划转至公司持有。上述工商变更登记已经办妥。

财政补助

公司自身盈利能力偏弱，当地政府每年给予公司一定的财政资金补贴，以支持公司发展。2013年，公司获得政府补助245.69万元；2014年1~6月获得政府补助96.11万元。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制和管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

公司作为辽宁省国资委国有独资企业，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。

2013 年，公司实现主营业务收入 30.03 亿元，同比增长 55.59%，主要系化工制品销售、电机及配件销售、贸易、房地产等业务收入增长所致。其中，2013 年 9 月，辽宁省国资委将所持时代万恒和万恒集团 100% 股权无偿划转至公司，时代万恒以国际贸易、房地产开发为主营业务，同时经营金融投资、物业管理、宾馆酒店等其他业务；时代万恒和万恒集团划入公司后，公司国有资产经营职能进一步增强，收入规模快速增长。

收入构成方面，化工制品销售、贸易是公司主营业务收入的主要来源，2013 年分别占公司主

营业务收入的 63.12%、15.29%；电机及配件销售、展览业务、房地产、国有资产经营管理、酒店经营、物业管理和其他行业在公司主营业务收入中的占比分别为 7.58%、5.98%、3.70%、0.97%、0.90% 和 1.15%。

毛利润构成方面，展览业务、贸易是公司毛利润主要来源，2013 年分别占公司毛利润的 39.45% 和 21.6%；房地产、国有资产经营管理、电机、酒店毛利润占比分别为 10.79%、9.91%、6.48% 和 4.56%。2013 年主要受展览业务、电机及配件销售业务、化工制品销售等盈利能力下滑影响，公司主营业务毛利率有所下降。

2014 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 16.22 亿元，为 2013 年全年收入的 54.03%。毛利率为 10.67%，较 2013 年略有下降。

表 2 2011~2014 年 1-6 月公司主营业务收入和毛利构成（单位：万元、%）

	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~6 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
化工制品销售	153370.43	80.18	1.38	146108.31	75.72	1.12	189524.80	63.12	0.21	90711.21	55.92	0.62
电机及配件销售	15876.12	8.30	17.84	16185.58	8.39	21.73	22758.70	7.58	9.49	12086.63	7.45	11.87
展览	11979.14	6.26	79.78	15473.05	8.02	78.97	17949.58	5.98	73.19	7430.00	4.58	70.00
国有资产经营管理	3636.39	1.90	70.95	5696.70	2.95	64.14	3937.79	1.31	83.85	2483.00	1.53	71.70
酒店经营	3118.50	1.63	54.26	3217.75	1.67	55.14	2903.55	0.97	52.33	993.39	0.61	27.97
物业管理	573.94	0.30	74.40	676.55	0.35	74.40	2699.82	0.90	29.91	1635.00	1.01	28.75
贸易	--	--	--	--	--	--	45917.95	15.29	15.71	38305.06	23.61	12.10
房地产	--	--	--	--	--	--	11107.09	3.70	32.36	6610.00	4.07	36.52
其他业务	2729.98	1.43	35.59	5613.40	2.91	11.85	3453.27	1.15	33.73	1973.00	1.22	27.79
合 计	191284.50	100.00	10.59	192971.34	100.00	12.42	300252.55	100.00	11.09	162227.29	100.00	10.67

资料来源：公司审计报告

注：本表中 2014 年 1~6 月数据未经审计。

1. 国有资产经营管理

公司作为辽宁省企业债权回购和债权处置的运作主体³，代表辽宁省政府对信达、华融、长城和东方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，通过统一谈判，降低回购成本，提高企业增资减债能力。

截至 2014 年 6 月底，公司已签订打包回购金融债权协议 12 份，涉及企业 579 家，涉及不良金融债权本息合计人民币 170.25 亿元。其中长城债权包（包含 5 个债权包）是公司组织回购的最大债权包，该债权包余额计入其他流动资产科目，截至 2014 年 6 月底余额为 2.22 亿元。

³ 2014 年 7 月，辽宁省人民政府下发了《辽宁省人民政府关于授权辽宁省国有资产经营有限公司开展金融不良资产批量收购处置业务的批复》（辽政【2014】90 号），授权公司参与省内金融企业不良资产的批量收购、处置业务，成为辽宁省内授权经营不良资产的唯一平台。

2013 年，公司国有资产经营管理（债权包处理）业务实现收入 0.39 亿元，同比下降 30.88%；2013 年该业务毛利率为 83.85%，公司现有债权包购买时间较早，经过整理后，不良债权中涉及的土地和优质企业股权等经过这几年的增值，价值大幅增长，公司对该部分优质资产的处置导致该业务毛利率很高。

2014 年 1~6 月公司国有资产经营管理实现收入 0.25 亿元，占 2013 年全年的 63.06%；毛利率为 71.70%，依然维持在较高水平。

2. 化工制品销售

公司化工制品贸易经营实体是辽宁省化工贸易有限公司（以下简称“辽宁化贸”）。

辽宁化贸成立于 1997 年，公司持有辽宁化贸 20.00% 股权，辽宁省化工贸易有限公司工会委员会（以下简称“工会委员会”）持有 80.00% 股权，根据工会委员会授权委托书的有关规定，授权公司代其持有 80.00% 股权对应的表决权，公司对其享有控制权。

公司主要经营化学制品的批发零售业务，主要经营品种包括高压聚乙烯、低压聚乙烯、聚丙烯、橡胶等化学制品。公司化工制品贸易的基本经营模式为从大型石化企业购买化工产品，然后主要在全国范围内予以销售，通过赚取差价来获取利润。

2013 年，公司化工制品销售实现收入 18.95 亿元，同比增长 29.72%。公司化工制品销售业务上游企业垄断地位强，且公司对下游价格控制能力较弱，导致该业务盈利能力很弱；2013 年，受行业行业低迷影响，化工制品销售业务毛利率进一步下滑至 0.21%。

2014 年 1~6 月公司化工制品销售实现收入 9.07 亿元，占 2013 年全年的 47.86%；毛利率为 0.62%，较 2013 年略有回升，但依然处于较低水平。

3. 展览业务

公司展览业务的经营主体为控股子公司展贸集团。公司展览业务收入主要是依托于辽宁

省工业展览馆形成的会展收入、以及服装商城、朵朵童等资产出租收入。上述三种收入都是以辽宁省工业展览馆为资产依托形成的带有租金性质的收入。

辽宁工业展览馆位于东北最大城市--沈阳市的中心，地处商业、文化中心。辽宁工业展览馆始建于 1960 年，展览馆大楼为一、二、三层混合建筑。室内可用于展览的面积 12000 平方米，可搭建国际标准展位 600 个，每个展位 1500 元，为企业开展产品促销和宣传活动提供方便。同时也适合举办与展会相配套的各种大型展示活动。为了方便同展览会相配套的会议论坛等相关活动，展厅内部还设有贵宾接待室、会议室和多功能报告厅。辽宁工业展览馆每年承接国内外展览和经贸活动近 60 个，涉及建材、汽车、五金、电力、印刷、医疗、商业、家具、公共安全、广告、食品、服装、人才等多个领域。辽宁工业展览馆成为辽沈唯一一家集展览场馆经营、展览项目组织策划、展示设计工程搭建为一体的综合性展览企业，占沈阳展览市场份额的 60% 以上。多年来，辽宁工业展览馆以其无可比拟的区位优势，成为了辽宁省和沈阳市开展经济技术交流和经贸活动的重要窗口。

辽宁工业展览馆除了展会出租外，还在展览馆内专门开辟两个区域用于常年租赁的客户，在这两个区域上逐步形成了时装城和专注于童装的朵朵童。

2013 年，公司展览业务收入为 1.79 亿元，同比增长 16.01%，毛利率为 73.19%；2014 年 1~6 月，展览业务收入为 0.74 亿元，占 2013 年全年的 41.39%，毛利率为 70.00%。

4. 贸易业务

公司贸易业务主要由子公司时代万恒开展，主要涉及进出口贸易及部分国内贸易。

时代万恒控股的辽宁时代万恒股份有限公司（以下简称“时代股份”），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、房地产开发及销售、面料印染等，是时代万恒的核心企业，也是全国服装出口百强企业。

进口贸易方面，时代万恒进口产品为服装面辅料和化工产品，且以服装面辅料为主，进口区域主要为欧洲和日韩地区。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。国内贸易方面，内贸产品为服装面辅料和化工产品，且主要以服装面辅料为主。

2013 年公司贸易业务收入为 4.59 亿元，毛利率为 15.71%；2014 年 1~6 月，贸易业务收入为 3.83 亿元，占 2013 年全年的 83.42%，毛利率为 12.10%。2014 年外贸服装市场需求有所恢复，公司贸易收入有所增长，但受竞争激烈影响，该业务毛利率较 2013 年有所下降。

5. 房地产业务

公司房地产业务主要由子公司时代万恒负责运营，主要从事房地产业务的二级子公司包括沈阳万恒鸿基房地产开发有限公司、沈阳万恒隆屹房地产开发有限公司、沈阳煜盛时代房地产开发有限公司、大连莱茵海岸度假村有限公司等。2013 年公司房地产业务确认收入 1.11 亿元，毛利率为 32.36%；2014 年 1~6 月房地产业务收入 0.66 亿元，毛利率为 36.52%。截至 2014 年 6 月底，公司没有土地储备，目前公司尚未开发完毕的房地产项目主要有大连莱茵海岸 A3#、4#，大连莱茵海岸 A 地块 H1#~H12#、H15#~H46#，大连莱茵海岸 A 地块 D3#、D4# 建筑、G2-A 车库等三个项目，上述三个项目建设面积合计 11.72 万平方米。

6. 电机及配件

公司电机及配件销售业务由下属子公司辽宁电机集团有限公司负责运营。主要的参与企业包括辽宁电机集团的全资子公司沈阳跃鑫电机有限公司（以下简称“跃鑫电机”）和沈阳普利达机械制造有限公司（以下简称“普利达机

械”），以及持股 50%的联营公司抚顺煤矿电机制造有限责任公司（以下简称“抚顺电机”，未并表）。其中跃鑫电机生产通用电机为主，而普利达机械以电机组件及其配件为主，抚顺电机主要生产煤炭用防爆电机。跃鑫电机为新建企业，预计 2014 年 11 月试生产。普利达机械作为辽宁省电机集团目前纳入合并报表的主干企业，主要是作为抚顺电机的配件供应商和代工商，而抚顺电机是公司投资收益的重要来源。

2013 年，公司电机及配件销售收入为 2.28 亿元，同比增长 40.61%；毛利率为 9.49%。

2014 年 1~6 月，公司电机及配件销售收入 1.21 亿元，占 2013 年全年的 53.07%；毛利率为 11.87%，较 2013 年有所回升。

7. 酒店业务

公司酒店业务的经营主体为子公司辽宁天都饭店（以下简称“天都饭店”）。天都饭店是一家集客房、餐饮、娱乐为一体的国家四星级饭店，饭店总建筑面积为 12900 平方米。自 1997 年以来，天都饭店连续多年被省、市旅游局授予优秀和最佳星级饭店称号，曾于 2003 年被中国饭店协会授予 4A 级绿色饭店称号。饭店现为辽宁省旅游协会、辽宁省饭店协会和沈阳市旅游饭店协会会员。

2013 年，公司酒店经营收入为 0.29 亿元，同比下降 30.88%，毛利率为 52.33%。2014 年 1~6 月，公司酒店经营收入为 0.10 亿元，占 2013 年全年 34.21%，毛利率为 27.97%。

总体看，跟踪期内，公司各项业务平稳发展，随着时代万恒和万恒集团划入，公司业务多元化程度进一步提升。公司新增贸易业务将成为公司收入增长的重要推力，同时房地产等业务划入也有助于公司盈利能力的提升。

8. 未来发展

截至 2014 年 6 月底，公司主要在建项目包括地铁商场工程、辽展饭店重建工程、200 万千瓦高压大功率电动机项目等，总投资 6.00 亿

元，截至 2014 年 6 月底已完成投资 2.48 亿元，未来还需要投资 2.23 亿元。

其中地铁商场工程预期目标为开发利用展览馆南面广场的地下空间，建设一个规模在 22000 平方米，营业面积在 11000 平方米的地下展览配套设施，形成新的区域酒店、商业、宾馆于一体的建筑集合体。

200 万千瓦高压大功率电动机项目为公司子公司辽宁电机集团有限公司投产沈阳跃鑫电

机有限公司年产 200 万 KW 高危场所用防爆电动机生产建设项目。

辽展饭店重建项目系与辽宁工业展览馆广场（地铁商城）项目相配套。辽展饭店重建主要定位为中档酒店业。计划投资重建后，辽展饭店地下 2 层为停车场，地下 1 层至地上 6 层为大型商场，拟引进商业主力店，7-24 层为中高档宾馆。

表 3 截止 2014 年 6 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目	计划投资	截至 2014 年 6 月底 累计投资	2014 年 6-12 月计划投资	2015 年计划投资
200 万千瓦高压大功率电动机项目	28000	10438.62	13322.54	--
地铁商城工程	536.37	750	--	--
辽展饭店重建工程	31500	13569	4000	5000
合计	60036.37	24757.62	17322.54	5000

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2011~2013 年财务报表已由华普天健会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2014 年半年报财务数据未经审计。

合并范围上，2013 年公司合并范围子公司较 2012 年增加 5 家，分别为沈阳金冠物业管理有限责任公司、辽宁物产集团煤业经营有限公司、时代万恒、万恒集团和新设立的丹东时代万恒国际经贸有限公司。

截至 2013 年底，公司资产总额为 72.52 亿元，所有者权益 30.37 亿元（含少数股东权益 3.22 亿元）。2013 年公司实现营业收入 30.52 亿元，利润总额 3.11 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额为 76.44 亿元，所有者权益 30.02 亿元（含少数股东权益 2.78 亿元）。2014 年 1~6 月公司实现营业收入 16.22 亿元，利润总额 0.06 亿元。

1. 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 30.52 亿元，同比增长 58.15%，主要系化工制品销售、电机及配件销售、贸易、房地产等业务收入增长所致。同期营业成本为 27.09 亿元，同比增长 60.32%。收入增速慢于成本增速，公司营业利润率由 2012 年 11.81% 下降至 2013 年 10.21%。

2013 年公司期间费用为 3.39 亿元，同比增长 54.57%。期间费用中销售费用、管理费用、财务费用占比分别为 14.76%、65.85% 和 19.39%。2013 年期间费用占营业收入比重为 11.12%，占比较 2012 年保持稳定。

2013 年公司投资收益为 3.37 亿元，同比增长 493.34%，2013 年投资收益主要系其他投资收益增长所致。其他投资收益为华锦化工等公司对公司的优先分配利润等业务形成的收益。

表 4 2013 年投资收益构成（单位：万元）

项目	2013 年
成本法核算的长期股权投资收益	79.07
权益法核算的长期股权投资收益	4374.30

处置长期股权投资产生的投资收益	221.77
其他投资收益	29012.98
合计	33688.13

资料来源：公司年报

2013 年公司营业利润为 3.04 亿元，同比增长 432.47%，主要系投资收益增长所致。2013 年公司利润总额为 3.11 亿元，同比增长 374.24%。

从主要盈利指标看，2013 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.85% 和 9.87%。分别较 2013 年上升 4.37 个百分点和 8.05 个百分点。

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 16.22 亿元，占 2013 年全年的 53.16%。利润总额为 0.06 亿元，占 2013 年全年的 1.85%。

总体看，跟踪期内，公司受资产变更影响，业务结构出现变化。公司过往业务盈利能力一般，但受期间费用侵蚀，整体盈利对投资收益较为倚重；2013 年随着华锦化工划出公司，公司短期实现较好投资收益，但未来随着长期股权投资减少，投资收益对盈利贡献将有所下降；同时，随着时代万恒和万恒集团划入公司，公司收入规模大幅增长，未来公司盈利将更为倚重自身经营水平。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2013 年公司经营活动现金流入量为 38.15 亿元，同比增长 47.43%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。时代万恒和万恒集团 9 月划入，公司在编制年度报表时合并了上述公司 10~12 月的利润表和现金流量表。2013 年公司现金收入比为 108.03%，较 2012 年有所下降，时代万恒贸易业务形成应收账款相对较多，导致公司现金收入比下降。2013 年公司经营活动现金流出量为 36.87 亿元，同比增长 49.33%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2013 年公司经营活动现金流净额为 1.27 亿元，同比增长

7.70%。

投资活动现金流方面，2013 年投资活动现金流入量为 8.01 亿元，同比增长 1003.38%，主要系取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金增长所致。其中取得投资收益收到的现金为 5.17 亿元，主要为华锦化工现金分红（2.17 亿元）和优先分配利润（2.83 亿元）形成；收到其他与投资活动有关的现金主要为并入子公司时代万恒、万恒集团等带入的现金。2013 年投资活动现金流出为 1.18 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2013 年投资活动现金流净额为 6.83 亿元。

筹资活动现金流方面，2013 年公司筹资活动现金流入量为 14.09 亿元，同比增长 119.82%，主要系新增合并子公司和银行借款增加所致。2013 年筹资活动现金流出量为 16.49 亿元，同比增长 207.51%。公司负债主要以短期负债为主，较短的负债期限导致公司筹资活动现金流入流出量规模较大。2013 年筹资活动现金流净额为 -2.40 亿元。

2014 年 1~6 月，公司经营活动现金流净额为 -2.22 亿元，主要系支付其他与经营活动有关现金增长所致。支付其他与经营活动有关现金主要为往来款；同期，公司投资活动现金流净额为 -5.43 亿元，主要系投资支付的现金增长所致。投资支付的现金为 5.00 亿元，主要系公司于 2014 年 3 月 3 日以增资扩股方式向北方化学工业集团有限公司投入 5 亿元；公司筹资活动现金流净额为 2.59 亿元。

总体看，跟踪期内，受资产变更影响，公司经营活动现金流入流出规模快速增长。同时，受债务期限较短影响，筹资活动现金流入流出规模较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 72.52 亿元，同比增长 22.13%。其中流动资产占 46.67%，非流动资产占 53.33%；流动资产占比较 2012 年

提升22.95个百分点。划入的时代万恒公司主营业务为贸易和房地产，上述业务将增加公司流动资产；同时，华锦化工划出后导致公司长期股权投资下降，主要受上述因素影响，公司流动资产占比显著提升。

截至2013年底，公司流动资产为33.84亿元，同比增长140.32%。构成上，主要以货币资金（占40.73%）、存货（占26.59%）、其他应收款（占13.69%）、应收账款（占7.27%）、其他流动资产（占6.77%）等为主。

截至2013年底，公司货币资金为13.79亿元，同比增长146.26%，主要系新增全资子公司及取得投资收益所致。构成上，主要以银行存款（占69.86%）和其他货币资金（占30.00%）为主。2013年底公司受限制的货币资金共4.14亿元，主要是承兑汇票保证金、信用保证金及贷款保证金等。

截至2013年底，公司应收账款为2.46亿元，同比增长138.61%，坏账准备计提率为13.58%。账龄上，1年以内占75.45%、5年以上占22.60%。公司买入的债权包经整理后，出售未回款的不良债权挂在应收账款科目下，受该部分不良债权形成较早影响，公司部分应收账款账龄较长，考虑到整体上公司可以在债权包上获取较好收益，该部分应收账款较难回收对公司影响较小。

截至2013年底，公司预付款项为1.39亿元，同比下降43.58%，主要系公司预付工程进度款转入在建工程所致。

截至2013年底，公司其他应收款为4.63亿元，同比增长237.13%，坏账准备计提率为9.51%。账龄上，1年以内占85.36%、5年以上占11.27%。其他应收款主要为往来款。

截至2013年底，公司存货为9.00亿元，同比增长737.52%，主要系新增子公司所致。构成上，主要以开发成本（占41.06%）、开发产品（占42.60%）和产成品（占10.68%）为主。开发成品和开发产品均为公司2013年新增科目，受新增子公司房地产业务带入影响，公司存货大幅增长。

截至2013年底，公司其他流动资产为2.29亿元，其中债权资产为2.26亿元。债权资产主要系公司从中国长城资产管理公司等处购买的债权资产（公司买入债权包后，经过整理，难以回收的计入应收账款和其他应收款，可以回收的优质资产计入其他流动资产科目）。

截至2013年底，公司非流动资产38.68亿元，同比下降14.61%，主要系长期股权投资下降所致所致。从构成看，主要以长期股权投资（占53.16%）、固定资产（占19.22%）、无形资产（占15.25%）和在建工程（占5.66%）为主。

截至2013年底，公司长期股权投资为20.56亿元，同比下降37.54%，主要系公司将持有华锦化工40%股权无偿划转给中国兵器工业集团公司所致。截至2013年底，公司长期股权投资单位主要有：东北特殊钢集团有限责任公司（持股比例22.68%）、抚顺煤矿电机制造有限责任公司（持股比例50%）。

表5 公司主要投资单位（单位：亿元）

被投资单位	核算方法	2012年底账面价值	2013年底账面价值
北方华锦化学工业集团有限公司	权益法	15.63	--
东北特殊钢集团有限责任公司	权益法	13.10	13.22
抚顺煤矿电机制造有限责任公司	权益法	4.01	4.31
合计		32.74	17.53

资料来源：公司年报

截至2014年6月底，公司资产总额76.44亿元，较2013年底增长5.40%。构成看，流动资产占42.60%，占比较2013年底下降4.07个百分点；非流动资产占57.40%。截至2014年6月底，公司长期股权投资较2013年底增长23.34%，为公司增加了对北方华锦化学工业集团有限公司的投资。

总体看，跟踪期内，公司资产快速增长。同时受资产变更影响，流动资产占比快速提升。

负债及所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 30.37 亿元（其中少数股东权益为 3.22 亿元），归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和外币报表折算差额分别占 36.83%、34.26%、1.93%、27.02%和-0.03%。

截至 2014 年 6 月底，公司所有者权益为 30.02 亿元（其中少数股东权益为 2.78 亿元），所有者权益构成较 2013 年底保持稳定。整体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2013 年底，公司负债总额为 42.15 亿元，同比增长 59.53%。从构成看，流动负债占 93.74%；非流动负债占 6.26%。公司负债以流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债为 39.51 亿元，同比增长 62.80%。构成上，主要以短期借款（占 29.42%）、应付票据（占 12.77%）、应付账款（占 11.63%）、其他应付款（占 27.16%）和一年内到期的非流动负债（占 13.74%）为主。

截至 2013 年底，公司短期借款为 11.62 亿元，同比增长 141.90%。从构成看，主要以保证借款（占 61.26%）、质押借款（占 23.43%）和抵押借款（占 15.31%）为主。抵押物主要为房产、土地使用权；质押物为银行定期存单、时代万恒持有时代股份的股票等。

截至 2013 年底，公司应付票据为 5.04 亿元，同比增长 41.64%，主要系公司新增子公司所致。应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2013 年底，公司应付账款为 4.59 亿元，同比增长 198.74%。从账龄看，1 年以内占 42.50%、1~2 年占 6.34%、2~3 年占 3.13%、3 年以上占 48.04%。应付账款综合账龄长。

截至 2013 年底，其他应付款为 10.73 亿元，同比增长 4.11%。其他应付款主要为应付东北特钢投资款项（6.61 亿元）。账龄上，1 年以内占 80.78%、1~2 年占 7.08%、2~3 年占 4.94%、3 年以上占 7.20%。

截至 2013 年底，一年内到期的非流动负债 5.43 亿元，同比增长 115.90%，主要系一年内

到期长期借款增长所致。

截至 2013 年底，公司非流动负债 2.64 亿元，同比增长 22.60%。公司非流动负债规模相对较小。

截至 2013 年底，公司全部债务为 22.97 亿元，同比增长 91.12%。从构成看，短期债务占 96.18%、长期债务占 3.82%，短期债务占比较 2012 年底提升 5.66 个百分点。2013 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 58.12%和 43.07%。

截至 2014 年 6 月底，公司负债总额为 46.42 亿元，较 2013 年底增长 10.12%。从构成看，流动负债占比 92.69%、非流动负债占比 7.31%。

截至 2014 年 6 月底，公司全部债务为 26.05 亿元，较 2013 年底上升 13.38%。2014 年 6 月底，全部债务中短期债务占比 93.62%，长期债务占比 6.38%。截至 2014 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 60.72%和 46.45%，债务负担进一步加重。

总体看，跟踪期内，公司负债快速增长，同时债务以流动负债为主。资产变更之前国有资产经营管理、展览、酒店等业务负债程度较低，随着贸易和房地产业务并入，公司负债经营程度未来或将上升。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2013年底，公司流动比率和速动比率分别为85.65%和62.87%，受流动资产快速增长影响，上述比率分别上升27.63个和9.28个百分点。2014年6月底，上述指标分别为75.69%和54.02%。2013年公司经营现金流动负债比为3.23%，较2012年有所下降。2013年底及2014年6月底，公司现金类资产分别为14.03亿元和8.88亿元，分别为同期短期债务的0.63倍和0.36倍。整体看，跟踪期内，公司短期偿债指标偏弱，短期支付压力大。

从长期偿债能力看，2013年公司EBITDA为4.36亿元，同比增长271.70%，但波动较大；公司全部债务/EBITDA倍数下降至5.27倍。整

体上，公司长期偿债能力尚可。

截至2014年6月底，公司合并口径下对外担保余额为4.50亿元，担保比率为14.99%。公司担保对象唯一对象为辽宁煤建工程集团有限公司。辽宁煤建工程集团有限公司成立于2004年7月16日，2008年12月与中煤建设集团沈阳工程有限公司合并成立现今的公司，注册资金1.31亿元。经营范围：许可经营项目为A级以下爆破作业（含A级）；一般经营项目为工业与民用建筑、市政公用工程、矿山工程、公路工程、土石方工程、水利工程、管线工程施工与技术咨询。目前辽宁煤建工程集团有限公司经营正常，公司对外担保风险一般。

截至2014年6月底，公司共获银行授信额度27.47亿元，已使用的授信额度为21.75亿元，尚未使用的额度为5.72亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。同时公司下属子公司时代万恒持有上市公司时代股份（SH.600241）55.70%股权，是辽宁时代万恒股份有限公司控股股东，公司具有一定直接融资渠道。

5. 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）》（报告编号：B201409100046776353），截至2014年9月10日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往履约债务情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，辽宁省国资委对于公司在资本金注入、财政补贴等方面的支持综合分析，跟踪期内公司整体抗风险能力较强。

九、存续债券偿还能力

公司于2014年7月发行了额度为4亿元，存续期为5年的中期票据“14辽国资MTN001”。

2013年，公司EBITDA、经营活动产生的现金流量流入量和净流量分别为4.36亿元、38.15亿元和1.27亿元，分别是该期债券本金的1.09倍、

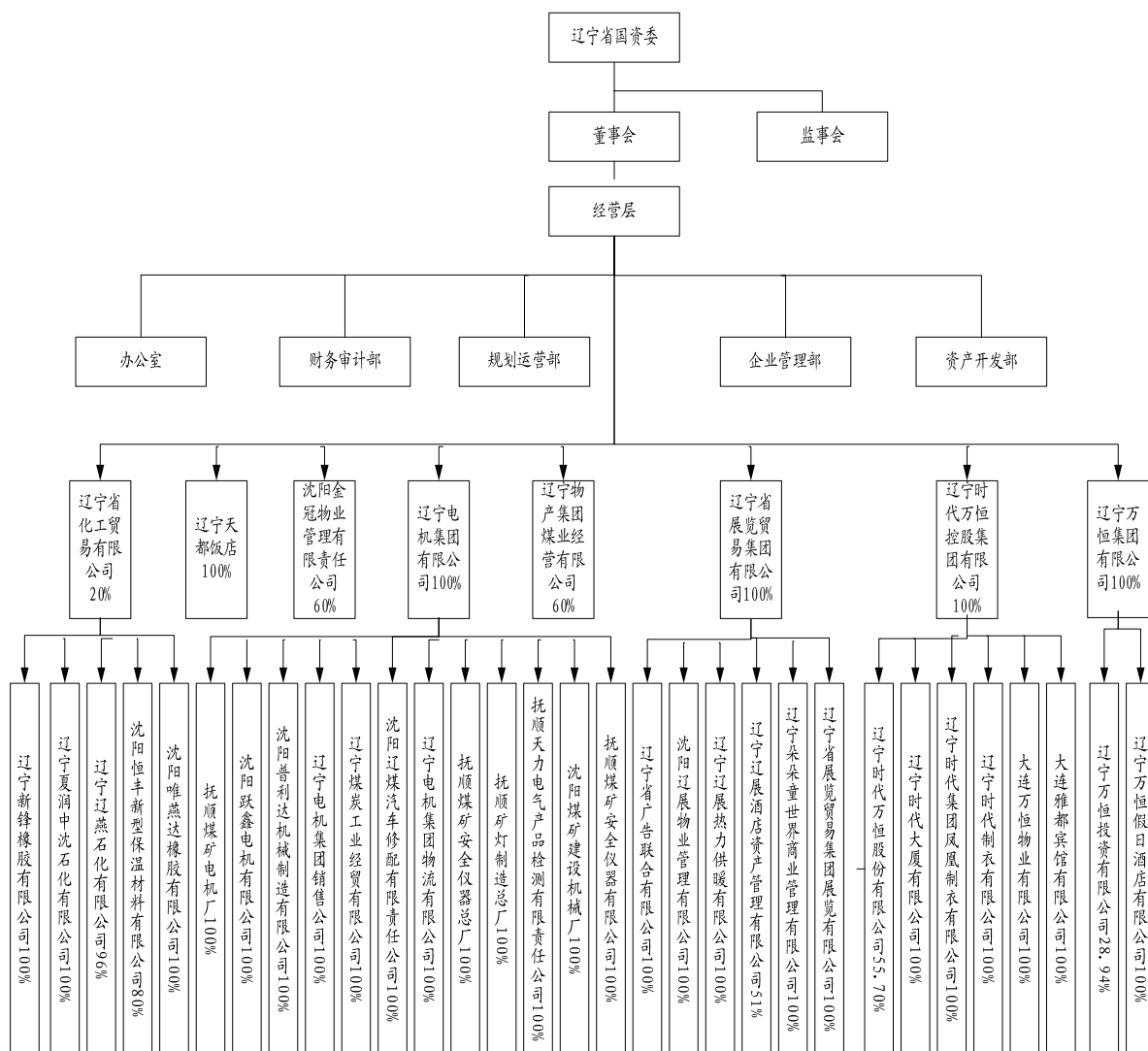
9.54倍和0.32倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券覆盖程度较高。

十、结论

综合分析，联合资信评估有限公司维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14辽国资MTN001”AA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.52	5.80	14.03	8.88
资产总额(亿元)	41.64	59.38	72.52	76.44
所有者权益(亿元)	23.09	32.96	30.37	30.02
短期债务(亿元)	7.01	10.88	22.10	24.39
长期债务(亿元)	2.77	1.14	0.88	1.66
全部债务(亿元)	9.78	12.02	22.97	26.05
营业收入(亿元)	19.13	19.30	30.52	16.22
利润总额(亿元)	1.90	0.66	3.11	0.06
EBITDA(亿元)	2.63	1.51	4.36	--
经营性净现金流(亿元)	0.96	1.18	1.27	-2.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.74	12.18	15.53	--
存货周转次数(次)	44.83	18.39	5.38	--
总资产周转次数(次)	0.92	0.38	0.46	--
现金收入比(%)	110.72	121.90	108.03	106.52
营业利润率(%)	10.11	11.81	10.21	12.47
总资本收益率(%)	7.09	2.49	6.85	--
净资产收益率(%)	8.09	1.82	9.87	--
长期债务资本化比率(%)	10.69	3.34	2.81	5.24
全部债务资本化比率(%)	29.74	26.73	43.07	46.45
资产负债率(%)	44.54	44.50	58.12	60.72
流动比率(%)	93.50	58.02	85.65	75.69
速动比率(%)	88.57	53.60	62.87	54.02
经营现金流流动负债比(%)	6.19	4.87	3.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.01	2.17	4.86	
全部债务/EBITDA(倍)	3.72	7.94	5.27	--

注：2014 年半年报财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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 / 主营业务收入×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+一年内到期的长期负债+应付票据+短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。