

跟踪评级公告

联合[2015] 2645 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将辽宁省国有资产经营有限公司的主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，并将“14辽国资MTN001”的信用等级由AA调整为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月三十一日



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中期票据跟踪评级报告

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: 2015 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
现金类资产(亿元)	9.53	14.03	11.89	44.63
资产总额(亿元)	80.81	72.52	80.13	347.59
所有者权益(亿元)	40.31	30.37	29.10	229.69
短期债务(亿元)	19.17	22.10	22.54	41.69
全部债务(亿元)	20.83	22.97	28.42	68.01
营业收入(亿元)	36.33	30.52	39.66	24.75
利润总额(亿元)	1.39	3.11	-0.49	-0.60
EBITDA(亿元)	2.45	4.45	1.72	--
经营性净现金流(亿元)	2.88	1.27	-0.89	-9.19
营业利润率(%)	15.51	10.21	11.21	13.34
净资产收益率(%)	2.55	9.86	-2.72	--
资产负债率(%)	50.11	58.12	63.68	33.92
全部债务资本化比率(%)	34.07	43.07	49.41	22.85
流动比率(%)	75.84	85.65	79.61	121.53
全部债务/EBITDA(倍)	8.51	5.16	16.53	--
经营现金流动负债比(%)	7.72	3.23	-2.07	--

注: 2015 年三季度财务数据未经审计。

分析师

叶青 霍正泽

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, 辽宁省政府授权辽宁省国有资产经营有限公司(以下简称“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, 公司得到了政府在股权划拨和财政补助等方面的大力支持; 2015 年 7 月, 辽宁省国有资产监督管理委员会(以下简称“辽宁省国资委”)将辽宁成大集团有限公司(以下简称“成大集团”)和辽宁碧海环境保护工程监理有限公司、辽宁省规划设计院有限公司、辽宁北方环境保护有限公司等 6 家环保企业全部股权无偿划转至公司, 随着子公司的划入, 公司资产及所有者权益规模大幅增长, 债务指标下降, 公司整体偿债能力和抗风险能力得到提升。

作为辽宁省内重要的国有资产运营平台, 公司持续获得辽宁省国资委的大力支持, 近年在化工制品销售、贸易、物业管理等领域取得长足发展; 随着成大集团等企业的划入, 公司的主营业务将新增商品物流、生物制药、能源开发、进出口贸易等, 届时公司的业务将更加多元化, 新增业务将成为公司收入增长的重要推力, 公司盈利能力有望大幅提升。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信将公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并将“14 辽国资产 MTN001”的信用等级由 AA 调整为 AA⁺。

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. 2015 年, 受成大集团等公司无偿划入公司

影响，公司的资产规模和所有者权益大幅提升，债务指标下降。未来公司业务多元化程度将得到提升。

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. 公司合并范围涉及化工制品销售、酒店经营、贸易等各版块，跟踪期内新增成大集团及环保企业，经营范围广泛，对公司的综合管控能力提出一定挑战。
2. 成大集团于 2015 年纳入公司合并范围，该公司能源开发板块持续亏损，受国际原油价格大幅下降并保持低位影响，页岩油项目面临经营压力。

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2015年底，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2015年9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、法务部、资产开发部和安全维稳办共8个职能部门。截至2014年底，公司纳入合并报表范围子公司共37家。

截至2014年底，公司资产总额为80.13亿元，所有者权益29.10亿元（含少数股东权益2.53亿元）。2014年公司实现营业收入39.66亿元，利润总额-0.49亿元。

截至2015年9月底，公司资产总额为347.59亿元，所有者权益229.69亿元（含少数股东权益178.64亿元）。2015年1~9月公司实现营业收入24.75亿元，利润总额-0.60亿元。

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

2015年7月13日，辽宁省国资委下发辽国资产权【2015】76号文件，同意将辽宁成大集团有限公司（以下简称“成大集团”）100%股权无偿划转给公司。

2015年7月22日，辽宁省国资委同意将国资委持有的辽宁省环境规划院有限公司100%国有股权、辽宁碧海环境保护工程监理有限公司100%国有股权、沈阳绿新苑综合服务有限公司100%国有股权、辽宁三维信息工程有限公司100%国有股权、辽宁北方环境保护有限公司100%国有股权和辽宁易派环保产业发展有限公司100%国有股权无偿划转至公司持有。

截至2015年9月底，已完成变更登记的有辽宁成大集团有限公司、辽宁省环境规划院有限公司、辽宁碧海环境工程监理有限公司、和辽宁北方环境保护有限公司。截至2015年12月底，其余3家公司全部完成工商变更登记。

成大集团的主营业务为进出口贸易、商品流通、生物制药、能源开发等。成大集团下属子公司一家，为辽宁成大股份有限公司（证券代码“600739.SH”，以下简称“成大股份”），截至2015年底成大集团持有成大股份11.11%的股权，成大集团为成大股份的第一大股东。成大股份的主营业务为国际贸易、医药连锁、商业投资、金融投资等。截至2015年底，成大股份合并范围内控股公司35家，参股公司9家。

截至2014年底，成大集团资产总额203.46亿元，所有者权益149.32亿元，2014年实现营业收入92.39亿元，利润总额10.47亿元；截至2015年9月底，成大集团资产总额251.46亿元，所有者权益195.37亿元，2015年1~9月实现营业收入65.33亿元，利润总额15.73

亿元。

辽宁北方环境保护有限公司（以下简称“北方环保”）的主营业务是环境工程总承包、水务运营管理、环保设施在线运营等。截至2014年底，北方环保资产总额为3.65亿元，所有者权益1.44亿元，2014年实现营业收入2.72亿元，利润总额310.66万元。截至2015年9月底，北方环保的资产总额为4.38亿元，所有者权益为1.27亿元，2015年1~9月实现营业收入0.77亿元，利润总额-0.07亿元。

辽宁省环境规划院有限公司和辽宁碧海环境工程监理有限公司规模较小，主营业务均为环境测评服务等。截至2015年9月底，辽宁省环境规划院有限公司资产总额为0.40亿元，所有者权益0.37亿元，2015年1~9月营业收入为0.04亿元，利润总额27.08万元。截至2015年9月底，辽宁碧海环境工程监理有限公司的资产总额为0.53亿元，所有者权益0.45亿元，2015年1~9月营业收入为0.24亿元，利润总额为-0.02亿元。

受上述资产变动影响，因新增合并成大集团和3家环保型企业，公司将新增进出口贸易业务、商品流通业务、生物制药业务、能源开发业务和环保测评等业务。未来公司规模将进一步扩大，业务范围扩张。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，

中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年底，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长

13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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，对内外贸形势构成一定负面因素。

2014 年全球经济尚未表现出迅速回暖的迹象，发达经济体的经济增长明显分化，美国经济的复苏逐渐巩固，欧洲的复苏乏力，日本已经连续两个季度是负增长。主要新兴市场国家经济增速也在进一步放缓。中国主要贸易伙伴的经济表现多不尽人意，无法支撑中国外贸进出口继续保持高速增长。

2014 年随着中国经济发展进入新常态，中国的对外贸易也进入了稳增长、调结构、提质量为特征的新常态，预计 2015 年中国外贸的总体增速将可能高于 2014 年，对外贸易发展的质量和效益也会进一步提高。

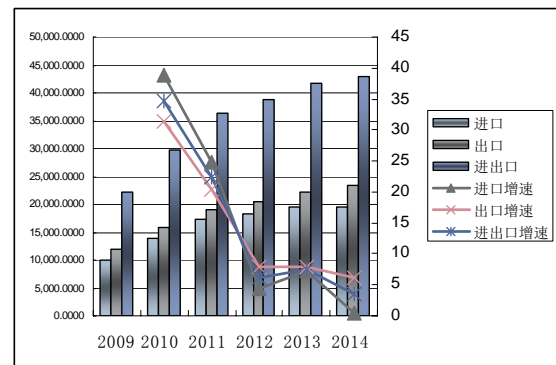
中国对外贸易增速放缓趋稳

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。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。2014 年中国进出口总值达到 4.30 万亿美元，同比增长 3.4%，比 2013 年增速下降 4.1 个百分点；其中出口 2.34 万亿美元，同比增长 6.0%；进口 1.96 万亿美元，同比增长 0.4%。

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，2011 年进一步缩减至 1549 亿美元，2012 年则大幅回升至 2311 亿美元。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，增长 12.8%。2014 年，中国贸易顺差 3824.58 亿美元，同比增长 47.24%。

图 1 2009~2014 年中国对外贸易进出口情况

(单位:亿美元、%)



资料来源: wind 资讯

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，2012 年中国一般贸易和加工贸易进出口 20098.4 和 13440.4 亿美元，同比增长 4.4% 和 3.0%，占同期外贸总值的 52.0% 和 34.8%。一般贸易项下发生逆差 338.1 亿美元，同比缩小 62.6%。加工贸易整体增长乏力，全年实现顺差 3816.1 亿美元，同比扩大 4.38%。

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。2014 年，中国一般贸易进出口 2.31 万亿美元，同比增长 5%，占同期外贸总值的 53.76%；加工贸易进出口 1.41 万亿美元，同比增长 2.80%，占同期外贸总值的 32.70%。

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 2014 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	3761	3632	129	-6.2	-5.5	-20.7
美国	706	542	164	7.9	12	-3.5
东盟	3124	1494	1630	0	-0.5	0.4
香港	2905	1003	1902	5.9	10.1	3.9
日本	1983	463	1520	0.6	13.9	-2.8
韩国	4804	2721	2083	8.3	11.5	4.4
台湾	6151	3709	2443	9.9	9.4	10.7
澳大利亚	603	157	446	-7.6	-6.7	-7.8
俄罗斯 联邦	866	349	517	-4	-2.8	-4.8
巴西	552	300	252	1.4	2.7	-0.1
印度	5551	3961	1590	6.6	7.5	4.2
南非	1369	392	978	0.3	4.3	-1.2
加拿大	142	47	95	15	14.7	15.2
新西兰	43030	23427	19603	3.4	6.1	0.4
总值	3761	3632	129	-6.2	-5.5	-20.7

资料来源：中国海关总署

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。2014年，欧盟、美国、东盟、香港和日本为中国目前五大贸易伙伴。其中，中国对欧盟、美国的双边贸易额分别为3.78万亿元、3.41万亿元，分别同比增长8.9%、5.4%；对香港、日本的双边贸易额分别为2.31万亿元、1.92万亿元，分别下降7.2%、1%。同期，中国对东盟、非洲、俄罗斯、印度等新兴市场双边贸易额分别为2.95万亿元、1.36万亿元、5851.9亿元和4335.5亿元，分别增长7.1%、4.3%、5.6%、6.8%。

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《2014年辽宁省国民经济和社会发展统计公报》，2014年辽宁省经济实现平稳增长，全年地区生产总值28626.6亿元，按可比价格计算，比上年增长5.8%。其中，按新口径核算，第一产业增加值2285.8亿元，增长2.2%；第二产业增加值14384.6亿元，增长5.2%；第三产业增加值11956.2亿元，增长7.2%。三次产业增加值占地区生产总值的比重由上年的8.1：51.3：40.6变为8.0：50.2：41.8。人均地区生产总值65201元，按可比价格计算，比上年增长5.7%。全年公共财政预算收入3190.7亿元，比上年下降4.6%。2014年公共财政预算支出5075.2亿元，比上年下降2.4%。其中，社会保障和就业支出889.3亿元，教育支出611.9亿元，农林水支出444.1亿元，医疗卫生支出272.8亿元，住房保障支出173.7亿元，科学技术支出112.6亿元，节能环保支出104.0亿元。

总的来看，辽宁省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，地方财政略有下降，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2015年9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唯一控股股东。

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2015年9月底，公司已签订打包回购金融债权协议

20份，涉及企业921家，涉及不良金融债权债务合计人民币184.03亿元。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“展览集团”）、时代万恒和万恒集团等。2015年7月辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会把成大集团和6家环保型企业的100%股权划拨给公司。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股本资产注入和财政补助等方面的支持。

资产注入

2015年7月13日，辽宁省国资委下发辽国资产权【2015】76号文件，同意将辽宁成大集团有限公司100%股权无偿划转给公司。

2015年7月22日，辽宁省国资委同意将国资委持有的辽宁省环境规划院有限公司100%国有股权、辽宁碧海环境保护工程监理有限公司100%股权、沈阳绿新苑综合服务有限公司100%国有股权、辽宁三维信息工程有限公司100%国有股权、辽宁北方环境保护有限公司100%国有股权和辽宁易派环保产业发展有限公司100%国有股权无偿划转至公司持有。

截至2015年12月底，上述公司均已完成工商变更登记。

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。2014年，公司获得政府补助1654.58万元；

2015年1~9月获得政府补助101.70万元。

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。

2014年，公司实现营业收入38.92亿元，同比增长22.84%，主要系电机及配件销售、国有资产经营管理、贸易等业务收入增长所致。

2015年7月，辽宁省国资委将所持辽宁成大集团有限公司和6家环保型企业的100%股权无偿划转至公司。公司提供的2015年三季度报中，辽宁成大集团有限公司、辽宁省环境规划院有限公司、辽宁碧海环境工程监理有限公司和辽宁北方环境保护有限公司在资产负债表中体现，在利润表和现金流量表中没有体现。

收入构成方面，化工制品销售和贸易是公司主营业务收入的主要来源，2014年分别占公司主营业务收入的47.29%、31.47%；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、物业管理和其他业务在公司主营业务收入中的占比分别为7.45%、4.36%、2.71%、3.07%、0.57%、0.69%、和2.38%。

毛利润构成方面，展览、贸易是公司毛利润主要来源，2014年分别占公司毛利润的24.57%和31.75%；其他业务、电机配件及销售、房地产、国有资产经营管理毛利润占比分别为9.41%、8.74%、7.86%和7.71%。2014年公司贸易收入的增加，毛利增加致使公司主营业务毛利率相应增加，2014年公司的主营业务毛利

率为 12.16%。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 24.75 亿元，为 2014 年全年收入的 63.60%。毛利率为 14.39%，较 2014 年有所上升。

表 2 2012~2015 年 1-9 月公司营业收入和毛利构成

(单位: 万元、%)

	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-9 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	146108.31	75.72	1.12	189524.80	63.12	0.21	184065.97	47.29	1.62	98363.23	39.74	0.99
电机及配件销售	16185.58	8.39	21.73	22758.70	7.58	9.49	29011.59	7.45	14.25	16426.26	6.64	7.43
展览	15473.05	8.02	78.97	17949.58	5.98	73.19	16965.75	4.36	68.57	15198.66	6.14	76.32
国有资产经营管理	5696.70	2.95	64.14	3937.79	1.31	83.85	11939.53	3.07	30.59	20061.33	8.11	25.32
酒店经营	3217.75	1.67	55.14	2903.55	0.97	52.33	2204.81	0.57	24.29	1506.13	0.61	33.32
物业管理	676.55	0.35	74.40	2699.82	0.90	29.91	2698.77	0.69	44.23	960.16	0.39	6.94
贸易	--	--	--	45917.95	15.29	15.71	122478.45	31.47	12.27	80128.84	32.37	14.02
房地产	--	--	--	11107.09	3.70	32.36	10565.85	2.71	35.21	10649.00	4.30	25.99
其他业务	5613.40	2.91	11.85	3453.27	1.15	33.73	9260.66	2.38	48.10	4217.00	1.70	63.19
合计	192971.34	100.00	12.42	300252.55	100.00	11.09	389191.38	100.00	12.16	247510.53	100.00	14.39

资料来源: 公司审计报告

注: 本表中 2015 年 1-9 月数据未经审计; 2015 年 1-9 月营业收入未含已合并的辽宁成大集团有限公司、辽宁省环境规划院有限公司、辽宁碧海环境工程监理有限公司和辽宁北方环境保护有限公司。

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¹, 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 2015 年 9 月底, 公司已签订打包回购金融债权协议 20 份, 涉及企业 921 家, 涉及不良金融债权本息合计人民币 184.03 亿元。其中长城债权包 (包含 3 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 2015 年 9 月底余额为 1.43 亿元。

2014 年, 公司国有资产经营管理 (债权包处理) 业务实现收入 1.19 亿元, 同比上升 205.13%; 2014 年该业务毛利率为 30.59%, 较

2013 年有所下降, 公司 2014 年的债权资产为 1.44 亿元, 较 2013 年减少 0.81 亿元, 系债权资产回收结转成本所致, 导致该部分业务毛利率下降。

2015 年 1~9 月公司国有资产经营管理实现收入 2.01 亿元, 高于 2014 年的 1.19 亿元; 毛利率为 25.32%, 较 2014 年的毛利率略有下降。

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

¹ 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。

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。

2014年，公司化工制品销售实现收入18.41亿元，同比下降2.88%。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；2014年，化工制品销售业务毛利率略有上升，为1.62%，仍处于较低水平。

2015年1~9月公司化工制品销售实现收入9.84亿元，占2014年全年的53.45%；毛利率为0.99%，较2014年略有下降。

3. 展览业务

公司展览业务的经营主体为控股子公司辽宁省展览贸易集团有限公司（以下简称“展览集团”）。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。

2014年，公司展览业务收入为1.70亿元，同比下降5.48%，毛利率为68.57%；2015年1~9月，展览业务收入为1.52亿元，占2014年全年的89.58%，毛利率为76.32%。

4. 贸易业务

公司贸易业务主要由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”）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。

2014年公司贸易业务收入为12.25亿元，毛利率为12.27%，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。2015年1~9月，贸易业务收入为8.01亿元，占2014年全年的65.42%，毛利率为14.02%。

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。2014 年公司房地产业务确认收入 1.06 亿元，毛利率为 35.21%；2015 年 1~9 月房地产业务收入 1.06 亿元，毛利率为 25.99%。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备情况有位于大连市金州新区大魏家镇前石村的建设用地土地 384197 平方米，用于万恒天籟湾项目。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。

2014 年，公司电机及配件销售收入为 2.90 亿元，同比增长 27.47%；毛利率为 14.25%。

2015 年 1~9 月，公司电机及配件销售收入 1.64 亿元，占 2014 年全年的 56.62%；毛利率为 7.43%，较 2014 年下降。

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。

2014 年，公司酒店经营收入为 0.22 亿元，同比下降 24.07%，毛利率为 24.29%。2015 年 1~9 月，公司酒店经营收入为 0.15 亿元，占 2014 年全年 68.31%，毛利率为 33.32%。

总体看，跟踪期内，公司各项业务平稳发展，公司的主营业务中化工制品销售和贸易占比较大，国有资产经营管理业务和贸易业务收入增幅较大。

8. 在建工程

截至 2015 年 9 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、机床项目和 SBL 公司厂房土石方工程等，计划投资合计 8.22 亿元，截至 2015 年 9 月底已完成投资 4.72 亿元，未来尚需投资 3.49 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。由于地铁商城项目原计划投资过大，公司实际投资额小于计划投资额，该项目已于 2015 年 9 月底前完成所有投资。

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。

机床项目为公司子公司的二级子公司抚顺矿灯制造总厂采购的一套机床设备，目前正处于调试阶段，尚未达到可使用状态。

SBL 公司厂房土石方工程为公司子公司辽宁时代万恒股份有限公司的林业项目，该项目位于非洲加蓬，现拥有加蓬 33 万余公顷的森林

特许采伐权。改扩建工程预算总金额 20145.54 万元，主要包括新建钢结构厂房、6 万方硬木生产线、4 万方旋切单板生产线、10 万方原木采伐运输设备、新增设备物资国内外运保费、员工生活区改造、工程建设其他费用、工程建设预备费、建设期贷款利息及流动资金共 10 项内容。

表 3 截至 2015 年 9 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 年底累计投资	截至 2015 年 9 月底累计投资	尚需投资
地铁商城工程	536.37	210.61	325.76	0.00
辽展饭店重建工程	31500.00	13693.92	19012.00	12488.00
200 万千瓦高压大功率电动机项目	28000.00	16737.87	18255.57	9744.43
机床项目	2056.05	1757.31	1757.31	298.74
SBL 公司厂房土石方工程	20145.54	131.70	7807.71	12337.83
合计	82238.06	32531.41	47158.35	34869.00

资料来源：公司提供

9. 未来发展

近年，作为区域内重要的国有资产运营平台，公司在化工、贸易、物业管理等领域取得长足发展。2015 年，随着辽宁成大集团及辽宁碧海环境保护工程监理有限公司等环保公司的陆续划入，公司规模及业务范围快速扩张。其中，辽宁成大集团净资产规模大，创收实力强，业务涉及生物制药、商品流通、进出口贸易等各版块，对公司形成重大影响。

成大集团成立于 1995 年 9 月，注册资本 16800 万元，是辽宁省国有资产经营有限公司的法人独资子公司。成大集团的主营业务全部集中在唯一的控股子公司成大股份，主营业务包括进出口贸易、商品流通、生物制药、能源开发和其他。其中进出口贸易、商品流通和生物制药业务的占比较大。

2012~2014 年，受内贸规模下降影响，成大集团营业收入有所下降，三年分别为 102.36 亿元、102.83 亿元和 92.39 亿元，商品流通板块在营业收入中的比重分别为 75.33%、78.86% 和 74.31%，成为收入贡献的核心板块；生物制

药板块发展规模与市场需求及每年各地区防控中心按照国家批复指标进行购采购的数量直接相关，近三年生物制药板块实现收入小幅波动，分别实现收入 9.82 亿元、8.51 亿元和 9.37 亿元。2012~2014 年，成大集团综合毛利率分别为 15.18%、13.69% 和 17.04%。2015 年 1~9 月，成大集团实现营业务收入 64.86 亿元，同比下降 29.80%，主要是商品流通收入同比下降 29.18%。盈利能力方面，除能源开发板块亏损和出口贸易略有下降外，其他版块均有不同幅度上涨。公司整体毛利率上升至 19.61%。

生物制药

生物制药板块主要由下属专门从事生物制药的辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）完成，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。2012~2014 年，生物制药板块收入有所波动，但始终是成大集团利润贡献最大的主营业务。

2012~2014 年生物制药板块实现营业收入分别是 9.82 亿元、8.51 亿元和 9.37 亿元，2015 年 1~9 月实现营业收入 7.68 亿元。2012~2014

年实现毛利率分别为 90.17%、85.70% 和 83.60%，2015 年 1~9 月实现毛利率 85.00%。

商品流通

商品流通业务在成大集团营业收入中占比最大，分为医药连锁和国内贸易两个方面。2012~2014 年，成大集团的商品流通业务实现营业收入 77.10 亿元、79.03 亿元和 68.65 亿元，三年的毛利率分别为 7.25%、8.10% 和 9.74%。2015 年 1~9 月实现收入 48.62 亿元，毛利率 10.96%。

医药连锁业务的经营主体为二级子公司成大方圆医药连锁投资有限公司（以下简称“成大方圆”）。其经营范围主要集中在辽宁省，在内蒙古，山东省和河北省均有业务。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。2012~2014 年，成大方圆销售收入分别为 22.38 亿元、26.06 亿元、25.89 亿元。

成大集团国内贸易业务主要包括钢铁、煤炭、木材、纺织品等品种。钢铁业务是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，2014 年实现钢铁产品贸易收入 31.23 亿元。公司煤炭业务是以华能、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，2014 年煤炭贸易收入 6.22 亿元。木材产品的业务为木材的进出口贸易业务及内贸业务，2014 年木材产品贸易收入 2.36 亿元。公司纺织类作为公司传统的贸易业务，公司在执行进出口纺织品贸易类业务时，出口订单合同在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，在委托国内贸易客户加工成品时，转移原材料时，作为公司销售纺织品业务进行核算，2014 年纺织品贸易收入 1.83 亿元。

进出口贸易

进出口贸易业务是成大集团的传统主营业务，主要由下属二级子公司辽宁成大贸易发展有限公司、辽宁成大钢铁贸易有限公司和辽宁成大佳园商业连锁有限公司负责经营。公司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、木材类产品等产品。

2012~2014 年成大集团实现进出口贸易收入分别是 12.53 亿元、11.42 亿元和 11.40 亿元，2015 年 1~9 月实现营业收入 7.75 亿元，2012~2014 年实现毛利率分别为 11.40%、10.54% 和 13.06%，2015 年 1~9 月实现毛利率 12.34%。

能源开发

能源开发业务主要为油页岩资源的综合利用和开发，由二级子公司吉林成大弘晟能源有限公司投资开发桦甸油页岩综合项目，及公司拥有的吉木萨尔县石长沟、木塔寺、吴家湾、白杨河等 4 个油页岩露天矿区所产产生的收入。受投资规模大及市场等因素的影响，该板块毛利率一直为负。2012~2014 年能源开发业务收入分别是 2.19 亿元、3.13 亿元和 2.22 亿元，2015 年 1~9 月实现收入 0.70 亿元。2012~2014 年毛利率分别为 -10.86%、-20.94% 和 -21.51%，2015 年 1~9 月实现毛利率 -18.40%。

油页岩资源的综合利用和开发是成大集团投资计划重点项目。受国际原油价格大幅下降并保持持续低位影响，2015 年 5 月，成大弘晟项目已停产，新疆宝明页岩油项目将面临一定经营压力。

成大集团发展规划重点集中在能源开发、生物制药以及医药连锁领域，其中，成大集团在生物疫苗和医药连锁领域拥有较高的品牌知名度和竞争实力，发展前景良好；钢材等大宗商品贸易规模增加，但成大集团积极调整贸易结构，有助于在一定程度上保持业务盈利能力；成大集团在油页岩开发领域拥有品位较高的页岩资源，专利技术申请已被国家知识产权局受理，但近年来受国际原油价格大幅下降影响，

部分项目已停产，该板块毛利持续为负。

总体看，随着成大集团等企业的划入，公司的主营业务将新增商品物流、生物制药、能源开发、进出口贸易等，届时公司的业务将更加多元化，新增业务将成为公司收入增长的重要推力，公司盈利能力有望大幅提升。

九、财务分析

公司提供的 2011~2013 年的三年连审报告和 2014 年审计报告均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 2015 年三季度报财务数据未经审计。

合并范围上，2014 年公司合并范围子公司 37 家，分别为辽宁电机集团有限公司、辽宁展览贸易集团有限责任公司、辽宁时代万恒控股集团有限公司、辽宁天都饭店、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、辽宁省化工贸易有限公司等 37 家公司。

2015 年 1~9 月，公司合并口径下并入辽宁成大集团有限公司、辽宁北方环境保护有限公司、辽宁碧海环境保护工程监理有限公司和辽宁省规环境划院有限公司。这 4 家公司在 2015 年三季度报中的资产负债表中体现，在利润表和现金流量表没有体现。随着 4 家公司的并入，对公司财务数据的可比性有根本性影响。

截至 2014 年底，公司资产总额为 80.13 亿元，所有者权益 29.10 亿元（含少数股东权益 2.53 亿元）。2014 年公司实现营业收入 39.66 亿元，利润总额-0.49 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额为 347.59 亿元，所有者权益 229.69 亿元（含少数股东权益 178.64 亿元）。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 24.75 亿元，利润总额-0.60 亿元。

1. 盈利能力

2014 年公司实现营业收入 39.66 亿元，同比增长 29.95%，系贸易收入增加所致。同期营

业成本为 34.87 亿元，同比增长 28.70%。收入增速慢于成本增速，公司营业利润率由 2013 年 10.21% 上升至 2014 年 11.21%。

2014 年公司期间费用为 5.43 亿元，同比增长 59.93%。期间费用中销售费用 1.01 亿元、管理费用 3.20 亿元、财务费用 1.22 亿元，占比分别为 18.54%、58.96% 和 22.50%。2014 年受债务上升等因素的影响，公司期间费用中，销售费用增加 0.51 亿元，管理费用增加 0.96 亿元，财务费用增加 0.56 亿元。2014 年期间费用占营业收入比重为 13.69%，较 2013 年上升 2.56 个百分点。

2014 年公司投资收益为 0.25 亿元，同比下降 92.60%，主要系其他投资收益减少 2.90 亿元所致，公司在 2013 年收到参股公司北方华锦化学工业集团有限公司红利 2.90 亿元，公司持有其股份 13.37%，2014 年公司未获得华锦集团的红利，在现金流量表体现为取得投资收益收到的现金较上年大幅减少。2014 年度处置的长期股权投资产生的投资收益系公司二级子公司万恒集团处置辽宁万恒商务大厦有限公司股权产生 9.42 万元投资收益及公司处置辽宁国润地产投资有限公司 25% 股权产生的 -0.30 万元投资收益。

表 5 2014 年投资收益构成（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
处置可供出售金融资产取得的投资收益	554.59	
权益法核算的长期股权投资收益	1931.64	4299.58
处置长期股权投资产生的投资收益	0.64	221.77
可供出售金融资产在持有期间的投资收益		79.07
其他投资收益		29012.98
合计	2486.87	33643.41

资料来源：审计报告

2014 年公司营业利润为 -0.96 亿元，同比减少 131.57%，减少了 3.04 亿元，主要系投资收

益减少及期间费用大幅上升的影响。2014 年公司利润总额为-0.49 亿元，同比减少 115.73%，减少了 3.11 亿元。

从主要盈利指标看，受利润大幅下降的影响，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.21%和-2.72%。分别较 2013 年下降 5.80 个百分点和 12.58 个百分点。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 24.75 亿元，占 2014 年全年的 62.41%。利润总额为-0.60 亿元。

总体看，跟踪期内，公司期间费用增加，利润大幅下降，公司盈利能力弱。随着成大集团及 6 家环保企业并入公司，未来公司收入规模及盈利能力有望快速提升。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014 年公司经营活动现金流入量为 39.76 亿元，同比增长 4.23%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。2014 年公司现金收入比为 91.67%，较 2013 年有所下降，下降了 16.36 个百分点。2014 年公司经营活动现金流出量为 40.66 亿元，同比增长 10.26%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2014 年公司经营活动现金流净额为-0.89 亿元，2013 年为 1.27 亿元，经营活动现金流量净额降幅大。

投资活动现金流方面，2014 年投资活动现金流入量为 0.11 亿元，同比减少 98.68%，主要系取得投资收益收到的现金减少所致。其中取得投资收益收到的现金较上年减少 5.17 亿元，2013 年取得投资收到的现金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）。2014 年投资活动现金流出为 7.89 亿元，主要为投资支付的现金 5.00 亿元（投资 5.00 亿元入股北方华锦集团，持股比例 13.44%）和购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.82 亿元。2014 年投资活动现金流净额为-7.79 亿元，2013 年为 6.83 亿元，投资活动现金流量净额降幅大。

筹资活动现金流方面，2014 年公司筹资活

动现金流入量为 29.68 亿元，同比增长 110.69%，主要系取得借款收到的现金增加所致。2014 年筹资活动现金流出量为 24.04 亿元，同比增长 45.84%。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。2014 年筹资活动现金流净额为 5.63 亿元。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流净额为-9.19 亿元，主要系购买银行金融不良债权的增长所致；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 17.46 亿元，主要系取得子公司等支付的现金净额大幅减少所致；公司筹资活动现金流净额为 6.10 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流为净流出；公司收现质量有所下降；受对华锦集团 5.00 亿元投资入股的影响，公司的投资活动现金流为净流出；筹资活动现金流入流出规模较大，筹资活动现金流为净流入。考虑到公司经营活动及投资活动净现金流均为负，且未来仍有投资计划，公司存在融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额为80.13亿元，同比增长10.48%。其中流动资产占42.88%，非流动资产占57.12%；公司资产已非流动资产为主。

截至2014年底，公司流动资产为34.36亿元，同比增长1.52%。货币资金构成上，主要以货币资金（占34.11%）、存货（占28.29%）、其他应收款（占14.30%）、应收账款（占14.23%）、其他流动资产（占4.32%）等为主。

截至2014年底，公司货币资金为11.72亿元，同比减少15.00%，主要系银行存款减少所致。构成上，主要以银行存款（占71.58%）和其他货币资金（占28.18%）为主。2014年底公司受限制的货币资金共5.46亿元，主要是承兑汇票保证金、信用保证金及贷款保证金等。

截至2014年底，公司应收账款为4.89亿元，同比增长98.76%，坏账准备计提率为6.26%。账龄上，1年以内占79.94%、5年以上占9.97%。应收账款账龄短。应收账款中余额前五名分别是东豫投资控股（上海）有限公司，上海增石资产有限公司，宁夏卓燃机电设备有限公司，White house black market和沈阳恒信国有资产经营有限公司。

表6 余额前五名的应收账款情况（单位：万元）

单位名称	年末余额	账龄	占应收账款总额比例（%）	坏账准备年末余额
东豫投资控股（上海）有限公司	16898.00	1年以内	32.39	
上海增石资产有限公司	3693.00	1年以内	7.08	
宁夏卓燃机电设备有限公司	3202.60	1年以内	6.14	17.28
White house black market	2280.32	1年以内	4.37	
沈阳恒信国有资产经营有限公司	2036.84	4~5年	3.90	611.05
合计	28110.75		53.88	628.33

资料来源：公司年报

截至2014年底，公司预付款项为1.33亿元，同比下降4.38%。截至2014年底，公司其他应收款为4.91亿元，同比增长6.04%，坏账准备计提率为12.52%。账龄上，1年以内占40.87%、1到2年占46.00%，2到3年占1.24%，3到4年占1.57%，4到5年占3.97%，5年以上占6.35%。公司的其他应收款账龄短。其他应收款主要为往来款。余额前五名其他应收款情况见下表。

表7 余额前五名的其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	年末余额	账龄	占应收账款年末余额	坏账准备年末余额
------	------	----	-----------	----------

			额合计数比例（%）	
辽宁宝立房产开发	9694.50	1-2年	17.26	484.73
辽宁晟龙商贸有限公司	9300.00	1-2年	16.56	465.00
辽宁纵横房产物业公司	4500.00	1-2年	8.01	225.00
辽宁利盟国有资产经营有限公司	3000.00	1年以内	5.34	
辽宁省商业集团有限公司	2799.42	5年以内	4.99	725.45
合计	29293.92		52.16	1900.18

资料来源：公司年报

截至2014年底，公司存货为9.72亿元，同比增长8.01%，较上年增加0.72亿元。构成上，主要以开发成本4.30亿元（占44.24%）、开发产品3.94亿元（占40.53%）和产成品0.88亿元（占9.05%）为主。公司年末除对上述存货计提存货跌价准备外，其他各项存货均不存在减值准备，故未计提存货跌价准备。

截至2014年底，公司其他流动资产为1.48亿元，较上年下降35.23%，其中债权资产为1.44亿元，预缴税金0.04亿元，取暖费24.63万元。公司的债权资产主要系公司从中国长城资产管理公司沈阳办事处等购买的债权资产。公司其他流动资产余额较上年减少0.81亿元，减幅35.23%，系债权资产收回结转成本所致。

截至2014年底，公司非流动资产45.77亿元，同比上升18.32%，主要系可供出售的金融资产增加所致所致。从构成看，主要以长期股权投资（占41.43%）、固定资产（占15.37%）、无形资产（占15.53%）、可供出售的金融资产（占14.69%）和在建工程（占7.20%）为主。

截至2014年底，公司长期股权投资为18.96亿元，同比下降7.78%，较上年减少了1.60亿元。截至2014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8 公司主要投资单位(单位:亿元)

被投资单位	核算方法	2013年底账面价值	2014年底账面价值
东北特殊钢集团有限责任公司	权益法	13.22	13.41
抚顺煤矿电机制造有限责任公司	权益法	4.31	4.28
合计		17.53	18.69

资料来源:公司年报

截至2014年底,公司固定资产为7.03亿元,较2013年下降0.40亿元。公司的固定资产的构成为房屋及建筑物5.63亿元,机械设备及用具0.46亿元,运输设备0.23亿元,电子设备及其他0.70亿元。2014年公司的固定资产折旧计提额为0.58亿元,2014年其他增加额为增加子公司而相应并入的累计折旧额。公司的固定资产中受限资产2.36亿元,系子公司化工贸易的抵押贷款、子公司万恒股份的抵押贷款、二级子公司时代大厦的抵押贷款和子公司展览公司的抵押贷款。

截至2014年底,公司的无形资产7.11亿元,较2013年增加1.21亿元。公司的无形资产构成为土地使用权5.86亿元,软件0.04亿元,特许经营权0.40亿元和其他0.81亿元,合计7.11亿元。截至2014年底公司的无形资产中,账面价值0.19亿元的土地使用权尚未办理过户手续;特许经营权系公司之三级子公司大连万恒出租汽车有限公司取得的大连市出租汽车运营号牌使用权;其他项目系公司四级子公司融诚林业股份有限公司于本年收购的SBL-TRB公司所持有的境外土地所有权及林业采伐权。无形资产中的受限资产为3.59亿元,系子公司展览公司的抵押贷款、公司的二级子公司时代大厦以土地使用权做的担保、公司二级子公司跃鑫电机的抵押贷款。

截至2014年底,公司可供出售的金融资产为6.72亿元,公司的可供出售的金融资产为可

供出售的权益工具。公司权益投资的单位主要有:中国有色(沈阳)冶金机械有限公司、北方华锦化学工业集团有限公司、百年人寿保险股份有限公司等。

截至2014年底,公司在建工程3.30亿元,其中重要的在建工程为地铁商城工程,辽展饭店重建工程,200万千瓦高压大功率电动机项目,机床项目和SBL公司土石方工程,上述项目明细在前文经营分析的未来发展中提及。

截至2014年底公司所有权或使用权受限制的资产合计17.22亿元,占2014年公司资产总额的21.49%,占比较大。受限资产中货币资金5.46亿元,存货-开发产品1.91亿元,可供出售的金融资产1.00亿元,投资性房地产1.22亿元,固定资产2.36亿元,在建工程1.67亿元,无形资产3.58亿元。均为子公司的抵押贷款或用资产做的担保款。

表9 所有权或使用权受限制的资产(单位:万元)

项目	年末账面价值
货币资金	54645.07
存货-开发产品	19099.47
可供出售的金融资产	10000.00
投资性房地产	12242.82
固定资产	23599.60
在建工程	16737.87
无形资产	35845.46
合计	172170.29

资料来源:公司年报

截至2015年9月底,公司资产总额347.59亿元,较2014年底增长333.79%。主要系辽宁成大集团等四家公司的并入。构成看,流动资产102.55亿元,占29.50%,占比较2014年底下降13.38个百分点;非流动资产占70.50%。

总体看,跟踪期内,公司资产快速增长,公司的资产中非流动资产占比大,随着辽宁成大等6家公司的并入公司的资产规模进一步扩大。

负债及所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 29.10 亿元（其中少数股东权益为 2.53 亿元），归属于母公司所有者权益中实收资本 10.00 亿元、资本公积 9.26 亿元、盈余公积 0.53 亿元、未分配利润 6.84 亿元、其他综合收益-0.06 亿元，少数股东权益 2.53 亿元，分别占 34.36%、31.80%、1.84%、23.51%、-0.02% 和 8.71%。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益为 229.69 亿元（其中少数股东权益为 178.64 亿元），所有者权益构成为属于母公司所有者权益中实收资本 10.00 亿元、资本公积 34.11 亿元、盈余公积 0.53 亿元、未分配利润 6.57 亿元、其他综合收益-0.16 亿元，少数股东权益 178.64 亿元，其中资本公积和少数股东权益较 2014 年底增幅大，分别增加了 24.85 亿元和 176.11 亿元。整体看，跟踪期内，受成大集团等公司划入公司的影响，所有者权益中资本公积和少数股东权益大幅变动，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2014 年底，公司负债总额为 51.02 亿元，同比增长 21.04%。从构成看，流动负债占 84.58%；非流动负债占 15.42%。公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债为 43.16 亿元，同比增长 9.22%。构成上，主要以短期借款（占 34.12%）、应付票据（占 8.53%）、应付账款（占 15.41%）、其他应付款（占 25.86%）和一年内到期的非流动负债（占 9.57%）为主。

截至 2014 年底，公司短期借款为 14.72 亿元，同比增长 26.68%。从构成看，主要以保证借款 8.38 亿元（占 56.88%）、质押借款 3.66 亿元（占 24.85%）和抵押借款 2.53 亿元（占 17.15%）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、时代万恒持有百年人寿保险股份有限公司股权等。

截至 2014 年底，公司应付票据为 3.68 亿元，由银行承兑汇票 3.65 亿元和商业承兑汇票 0.03 亿元构成。2014 年应付票据同比减少

26.99%，主要系公司银行承兑汇票减少 1.39 亿元，为票据到期支付所致。

截至 2014 年底，公司应付账款为 6.65 亿元，同比增长 44.81%。从账龄看，1 年以内占 66.83%、1~2 年占 3.21%、2~3 年占 3.81%、3 年以上占 26.15%。应付账款综合账龄短。公司余额前五名应付账款见下表。

表 10 公司主要投资单位（单位：万元、%）

单位名称	年末余额	占应付账款年末余额合计数的比例
双钱集团上海供销有限公司	20164.00	30.31
中国长城资产管理公司沈阳办事处	4416.17	6.64
上海龙橡国际贸易有限公司	3690.00	5.55
上海申茂电磁线有限公司	1399.21	2.10
抚顺煤矿电机制造有限责任公司	1284.58	1.93
合计	30953.96	46.53

资料来源：公司年报

截至 2014 年底，其他应付款为 11.16 亿元，同比增长 3.96%。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 8.83%、1~2 年占 77.74%、2~3 年占 3.25%、3 年以上占 10.19%。账龄较短。

截至 2014 年底，一年内到期的非流动负债 4.13 亿元，同比减少 23.94%，主要系一年内到期长期借款增长所致。

截至 2014 年底，公司非流动负债 7.87 亿元，同比增长 197.98%。

截至 2014 年底公司的长期借款为 1.25 亿元，较上年增长 42.59%，公司的长期借款构成为抵押借款 1.19 亿元和信用借款 0.06 亿元。公司的应付债券为 4.63 亿元，为应付“14 辽国资 MTN001” 4.00 亿元和优先股及有随售权普通股本金及利息 0.64 亿元。公司的专项应付款 0.43 亿元，为搬迁补偿款 0.19 亿元和防爆电动机建设项目扶持资金 0.24 亿元。公司的递延收益为 0.89 亿元，为政府补助 0.89 亿元和挂网费 14.40 万元。

截至 2014 年底，公司全部债务为 28.42 亿元，同比增长 23.72%。从构成看，短期债务占 79.29%、长期债务占 20.71%，短期债务占比较 2013 年底下降 16.89 个百分点。2014 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.68% 和 49.41%。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额为 117.90 亿元，较 2014 年底增长 131.07%。从构成看，流动负债占比 71.57%、非流动负债占比 28.43%。

截至 2015 年 9 月底，公司全部债务为 68.01 亿元，较 2014 年底上升 139.29%，系合并公司所致。2015 年 9 月底，全部债务中短期债务占比 61.30%，长期债务占比 38.70%。截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 33.92% 和 22.85%，债务负担有所减轻。

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。有息债务方面，公司短期债务占比大，债务结构一般。随着成大集团等 6 家子公司的并入，公司负债情况有所改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 79.61% 和 57.09%，上述比率较 2013 年分别下降 6.04 个和 5.79 个百分点。2015 年 9 月底，上述指标分别为 121.53% 和 109.09%。2014 年公司经营现金流流动负债比为 -2.07%，较 2013 年下降。2014 年底及 2015 年 9 月底，公司现金类资产分别为 11.89 亿元和 44.63 亿元，分别为同期短期债务的 0.53 倍和 1.07 倍。整体看，跟踪期内，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2014 年公司 EBITDA 为 1.72 亿元，同比减少 61.36%；公司全部债务/EBITDA 倍数上升至 16.53 倍。考虑到政府对公司的支持以及随着成大集团等企业的陆续划入，公司偿债能力将得到大幅提升。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 9 月底，公司合并口径下对外担保余额为 3.68 亿元，担保比率为 1.60%。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服务。公司对外担保风险一般。

截至 2015 年 9 月底，公司获得各家银行授信额度为人民币 75.23 亿元，使用 50.68 亿元，尚未使用额度 24.55 亿元。

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：G10210105108096710），截至 2015 年 12 月 28 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产注入、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”。截至 2014 年底，已使用的募集资金 4 亿元，其中 2 亿元用于偿还金融机构贷款，2 亿元用于补充公司流动资金。

2014 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净流量分别为 1.72 亿元、39.76 亿元和 -0.89 亿元，分别是该期债券本金的 0.43 倍、9.94 倍和 -0.22 倍。

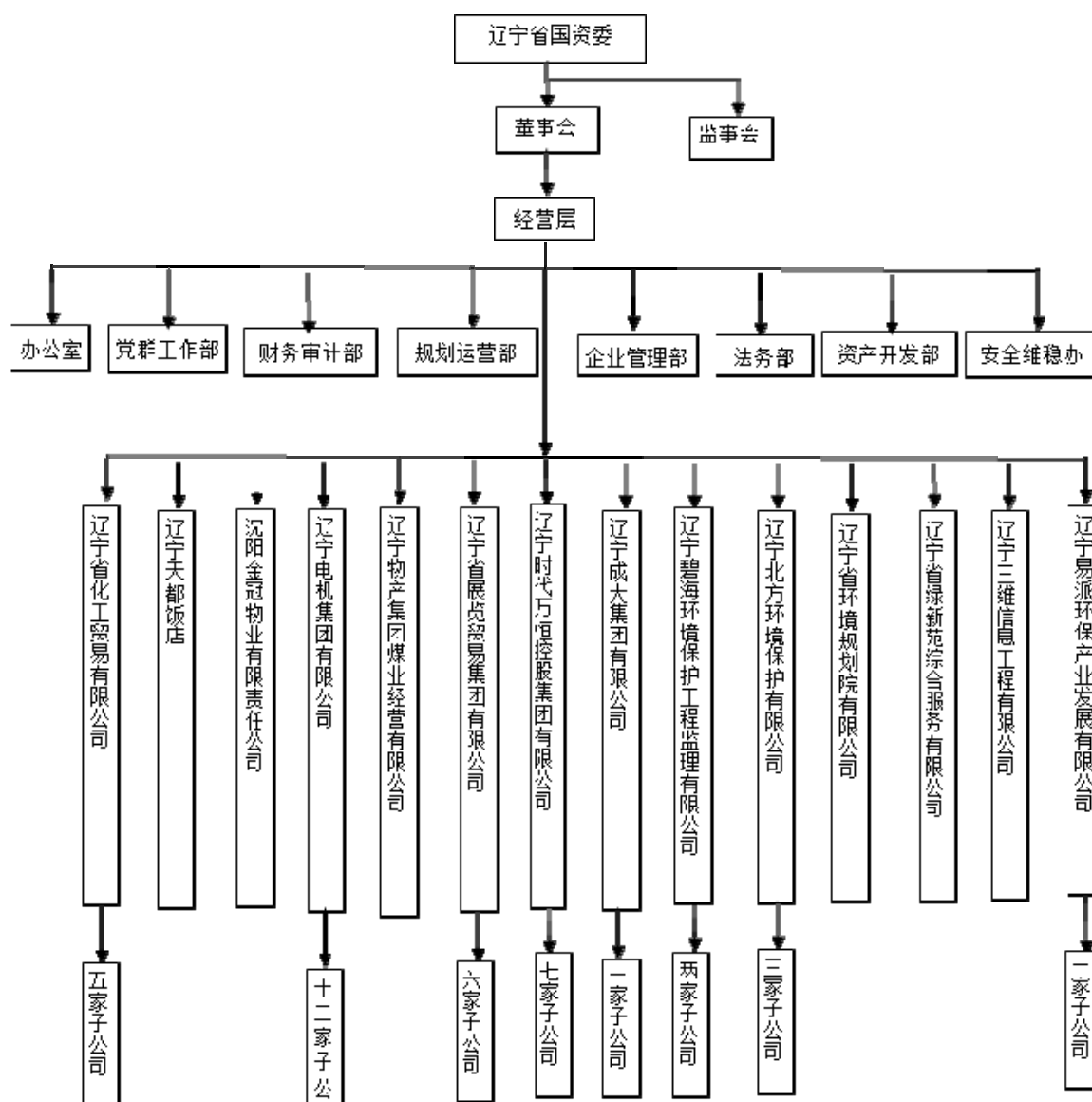
总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券覆盖程度较高。

十、结论

综合分析，联合资信将公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺，评级展望为稳定，并将“14 辽国资 MTN001”的信用等级由 AA 调整为 AA⁺。

。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.53	14.03	11.89	44.63
资产总额(亿元)	80.81	72.52	80.13	347.59
所有者权益(亿元)	40.31	30.37	29.10	229.69
短期债务(亿元)	19.17	22.10	22.54	41.69
长期债务(亿元)	1.66	0.88	5.89	26.32
全部债务(亿元)	20.83	22.97	28.42	68.10
营业收入(亿元)	36.33	30.52	39.66	24.75
利润总额(亿元)	1.39	3.11	-0.49	-0.60
EBITDA(亿元)	2.45	4.45	1.72	--
经营性净现金流(亿元)	2.88	1.27	-0.89	-9.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.92	12.25	10.22	--
存货周转次数(次)	3.31	3.00	3.73	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.40	0.52	--
现金收入比(%)	103.01	108.03	91.67	88.86
营业利润率(%)	15.51	10.21	11.21	13.34
总资本收益率(%)	2.01	7.01	1.21	--
净资产收益率(%)	2.55	9.86	-2.72	--
长期债务资本化比率(%)	3.95	2.81	16.82	10.28
全部债务资本化比率(%)	34.07	43.07	49.41	22.85
资产负债率(%)	50.11	58.12	63.68	33.92
流动比率(%)	75.84	85.65	79.61	121.53
速动比率(%)	51.58	62.87	57.09	109.09
经营现金流流动负债比(%)	7.72	3.23	-2.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	4.51	1.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.51	5.16	16.53	--

注：2015 年三季度财务数据未经审计。

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	
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。