

跟踪评级公告

联合[2016] 1724 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，并维持“14辽国资MTN001”的信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年七月二十七日



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: 2016 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.89	8.59	37.64	22.90
资产总额(亿元)	72.52	80.13	364.66	420.45
所有者权益(亿元)	30.37	29.10	223.81	228.87
长期债务(亿元)	0.88	5.89	25.45	31.22
全部债务(亿元)	22.97	28.42	96.85	149.78
营业收入(亿元)	30.52	39.66	56.40	22.00
利润总额(亿元)	3.11	-0.49	1.37	2.75
EBITDA(亿元)	4.45	1.72	5.40	--
经营性净现金流(亿元)	1.27	-0.89	-5.57	-1.02
营业利润率(%)	10.21	11.21	16.53	22.44
净资产收益率(%)	9.87	-2.72	0.29	--
资产负债率(%)	58.12	63.68	38.62	45.56
全部债务资本化比率(%)	43.07	49.41	30.20	39.56
流动比率(%)	85.65	79.61	116.60	60.66
全部债务/EBITDA(倍)	5.16	16.53	17.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.97	1.11	2.54	--
经营现金流流动负债比(%)	3.23	-2.07	-5.22	--

注: 2016 年一季报财务数据未经审计。

分析师

董征 姜雨彤 王叶笛

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, 收入规模将大幅提升。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司参股公司东北特殊钢集团有限责任公司(以下简称“东北特钢”)债务违约、成大集团下属能源开发板块持续亏损并大额计提减值准备等因素可能产生的不利影响。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合分析, 联合资信将维持公司 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。

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 EBITDA 经营活动现金流入量对“14 辽国资 MTN001”覆盖程度较高。

关注

1. 公司合并范围涉国有资产经营管理、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，成大弘晟项目已长期停产并计提相应资产减值准备，新疆宝明项目将面临一定经营压力。
3. 跟踪期内，公司参股公司东北特钢多笔债券发生实质性违约，公司为其第二大股东并与其存在应收款项往来，未来回收风险大；长期股权投资存在减值风险。
4. 跟踪期内，公司有息债务大幅增加。
5. 公司少数股东权益占比大，对子公司控制力较弱。

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“14 辽国资 MTN001”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“辽国资”或“公司”）是经辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“辽宁省国资委”）辽国资函[2006]9号《关于组建辽宁省国有资产经营有限公司的函》批准，由辽宁省国资委出资设立的国有独资有限责任公司。公司于2006年3月23日成立，设立时的注册资本为10亿元。截至2016年3月底，公司注册资本和实收资本均为10亿元，辽宁省国资委是公司唯一出资人和控股股东。

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

截至2016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、法务部、资产开发部和安全维稳办共8个职能部门。

截至2015年底，公司资产总额为364.66亿元，所有者权益223.81亿元（含少数股东权益174.51亿元）。2015年公司实现营业收入56.40亿元，利润总额1.37亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为420.45亿元，所有者权益228.87亿元（含少数股东权益177.82亿元）。2016年1~3月公司实现营业收入22.00亿元，利润总额2.75亿元。

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、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及

社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016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，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善的宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、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、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，同时涉及化工制品销售、生物制药等业务。

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大不良资产风险，由财政部出资成立了信达、华融、长城、东方四家金融资产管理公司（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，国有资产管理、处置力度加大，国有资产管理行业也

将逐渐在经济行为中扮演更重要的角色。

2. 贸易行业

(1) 国际贸易

2015年，国际经济总体复苏乏力，导致全球贸易进入深度调整期，WTO公布数据显示，按美元计价，2015年前10个月，全球出口值下降幅度超过11%，是自2009年全球金融危机后再次出现下降。WTO于2016年4月7日表示，2016年全球贸易将增长2.8%，低于前次预估的3.9%增长。

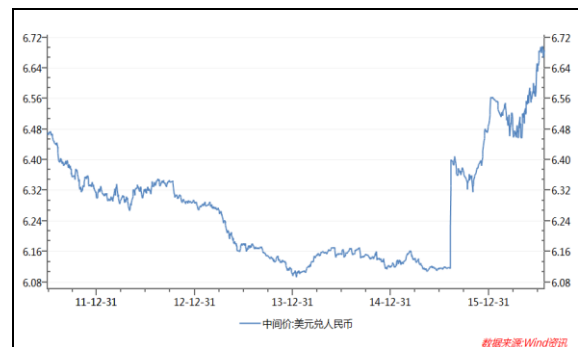
全球外贸环境的调整抑制了中国出口增长；同时，全球大宗商品价格大幅下跌，使得中国大宗商品进口平均价格连续下降，加上中国经济发展进入新常态，大宗商品进口量也放缓，2015年中国进口值下降；此外，加上价格下降、要素成本持续快速上升等因素叠加，中国外贸形式复杂。2015年全国进出口总值3.96万亿美元，同比下降8%。其中，出口2.28万亿美元，同比下降2.8%；进口1.68万亿美元，同比下降14.1%；贸易顺差5945.04亿美元，扩大55.4%。

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐渐改变，一般贸易比重超过加工贸易并不断上升。2015年，中国一般贸易出口1.22万亿美元，同比增长1.2%。占同期外贸出口53.5%；加工贸易出口0.80万亿美元，同比下降9.8%，占同期外贸出口的35%；按人民币计价，当年中国一般贸易进出口值13.29万亿元，同比下降6.5%，占进出口总值的54%，所占比重较上年提升0.3个百分点，其中出口增长2.2%。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。

由于中国出口贸易主要是劳动密集型产品为主，资本和技术密集型产品比重较小。以贬值为主基调的人民币汇率政策在一定程度上保护低经济效益的出口企业。出口商品的价格相对较低的优势不断引起了中国与贸易伙

伴国的贸易摩擦；连续多年的顺差及巨额的外汇储备引起国际上对人民币升值的强烈压力。2013年美元兑人民币迅速下行，2014年至2015年6月保持在低位波动，但自2015年8月11日，自中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来，美元兑人民币汇率出现大幅贬值，截至2016年6月底，美元兑人民币汇率为6.63。在美联储停止QE以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

图1 美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

(2) 国内贸易

近几年中国经济规模保持了不断扩大的良好态势，刺激国内贸易景气度不断上升。2015年，国民经济运行缓中趋稳，结构调整稳中有进，转型升级势头良好，国内生产总值67.7万亿元，同比增长7.4%；社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，扣除价格因素，实际增长10.6%。2015年全国网上零售额3.9万亿元，同比增长33.3%，其中实物商品网上销售额3.2万亿，增长31.6%，占同期社会消费品零售总额的12.9%。2016年1-5月，中国实现社会消费品零售总额12.9万亿元，同比增长10.2%，增速较上半年加快0.1个百分点。

整体看，中国消费市场较低的起点，经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、

货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

3. 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《2015 年辽宁省国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值 28743.4 亿元，比上年增长 3.0%。其中，按新口径核算，第一产业增加值 2384.0 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 13382.6 亿元，下降 0.2%；第三产业增加值 12976.8 亿元，增长 7.1%。三次产业增加值占地区生产总值的比重由上年的 8.0：50.2：41.8 调整为 8.3：46.6：45.1。人均地区生产总值 65521 元，比上年增长 3.1%，按年均汇率折算为 10520 美元。全年公共财政预算收入 2125.6 亿元，比上年下降 33.4%。全年公共财政预算支出 4617.8 亿元，比上年下降 9.1%。其中，教育支出 612.3 亿元，科学技术支出 68.9 亿元，社会保障和就业支出 993.0 亿元，医疗卫生与计划生育支出 282.3 亿元，节能环保支出 118.8 亿元，农林水事务支出 437.7 亿元，交通运输支出 299.9 亿元，住房保障支出 189.8 亿元。

总的来看，辽宁省区域经济增长放缓，地方财政收入下降较快。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 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，2015~2016 年 3 月，公司已签订打包回购金融债权协议 18 份，涉及企业 33 家，涉及不良金融债权本息合计人民币 8.48 亿元。股权管理方面，公司控股主要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”）、辽宁时代万恒控股集团有限公司（以下简称“时代万恒”）等。2015 年 7 月辽宁省国资委把辽宁成大集团有限公司（以下简称“辽宁成大”）和 6 家环保型企业的 100% 股权无偿划拨给公司。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 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。2015 年，公司获得政府补助 3720.97 万元。

六、重大事项

1. 公司子公司非公开发行股票

2016 年 4 月，公司子公司辽宁成大公告《2016 年度非公开发行股票预案（修订稿）》，计划向辽宁省国有资产经营有限公司、巨人投资有限公司、银河金汇证券资产管理有限公司、中欧保税物流有限公司，发行人民币普通股股票不超过 32000 万股，募集资金总额为不超过 538240 万元，用于置换用于收购中华联合保险 19.595% 股权的资金。目前，该预案已上报证监会，此次非公开发行能否成功尚存不确定性，联合资信将对此持续关注。

2016 年 6 月，公司子公司辽宁时代万恒股份有限公司（以下简称“时代股份”）公告《2016 年度非公开发行股票预案》，计划向时代万恒在内的不超过 10 名特定对象，发行数量为不超过 6800 万股（含此数），募集资金总额不超过 80000 万元（其中时代万恒承诺认购本次发行股份的金额为人民币 50000 万元），用于高能锂离子动力电池项目。

总体看，辽宁国资及时代万恒将参与子公司非公开发行，未来存在一定融资需求。

2. 收购中华联合保险部分股权

2015 年 12 月 30 日，公司子公司辽宁成

大以 82 亿元竞得中国保险保障基金有限责任公司在北京金融资产交易所挂牌方式对外转让的其所持中华联合保险 30 亿股股权（以下简称“本次交易”），本次交易完成后，辽宁成大将持有中华联合保险 19.595% 股权，为其第二大股东。2016 年 2 月 5 日，辽宁成大接到中华联合保险通知，中国保险监督管理委员会已下发《关于中华联合保险控股股份有限公司变更股东和修改章程的批复》（保监许可[2016]71 号），同意本次交易。2016 年 2 月 19 日，公司接到中华联合保险通知：该公司于 2016 年 2 月 15 日取得北京市工商局行政管理局备案通知书，对中华联合保险提交的公司章程备案申请予以备案，股权变更已完成，全部价款已支付完成。

中华联合保险作为一家集财产险、寿险、资产管理为一体的综合保险金融集团，目前其财产险业务规模位列行业前五，农业险规模位列行业第二，已具备较强的经营优势。中华联合保险 2014 年合并财务报表的营业收入为 305.04 亿元、净利润为 19.52 亿元、资产总额为 436.77 亿元、所有者权益为 111.06 亿元。

3. 参股公司债务违约

公司持有东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“东北特钢”）22.68% 股权，为其第二大股东。截至 2016 年 7 月 25 日，东北特钢发行的“15 东特钢 CP001” 8 亿元、“15 东特钢 CP002” 7 亿元、“15 东特钢 SCP001” 10 亿元、“13 东特钢 MTN1” 14 亿元、“13 东特钢 MTN2” 8 亿元、“13 东特钢 PPN001” 3 亿元、“14 东特钢 PPN001” 3 亿元和“15 东特钢 PPN002” 8.7 亿元构成实质性违约。东北特钢未能足额兑付到期债券共计 31 亿元，未来三年，东北特钢还有 5 支债券应偿还本金共 40.7 亿。

4. 辽宁省化工贸易有限公司股权变化

2015 年 10 月，公司原子公司辽宁省化工

贸易有限公司（以下简称“辽宁化贸”）的股权发生变化：公司持有辽宁化贸 20% 股权，辽宁化贸职工持股会持有 80% 股权，2015 年 10 月辽宁化贸职工持股会将其持有股权中的 65% 股权转让，因此，公司不再将辽宁化贸纳入合并范围，11 月起辽宁化贸不再纳入公司报表合并范围，2015 年收入只合并辽宁化贸 2015 年 1~10 月收入。

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。2015 年 7 月，辽宁省国资委将所持辽宁成大和 6 家环保型企业的 100% 股权无偿划转至公司，公司 2015 年主营业务收入只合并的其 2015 年 10~12 月收入。

2015 年，公司实现主营业务收入 55.72 亿元，同比增长 43.16%，主要系新合并辽宁成大导致贸易等收入增长所致。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；未来随着辽宁成大全年收入的合并，生物医药占比将提高；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、物业管理等其他业务在公司主营业务收入占比较小。2016 年一季度，公司主营业务收入 22 亿元。

毛利率方面，受公司合并辽宁成大影响，2015 年毛利率有所提升，化工制品销售、电机及配件销售、展览等板块毛利率均有所下降。2016 年一季度，展览、贸易等业务毛利率提升，带动公司整体毛利率进一步提升。

表 1 2014~2016 年 1-3 月公司主营业务收入和毛利构成（单位：万元、%）

	2014 年			2015 年			2016 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
化工制品销售	184065.97	47.29	1.62	80003.33	14.36	0.67	--	--	--
电机及配件销售	29011.59	7.45	14.25	13311.91	2.39	11.83	2995.83	1.36	6.08
展览	16965.75	4.36	68.57	20258.35	3.64	61.45	4609.96	2.10	76.90
国有资产经营管理	11939.53	3.07	30.59	16646.08	2.99	36.61	2513.81	1.14	100.00
酒店经营	2204.81	0.57	24.29	2186.36	0.39	27.74	496.89	0.23	31.39
物业管理	2698.77	0.69	44.23	1418.12	0.25	18.98	261.47	0.12	3.56
贸易	122478.45	31.47	12.27	361518.22	64.88	12.27	182362.91	82.90	16.86
房地产	10565.85	2.71	35.21	11249.06	2.02	28.75	1874.15	0.85	22.52
生物制药	--	--	--	17550.29	3.15	85.16	11739.92	5.34	84.79
能源开发	--	--	--	4565.09	0.82	10.44	3053.73	1.39	11.24
环境治理	--	--	--	8881.42	1.59	24.68	4135	1.88	26.63
其他业务	9260.66	2.38	48.10	19592.10	3.52	32.35	5939.55	2.70	29.87
合计	389191.38	100.00	12.16	557180.33	100.00	16.71	219983.22	100.00	23.07

资料来源：公司审计报告

注：本表中 2016 年 1~3 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。

2015年，公司已签订打包回购金融债权协议15份，涉及企业27家，涉及不良金融债权本息合计人民币8.26亿元。2016年1~3月，公司已签订打包回购金融债权协议3份，涉及企业6家，涉及不良金融债权本息合计人民币0.61亿元。

2015年，公司国有资产经营管理（债权包处理）业务实现收入1.66亿元，同比上升39.43%；毛利率为36.61%。2016年1~3月公司国有资产经营管理实现收入0.25亿元；毛利率为100%，主要是收入为前期项目追加收回的尾款，成本已在前期确认。

2. 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

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。

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。

2015年，公司展览业务收入为2.03亿元，同比19.41%，毛利率为61.45%；2016年1~3月，展览业务收入为0.46亿元，毛利率为76.90%。

3. 贸易业务

公司贸易业务主要由子公司时代万恒和辽宁成大开展，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。

辽宁成大贸易板块主要分为医药连锁、国内贸易和进出口贸易。

辽宁成大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。2015 年医药连锁全年实现收入 27.57 亿元。

辽宁成大国内贸易业务主要包括钢铁、化工、煤炭等品种。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，2015 年钢铁产品贸易全年实现收入 14.56 亿元，同比大幅下降，公司正减少钢铁贸易规模。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，2015 年煤炭贸易全年实现收入 7.09 亿元。

辽宁成大进出口贸易业务是公司的传统主营业务，主要由下属子公司成大发展、成大钢铁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。2015 年全年实现收入 14.51 亿元，主要是纺织品类收入 9.17 亿元。

2015 年公司贸易业务收入为 36.15 亿元，同比大幅增加，主要是合并辽宁成大 2015 年 10~12 月贸易收入所致；毛利率为 12.27%。2016 年 1~3 月，贸易业务收入为 18.24 亿元，毛利率为 16.86%。

4. 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。2015 年公司房地产业务确认收入 1.12 亿元，销售面积 11482 平方米，毛利率为 28.75%；2016 年 1~3 月房地产业务收入 0.19 亿元，销售面积 912 平方米，毛利率为 22.52%。截至 2016 年 3 月底，公司已开发待售面积 75914 平方米。

5. 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辽宁电机集团大型电机有限公司（以下简称“大电机”）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）。其中大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。大电机为新建企业，已于 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。

2015 年，公司电机及配件销售收入为 1.33 亿元，同比下降 54.12%；毛利率为 11.83%。2016 年 1~3 月，公司电机及配件销售收入 0.30 亿元；毛利率为 6.08%，较 2015 年有所下降。

6. 生物医药

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。2015 年，公司生物制药板块收入只合并成大生物 2015 年 10~12 月收入。

7. 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，由子公司吉林成大弘晟能源有限公司（以下简称“成大弘晟”）和新疆宝明矿业有

限公司（以下简称“新疆宝明”）运营。目前，成大弘晟项目已长期停产并计提相应资产减值准备，新疆宝明项目将面临一定经营压力。

8. 在建工程

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目包括辽展饭店重建工程、200 万千瓦高压大功率电动机项目和 SBL 公司厂房土石方工程等，计划投资合计 11.13 亿元，截至 2016 年 3 月底已完成投资 6.87 亿元，未来尚需投资 4.26 亿元。考虑到新疆宝明项目未来投资放缓，公司未来投资支出规模不大，筹资压力小。

200 万千瓦高压大功率电动机项目为公司子公司大电机年产 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。

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 2 截至 2016 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目	计划投资	截至 2016 年 3 月底投资	截至 2016 年 4-12 月底投资	2017 年投资
辽展饭店重建工程	31500.00	28457		
200 万千瓦高压大功率电动机项目	28000.00	22814	517	300
SBL 公司厂房土石方工程	20145.54	10018.95	500	
新疆宝明办公生活区工程项目	16344.58	880.5		
阜新辽西危险废物处置项目	15280.60	6577.85		
合计	111270.72	68748.30	1017	300

资料来源：公司提供

九、募集资金使用情况

公司于 2014 年 7 月发行“14 辽国资 MTN001”4 亿元，资金用途为置换银行贷款及补充运营资金，截至目前，募集资金已全部使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2015 年审计报告由华普天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2016 年一季报财务数据未经审计。

合并范围上，2015 年公司合并范围子公司

50 家，新增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等 20 家，减少子公司 5 家。其中辽宁成大集团有限公司的并入对公司资产、收入、利润影响大，以下财务分析以 2015 年及 2016 年一季度为主。

截至 2015 年底，公司资产总额为 364.66 亿元，所有者权益 223.81 亿元（含少数股东权益 174.51 亿元）。2015 年公司实现营业收入 56.40 亿元，利润总额 1.37 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 420.45 亿元，所有者权益 228.87 亿元（含少数股东权益 177.82 亿元）。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 22.00 亿元，利润总额 2.75 亿元。

1. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 56.40 亿元，同比增长 42.22%，系合并辽宁成大导致贸易收入增加所致。同期营业成本为 46.75 亿元，同比增长 34.07%。收入增速高于成本增速，公司营业利润率由 2014 年 11.21% 上升至 2015 年 16.53%。

2015 年公司期间费用为 11.33 亿元，同比大幅增长，主要是新合并子公司期间费用的增加所致。其中销售费用 3.52 亿元、管理费用 5.62 亿元、财务费用 2.20 亿元。2015 年期间费用占营业收入比重为 20.09%，对利润形成一定侵蚀。

2015 年，公司资产减值损失 1.45 亿元，主要是辽宁成大计提的存货减值损失。

2015 年，公司投资收益 4.22 亿元，主要是辽宁成大持有的广发证券的投资收益。根据广发证券《广发证券 2015 年度利润分配预案》，以公司分红派息股权登记日股份数为基数，拟向全体股东每 10 股分配现金红利 8.0 元（含税），公司预计收到现金分红 10 亿元。

2015 年，公司营业外收入为 1.33 亿元，同比大幅增长，主要是时代万恒无法支付的应付款项 0.66 亿元、政府补贴 0.37 亿元和辽宁成大债务重组利得 0.25 亿元。

2015 年，公司利润总额为 1.37 亿元，扭亏为盈，主要受投资收益和营业外收入大幅增长影响。

从主要盈利指标看，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.86% 和 0.29%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.00 亿元，利润总额为 2.75 亿元。

总体看，跟踪期内，受益于合并范围的增加，公司收入大幅增长，盈利能力有所增强。未来随着辽宁成大全年收入的并入，公司收入规模及盈利能力有望继续提升。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015 年公司经营活

动现金流入量为 62.64 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 57.14 亿元；公司经营活动现金流出量为 68.21 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 52.42 亿元；公司经营活动现金流净额为 -5.57 亿元。2015 年公司现金收入比为 101.30%，较 2014 年有所提升。

投资活动现金流方面，2015 年投资活动现金流入量为 3.09 亿元；投资活动现金流出为 1.56 亿元，主要为投资支付的现金 17.47 亿元（为辽宁成大支付的购买中华保险股权款）和取得子公司等支付的现金 -18.41 亿元（为公司划入企业 9 月底的现金流量净额）。2015 年投资活动现金流净额为 1.53 亿元。

筹资活动现金流方面，2015 年公司筹资活动现金流入量为 60.79 亿元，主要是取得借款收到的现金 53.35 亿元；筹资活动现金流出量为 26.68 亿元；筹资活动现金流净额为 34.10 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 -1.02 亿元；公司投资活动现金流净额为 -76.93 亿元，其中投资支付的现金 75.80 亿元，主要是辽宁成大 82 亿元入股中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华保险”）；公司筹资活动现金流净额为 53.59 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流为净流出，公司收现质量一般；受公司竞购中华保险股权影响，筹资规模大幅增加；未来公司存在一定融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 364.66 亿元，同比大幅增加，主要是合并辽宁成大等公司所致。其中流动资产占 34.14%，非流动资产占 65.86%；公司资产以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 124.51 亿元，主要以货币资金（占 32.60%）、存货（占 16.53%）、其他应收款（占 14.57%）、应收账款（占 17.34%）、其他流动资产（占 14.09%）等

为主。

截至 2015 年底，公司货币资金为 40.59 亿元，主要以银行存款（占 89.29%）和其他货币资金（占 10.63%）为主。其他货币资金主要是承兑汇票保证金、信用证保证金及贷款保证金等受限资金。

截至 2015 年底，公司应收账款为 21.59 亿元，共计提坏账准备 0.97 亿元，计提比例 4.29%。其中按账龄组合计提坏账准备的占 81.20%，账龄上，1 年以内占 74.66%、1~2 年占 15.70%、2~3 年占 6.32%、3 年以上占 3.32%，应收账款账龄短。应收账款中余额前五名占应收账款年末余额的 22.72%。考虑到东北特钢集团 2016 年以来已连续多只债券实质违约，公司两笔应收款和其他应收款未来存在进一步计提的可能。唐山春兴与公司的业务往来正常运行，由于该应收款项形成的账龄较短，相关账款也有相应的抵押物进行担保，因此公司依据会计政策用账龄分析法对其计提了坏账准备 291 万元。吉林鑫达由于经营困难、合同逾期，部分应收款项（包括应收账款和预付账款）账龄已超过 2 年，计提了应收账款和预付账款坏账准备 1.12 亿元，坏账准备计提比例为 59%，其中应收账款计提坏账准备 0.12 亿元。

表 3 2015 年余额前五名的应收账款情况

(单位: 万元、%)

单位名称	年末余额	占应收账款年末余额的比例
东北特殊钢集团有限责任公司	19627.16	8.70
东北特钢集团大连物资贸易有限公司	17384.50	7.71
唐山市春兴特种钢有限公司	5821.12	2.58
吉林鑫达钢铁有限公司	4408.64	1.95
四川省疾病预防控制中心	4022.71	1.78
合计	51264.13	22.72

资料来源: 公司审计报告

截至 2015 年底，公司其他应收款为 18.14 亿元，按账龄组合计提坏账准备占 37.74%、按其他组合计提坏账准备占 58.86%。公司的其他应

收款账龄较短。其他应收款主要为 10.52 亿元竞拍中华保险的股权投资保证金。公司对东北特钢集团有限责任公司应收款 2.01 亿元，为拆借款，存在回收风险。

表 4 2015 年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合计比例(%)
北京金融资产交易所有限公司	105168	1 年以内	55.07
东北特钢集团有限责任公司	20105	1 年以内	10.53
辽宁建工集团有限公司	11295	1 年以内	5.91
辽宁省环境保护局	6600	1 年以内	3.46
辽宁省化工贸易有限公司	5000	5 年以内	2.62
合计	148168		77.59

资料来源: 公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货为 20.59 亿元。构成上，主要以开发产品占 33.68% 和产成品占 40.63% 为主。公司年末存货计提跌价准备 3.46 亿元，主要是对子公司油页岩产品计提的跌价准备。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 17.54 亿元，其中债权资产为 9.33 亿元，银行理财产品 6.71 亿元。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以及从其他银行购买的不良债权。

截至 2015 年底，公司非流动资产 240.15 亿元，主要以长期股权投资（占 60.74%）、固定资产（占 18.51%）、无形资产（占 7.44%）为主。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 146.35 亿元，公司长期股权投资单位主要有：持有东北特殊钢集团有限责任公司 22.68% 股权（年末余额 13.54 亿元）和广发证券股份有限公司 16.42% 股权（年末余额 126.81 亿元）。

截至 2015 年底，公司固定资产为 44.46 亿元，其中房屋及建筑物占 64.50%，机械设备及用具占 31.60%。2015 年公司的固定资产折旧计提额为 8.35 亿元。

截至 2015 年底，公司的无形资产 17.87 亿

元，主要是土地使用权（占51.07%）和采矿权（占39.38%）。

截至2015年底，公司商誉3.43亿元，同比大幅增长，主要是新合并辽宁九夷能源科技有限公司（1.56亿元）、辽宁成大股份有限公司（0.59亿元）和成大方圆（辽宁）新药特药连锁有限公司（0.53亿元）形成的商誉。

截至2016年3月底，公司资产总额420.45亿元，主要系辽宁成大82亿元入股中华保险，长期股权投资大幅增加所致。

总体看，跟踪期内，受合并辽宁成大等子公司以及入股中华保险影响，公司资产规模快速增长，资产构成以非流动资产为主，公司资产质量良好。

所有者权益

截至2015年底，受新合并辽宁成大等子公司影响，公司所有者权益上升至223.81亿元（其中少数股东权益为174.51亿元），同比大幅增长。归属于母公司所有者权益中实收资本10.00亿元、资本公积32.27亿元、盈余公积0.55亿元、未分配利润6.29亿元、其他综合收益0.16亿元。

截至2016年3月底，公司所有者权益为228.87亿元（其中少数股东权益为177.82亿元），归属于母公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益以少数股东权益为主，权益稳定性一般。

负债

截至2015年底，公司负债总额为140.85亿元。从构成看，流动负债占75.81%；非流动负债占24.19%，公司负债以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债为106.78亿元。构成上，主要以短期借款（占30.03%）、应付票据（占6.19%）、应付账款（占14.57%）、其他应付款（占11.77%）、一年内到期的非流动负债（占10.52%）和其他流动负债（19.67%）为主。

截至2015年底，公司短期借款为32.07亿元。从构成看，主要以抵押借款（占20.14%）、

保证借款（占23.00%）和信用借款（占48.33%）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2015年底，其他应付款为12.57亿元，主要为应付东北特钢投资款项（6.61亿元）。按账龄列示的其他应付款占77.42%，其中，1年以内占16.57%、1~2年占2.35%、2~3年占77.11%、3年以上占3.97%，账龄较长。

截至2015年底，公司全部债务为96.85亿元。从构成看，短期债务占73.72%、长期债务占26.28%。2015年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为38.62%、30.20%和10.21%。

截至2016年3月底，公司负债总额为191.57亿元，较2015年底增长36.01%。从构成看，流动负债占比79.42%、非流动负债占比20.58%。截至2016年3月底，公司全部债务为149.78亿元，较2015年底上升54.65%，系辽宁成大入股中华保险导致短期借款增加所致。2016年3月底，全部债务中短期债务占比79.16%，长期债务占比20.84%。截至2016年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为45.56%、39.56%和12.00%，债务负担有所增加。

总体看，跟踪期内，受辽宁成大入股中华保险影响，短期债务快速增长，如果增发未通过，将存在一定短期偿债压力；但公司整体负债水平仍较低，资本结构较合理，财务弹性良好。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015年底，公司流动比率和速动比率分别为116.60%和97.32%。2016年3月底，上述指标分别为60.66%和48.04%。2015年公司经营现金流动负债比为-5.22%。跟踪期内，受短期借款快速增长影响，公司短期偿债能力快速弱化，如果辽宁成大增发未通过，公司将面临一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2015年公司EBITDA利息倍数为2.54倍；全部债务/EBITDA为17.95倍。考虑到未来辽宁成大全年利润的并入，公司利润总额将大幅增加，总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2016年3月底，公司合并口径下对外担保余额为0.40亿元，担保比率为0.17%。公司担保对象为辽宁利盟国有资产经营有限公司，该公司正常经营，实际控制人为辽宁省国资委，2015年收入总额26240万元、利润总额352万元；2015年底资产总额67210万元、权益总额18048万元。公司对外担保风险不大。

截至2016年3月底，公司获得各家银行授信额度为人民币117.62亿元、美元1422.25万元，尚未使用额度人民币25亿元；公司下属时代万恒和辽宁成大股份有限公司为上市公司。总体看，公司直接和间接融资渠道畅通。

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）》（机构信用代码：G10210105108096710），截至2016年6月14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。

十一、存续债券偿还能力

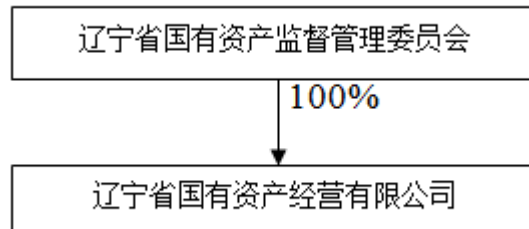
2015年，公司EBITDA和经营活动产生的现金流入量分别为5.40亿元和62.64亿元，分别是“14辽国资MTN001”本金的1.35倍和15.66倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对“14辽国资MTN001”覆盖程度较高。

十二、结论

综合分析，联合资信将维持公司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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.89	8.59	37.64	22.90
资产总额(亿元)	72.52	80.13	364.66	420.45
所有者权益(亿元)	30.37	29.10	223.81	228.87
短期债务(亿元)	22.10	22.54	71.40	118.57
长期债务(亿元)	0.88	5.89	25.45	31.22
全部债务(亿元)	22.97	28.42	96.85	149.78
营业收入(亿元)	30.52	39.66	56.40	22.00
利润总额(亿元)	3.11	-0.49	1.37	2.75
EBITDA(亿元)	4.45	1.72	5.40	--
经营性净现金流(亿元)	1.27	-0.89	-5.57	-1.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.30	10.22	4.21	--
存货周转次数(次)	3.01	3.73	3.08	--
总资产周转次数(次)	0.42	0.52	0.25	--
现金收入比(%)	108.03	91.67	101.30	97.49
营业利润率(%)	10.21	11.21	16.53	22.44
总资本收益率(%)	7.02	1.31	0.86	--
净资产收益率(%)	9.87	-2.72	0.29	--
长期债务资本化比率(%)	2.81	16.82	10.21	12.00
全部债务资本化比率(%)	43.07	49.41	30.20	39.56
资产负债率(%)	58.12	63.68	38.62	45.56
流动比率(%)	85.65	79.61	116.60	60.66
速动比率(%)	62.87	57.09	97.32	48.04
经营现金流流动负债比(%)	3.23	-2.07	-5.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.97	1.11	2.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.16	16.53	17.95	--

注：2016 年一季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	
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。