跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1495 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”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月十七日

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 MTN001	4 亿元	2014/07/23-2019/07/23	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.89	41.95	30.17	25.20
资产总额(亿元)	80.13	364.66	411.88	429.16
所有者权益(亿元)	29.10	223.81	219.09	227.24
短期债务(亿元)	26.04	71.40	127.29	143.07
长期债务(亿元)	5.89	25.45	19.85	19.89
全部债务(亿元)	31.92	96.85	147.14	162.96
营业收入(亿元)	39.66	56.40	110.39	37.14
利润总额(亿元)	-0.49	1.37	10.23	6.90
EBITDA(亿元)	1.38	5.19	20.97	--
经营性净现金流(亿元)	-0.89	-5.57	6.09	-3.99
营业利润率(%)	11.21	16.53	20.94	13.93
净资产收益率(%)	-2.72	0.29	3.93	--
资产负债率(%)	63.68	38.62	46.81	47.05
全部债务资本化比率(%)	52.31	30.20	40.18	41.76
流动比率(%)	79.61	116.60	60.40	64.13
经营现金流动负债比(%)	-2.07	-5.22	3.69	-9.15
全部债务/EBITDA(倍)	23.15	18.66	7.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.47	2.49	3.29	--

注：1.2017 年一季报财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券已计入短期债务。

分析师

刘　哲　刘祎烜
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）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。辽宁成大集团有限公司（以下简称“成大集团”）已于 2015 年 10 月并表，导致 2016 年度公司营业收入和利润总额大幅增长。2016 年，公司子公司辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”）完成收购中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华控股”）19.595%股权，医药连锁产业稳步发展，在辽宁地区具有较强的竞争优势；能源开发业务同比减亏；辽宁成大持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股权无抵质押，变现能力强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司贸易业务盈利能力弱、能源开发部分项目停产以及公司债务增长快、债务结构有待优化等因素对公司信用水平可能带来一定的影响。

综合评估，联合资信确定维持公司 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，且公司为辽宁省内经营不良资产的唯一平台。
2. 2016年初辽宁成大收购中华控股19.595%股权，成为其第二大股东，保险行业未来发展前景较好，将对公司利润形成有力补充；广发证券投资收益稳定，2016年为13.19亿元，现金分红10.01亿元。
3. 辽宁成大持有的广发证券股权（持有12.50亿股）无抵质押，变现能力强。

4. 跟踪期内，公司 EBITDA 对“14 辽国资 MTN001”保障程度高。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，以短期债务为主，短期偿债压力大。
2. 公司少数股东权益占比大，对子公司控制力较弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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跟踪评级报告

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“辽宁国资”或“公司”）是经辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“辽宁省国资委”）辽国资函[2006]9 号《关于组建辽宁省国有资产经营有限公司的函》批准，由辽宁省国资委出资设立的国有独资有限责任公司。公司于 2006 年 3 月 23 日成立，设立时的注册资本为 10 亿元。截至 2017 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 2017 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 2016 年底，公司资产总额为 411.88 亿元，所有者权益 219.09 亿元（含少数股东权益 185.81 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 110.39 亿元，利润总额 10.23 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 429.16 亿元，所有者权益 227.24 亿元（含少数股东权益 193.12 亿元）。2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 37.14 亿元，利润总额 6.90 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、存续债券概况及募集资金使用情况

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，募集资金已全部按计划使用完毕，公司均已按时付息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币

汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

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、股权投资及管理任务，目前公司主营业务收入以贸易行业为主，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。中国金融资产管理公司在完成政策性宗旨后，通过商业化收购等方式继续开展不良资产管理和处置业务。四大金融资产管理公司积极与各类金融机构建立联系，扩大不良资产来源，在商业化不良资产尽职调查、资产收购经营处置以及业务创新等领域取得了较大发展。目前该四家公司为金融资产管理领域的主力军。

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

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

2. 贸易行业

（1）国际贸易

2016 年，世界经济仍未摆脱低迷增长，全球复苏步伐缓慢，外部不确定性增多；国内方面，传统外贸优势逐步削弱，新兴竞争优势有待形成，中国对外贸易维持弱势运行。在供给侧结构性改革提速、“一带一路”战略实施等重大政策推进下，2016 年中国对外贸易发展在进出口贸易方式结构、主要产品结构、市场多元化结构、贸易主体结构等方面继续优化和改善。

2016 年，世界经济艰难复苏，国内经济稳中向好，国内进出口逐季回稳，第四季度进、出口均实现正增长。2016 年国内进出口总值 3.68 万亿美元，同比下降 6.8%。其中，出口 2.10 万亿美元，同比下降 7.7%；进口 1.59 万亿美元，同比下降 5.5%；贸易顺差 5099.6 亿美元，下降 14.1%。

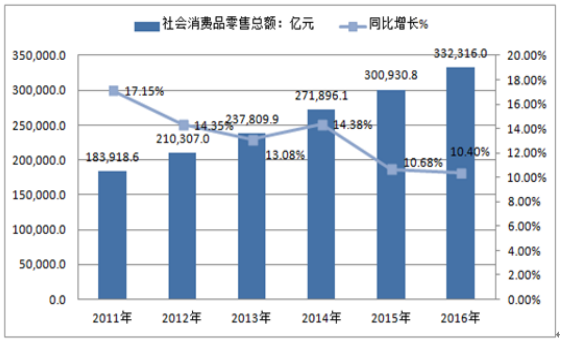
由于今年以来中国出台了一系列支持外贸稳定增长以及促进外贸转型升级的政策措施，各项主要指标降幅较上年有所收窄。若按美元计价，由于受国际大宗商品价格回升、能源产品进口加速、进口价格指数提高等因素影响，进出口下降 6.9%，降幅较上年同期收窄 0.6 个百分点；出口下降 7.5%，降幅扩大 4.4 个百分点；进口下降 6.2%，降幅收窄 8.7 个百分点。而从贸易量角度衡量，根据 WTO 统计数据，中国进出口贸易量增长与世界平均增速持平并略有领先，表明中国外贸总体好于全球平均水平。

（2）国内贸易

2011 年以来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局数据，2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年中国社会消费品零售总额 300931 亿元，同比名义增长 10.7%（扣除价格因素实际增长 10.6%）。其中，限额以上单位消费品零售额 142558 亿元，增长 7.8%。2016 年国内生产总值达到 744127 亿元，同比增长 6.7%；同期，2016 年全年社会消费品零售总额 332316 亿元，同比增长 10.4%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 1　2011-2016 中国社会消费品零售总额及增速走势

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

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。

六、基础素质分析

截至 2017 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股东。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度及高层管理人员等方面均无重大变化。

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。公司主营业务较分散，从收入贡献看，经营主体主要为子公司辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”，持股比例 11.11%）及辽宁时代万恒控股集团有限公司（以下简称“时代万恒”，持股比例 100%），两者收入合计 104.11 亿元，贡献近 95%收入。

2016 年，公司实现主营业务收入 109.51 亿元，同比增长 96.54%，主要系合并辽宁成大全年收入所致。收入构成方面，贸易业务是公司主营业务收入的主要来源，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。其他业务收入同比大幅增长，主要为辽宁成大医药连锁业务收入。

毛利率方面，受生物制药板块收入占比提升且毛利率很高影响，2016 年公司综合毛利率同比上升 4.69 个百分点至 21.40%，电机及配件销售等板块毛利率有所下降。

2017 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 37.14 亿元，同比增长 68.82%。公司综合毛利率较 2016 年底下滑 7.00 个百分点至 14.40%。

表 1　2014～2017 年 1～3 月公司主营业务收入和毛利构成（单位：万元、%）

项 目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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
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	9385.10	0.86	2.76	2996.81	0.81	1.93
展览	16965.75	4.36	68.57	20258.35	3.64	61.45	20516.52	1.87	65.23	4789.16	1.29	70.97
国有资产经营管理	11939.53	3.07	30.59	16646.08	2.99	36.61	18746.81	1.71	17.38	7108.86	1.91	28.49
酒店经营	2204.81	0.57	24.29	2186.36	0.39	27.74	2073.76	0.19	30.70	371.99	0.10	14.78
物业管理	2698.77	0.69	44.23	1418.12	0.25	18.98	1324.27	0.12	16.31	276.69	0.07	6.07
贸易	122478.45	31.47	12.27	361518.22	64.88	12.27	577704.87	52.75	7.36	257794.34	69.42	5.50
房地产	10565.85	2.71	35.21	11249.06	2.02	28.75	5001.21	0.46	9.96	1916.08	0.52	9.96
生物制药	--	--	--	17550.29	3.15	85.16	102966.12	9.40	85.63	21609.47	5.82	84.26
能源开发	--	--	--	4565.09	0.82	10.44	5225.64	0.48	3.95	5655.30	1.52	3.95
环境治理	--	--	--	8881.42	1.59	24.68	6683.39	0.61	46.77	--	--	--
其他业务	9260.66	2.38	48.10	19592.10	3.52	32.35	345447.53	31.55	23.75	68847.25	18.54	21.96
合 计	**389191.38**	**100.00**	**12.16**	**557180.33**	**100.00**	**16.71**	**1095075.21**	**100.00**	**21.40**	**371365.95**	**100.00**	**14.40**

资料来源：公司提供

注：贸易业务包含辽宁成大国内贸易和进出口贸易，以及时代万恒服装面辅料贸易收入。

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。

2016 年，公司已签订打包回购金融债权协议 6 份，涉及企业 369 家，涉及不良金融债权本息合计人民币 27.81 亿元。

2016 年，公司国有资产经营管理（债权包处理）业务实现收入 1.87 亿元，同比上升 12.62%；毛利率为 17.38%，同比下滑 19.23 个百分点，主要系公司 2015 年处置的不良债权为 2006 年采购的不良债权，资产状况较差，采购成本较低，是公司经过近 10 年处置期实现的收入，因此 2015 年体现的毛利率较高。2017 年 1～3 月公司国有资产经营管理实现收入 0.71 亿元；毛利率为 28.49%。

2. 辽宁成大

经过近二十年发展，辽宁成大由小型国有外贸专业公司发展成为集商贸流通、生物制药、能源开发、金融服务等多业并举、协调发展的综合型上市公司。辽宁成大系广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）的大股东之一（持股比例 16.40%，无抵质押），持有其 12.50 亿股。截至 2016 年底，辽宁成大资产总计 332.52 亿元，所有者权益合计 200.04 亿元（其中包含少数股东权益 14.41 亿元）。2016 年辽宁成大实现营业收入 87.50 亿元，利润总额 12.20 亿元。其中，广发证券为辽宁成大贡献投资收益 13.19 亿元，收到现金分红 10.01 亿元。

辽宁成大下属 6 家主要子公司，包括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”）；专门从事医药连锁的成大方圆医药连锁投资有限公司（以下简称“成大方圆”）；专门从事国内外贸易的辽宁成大国际贸易有限公司（以下简称“成大国际”）、

[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。

辽宁成大贸易发展有限公司（以下简称“成大发展”）、辽宁成大钢铁贸易有限公司（以下简称“成大钢铁”）；专门从事能源开发的新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）。

生物制药方面，该业务主要由下属专门从事生物制药的成大生物完成，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。2016 年，辽宁成大生物医药业务实现收入 10.30 亿元，同比增长 9.23%。2017 年 1～3 月，公司生物制药收入 2.16 亿元，同比增长 18.36%，占 2016 年全年收入的 20.97%。

医药连锁方面，成大方圆被认定为“中国驰名商标”，是全国医药行业第一个服务类“中国驰名商标”。截至 2017 年 3 月底，成大方圆共有门店 1140 家，其中辽宁省内 906 家，占比达 79.47%。截至目前，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。2016 年医药连锁全年实现收入 30.74 亿元。

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，2016 年钢铁产品贸易全年实现收入 5.24 亿元，同比下降 64.01%，主要系受钢贸环境影响。辽宁成大煤炭业务是以华能、华电等电力企业为依托，介入其采购及销售渠道，集中资金优势，降低煤炭采购成本，衔接其销售网络，为整个价值链提供增值服务，2016 年煤炭贸易全年实现收入 8.95 亿元。

进出口贸易业务是辽宁成大的传统主营业务，经营品种涉及纺织品大类、杂粮豆类产品、水产品大类、化工大类、木材类产品等。2016 年实现收入 20.03 亿元，其中纺织品类收入 8.23 亿元。

能源开发业务目前以新疆宝明为经营主体。新疆宝明主要对新疆吉木萨尔县的油页岩矿产资源进行综合开发与深加工利用，目前拥有吉木萨尔县石长沟、木塔寺、吴家湾、白杨河等 4 个油页岩矿探矿权。截至 2016 年底，新疆宝明总资产 43.47 亿元，所有者权益 11.71 亿元，2016 年实现销售收入 0.52 亿元，净利润 -1.79 亿元，同比减亏 51.44%。

3. 时代万恒

时代万恒是一个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。截至 2016 年底，时代万恒资产总额 37.97 亿元，所有者权益 10.76 亿元；2016 年时代万恒实现营业收入 16.62 亿元，同比增长 6.40 亿元，利润总额-1.11 亿元，主要系时代万恒控股子公司加蓬林业—SBL-TRB 公司 2016 年亏损 8000 万元所致，加蓬林业 2016 年由于计提减值、汇率损失、市场需求减少等原因造成亏损。

时代万恒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贸易、电池制造销售和房地产开发及销售等，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。

房地产业务方面，2016 年房地产业务确认收入 0.50 亿元，销售面积 7181 平方米，毛利率为 9.96%；2017 年 1～3 月房地产业务收入 0.19 亿元，销售面积 1663 平方米。时代万恒目前无土地储备，也无在建房地产项目。目前大连普湾新区“万恒-天籁湾”项目已开发完毕，由于周边房地产市场疲软，影响了天籁湾项目

的销售，截至 2017 年 3 月底待售面积约 60437.41 平方米。

九、重大事项

1. 辽宁成大第二大股东变更为特华投资控股有限公司

辽宁成大于2017年6月20日发布《关于股东签署股份转让协议的提示性公告》。公告称：前海开源于2017年6月18日与特华投资控股有限公司（以下简称“特华投资”）签署了两份《股份转让协议》，约定前海开源管理的“前海开源群巍资产管理计划”、“前海开源避险增值1号资产管理计划”、“前海开源战略6号资产管理计划”、“前海开源战略10号资产管理计划”及“前海开源战略7号资产管理计划”所持公司71175699股股份通过协议转让的方式转让给特华投资，前海开源管理的“前海开源新经济混合”、“前海开源优势蓝筹股票”、“前海开源国家比较优势混合基金”、“前海开源恒泽保本混合基金”、“前海开源沪港深核心资源混合”及“前海开源鼎裕债券基金”所持公司21614380股股份通过协议转让的方式转让给特华投资。本次股份转让后，特华投资合计共持有辽宁成大117576508股股份，占辽宁成大已发行股份的7.68%，成为第二大股东。

表2 特华投资基本信息

名称	特华投资控股有限公司
住所	北京市西城区金融大街23号612单元
法定代表人	李光荣
注册资本	50000万元
公司类型	有限责任公司（自然人投资或控股）
统一社会信用代码	110000001423329
经营范围	项目投资；接受委托对企业进行管理；投资策划及咨询服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）
成立日期	2000年6月28日
经营期限	2000年6月28日至2020年6月27日
通讯地址	北京市西城区金融大街23号612单元
通讯方式	010-66214046

资料来源：公开资料

公司通过成大集团（100%持股）持有辽宁成大11.11%股权（无质押）。根据辽宁成大回复上海证券交易所《关于对辽宁成大股份有限公司股东股权转让有关事项的问询函》的公告称，成大集团无出让辽宁成大控制权的意图且无采取二级市场增持的方式巩固控制权的计划。

2. 辽宁成大拟非公开发行股票募集资金不超过40.37亿元

根据辽宁成大 2017 年 5 月 4 日发布的修订版定增预案显示，辽宁成大拟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等发行不超过 2.4 亿股（定增价格未定），募集资金不超过 40.37 亿元，对用于支付股权购买价款的自有资金予以置换，剩余募集资金将作为募投项目的后续投入。截至目前，该修订预案尚未获得中国证监会核准。

2015年12月30日，公司以现金82.66亿元人民币成功竞得中华控股19.595%股权。该交易资金全部为自有资金，相关议案已经公司第八届董事会第十次（临时）会议、2015年第二次临时股东大会审议通过。中国保险监督管理委员会于2016年2月5日下发《关于中华联合保险控股股份有限公司变更股东和修改章程的批复》，同意本次交易。至此，公司已完成对中华控股股权收购，相关权益已计入长期股权投资科目中。

中华控股作为一家集财产险、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。中华控股 2016 年合并财务报表的营业收入为 385.48 亿元、净利润为 8.52 亿元；截至 2016 年底，中华控股资产总额为 643.07 亿元、所有者权益为 155.43 亿元。

3. 时代股份拟募资8亿元，投资锂离子动力电池项目

根据2017年2月8日时代股份最新调整的非

公开发行股票预案显示，时代股份拟以不低于11.70元/股的价格向包括控股股东时代万恒控在内的不超过10名特定对象发行股份不超过6811万股，募集资金总额不超过8亿元，用于高能锂离子动力电池项目，其中时代万恒承诺认购5亿元。

该预案已于2017年3月16日获得中国证监会核准。

4. 无偿划转出东北特钢22.68%股权

公司董事会于 2016 年 12 月 9 日召开了董事会临时会议并做出决定，同意将联营企业东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“东北特钢”）22.68%股权划转入辽宁物产集团有限责任公司。辽宁省国资委于 2016 年 12 月 22 日出具了《关于同意无偿划转东北特殊钢集团有限公司股权的批复》（辽国资产权【2016】315 号），同意公司将持有的东北特钢 22.68%国有产权无偿划转入辽宁物产集团有限责任公司，划转基准日为 2015 年 12 月 31 日，并于 2017 年 2 月 23 日完成工商变更登记。本次股权划转价值占 2015 年底公司净资产的比例约为 6.05%，不超过 10%，无需召开债券持有人会议。

十、财务分析

公司提供的 2016 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 2017 年一季报财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年公司新增纳入合并范围子公司 1 家，为辽宁科环标牌有限公司；不再纳入合并范围子公司 6 家，分别为辽宁环境规划院有限公司，辽宁碧海环境保护工程监理有限公司，辽宁易源环保产业发展有限公司，沈阳绿新苑综合服务有限公司，辽宁三维信息工程有限公司和辽宁北方环境保护有限公司。由于辽宁成大自 2015 年 10 月起纳入合并范围，对财务报表的可比性影响较大。以下财务分析以 2016 年为主。

截至 2016 年底，公司资产总额为 411.88 亿元，所有者权益 219.09 亿元（含少数股东权益 185.81 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 110.39 亿元，利润总额 10.23 亿元。

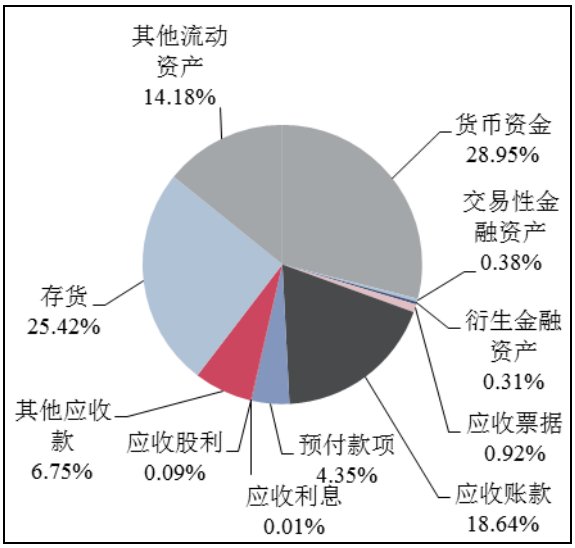
截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 429.16 亿元，所有者权益 227.24 亿元（含少数股东权益 193.12 亿元）。2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 37.14 亿元，利润总额 6.90 亿元。

1. 资产质量

流动资产

截至 2016 年底，公司资产总额为 411.88 亿元，同比增长 12.95%，主要是存货增长和公司长期股权投资增加所致。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。

图 2 截至 2016 底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司流动资产为 99.76 亿元，主要以货币资金、存货、应收账款和其他流动资产为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 28.88 亿元，同比下降 28.85%，主要以银行存款（占 74.12%）和其他货币资金（占 25.78%）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 2016 年底，公司应收账款为 18.59 亿元，共计提坏账准备 4.33 亿元，计提比例 18.90%。其中按账龄组合计提坏账准备的占 67.26%，账龄方面，1 年以内占 80.07%、1～2 年占 12.53%、2～3 年占 3.57%、3 年以上占 3.83%，应收账款整体账龄较短。期末应收账款前五名合计占比 37.46%，其中应收东北特钢集团 3.12 亿元，考虑到东北特钢集团 2016 年以来已连续多只债券实质违约，该两笔应收款已进一步计提坏账 2.03 亿元，计提较充分。

截至2016年底，公司其他应收款为6.73亿元，按账龄组合计提坏账准备占39.76%、按其他组合计提坏账准备占1.11%。公司的其他应收款账龄较短。其他应收款主要为公司对东北特钢应收款2.01亿元和对辽宁建工集团有限公司应收款1.18亿元，为拆借款，存在回收风险。

表3　截至2016年底按欠款方归集的年末余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元，%）

单位名称	年末余额	账龄	占应收账款年末余额合计数比例
东北特钢集团有限责任公司	2.09	1年以内，1至2年	25.65
辽宁建工集团有限公司	1.18	1年以内，1至2年	14.48
辽宁省化工贸易有限公司	0.50	1至2年	6.13
辽宁益康生物制品有限公司	0.40	1年以内	4.90
辽宁商业集团有限公司	0.33	1年以内，2至3年，4-5年，5年以上	1.09
合计	**4.50**	--	52.25

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货为25.36亿元，同比增长23.20%。构成方面，以开发产品（占24.15%）和产成品（占42.66%）为主。公司计提跌价准备0.82亿元，主要是对子公司油页岩产品计提的跌价准备。

截至2016年底，公司其他流动资产为14.14亿元，同比减少19.36%。其中债权资产为9.35亿元，银行理财产品0.71亿元。主要为公司从营口银行股份有限公司等购买的债权资产及子公司辽宁成大购买的银行理财产品和质押式国债回购。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产312.13亿元，主要以长期股权投资（占70.96%）和固定资产（占13.34%）为主。

截至2016年底，公司长期股权投资为221.47亿元，同比增长51.33%，主要系当期新增投资中华控股82.66亿元。此外，公司子公司辽宁成大还持有广发证券16.42%股权（年末价值126.81亿元）。

截至2016年底，公司固定资产为41.63亿元，同比下降6.38%，其中房屋及建筑物占63.18%，机械设备及用具占33.15%。2016年公司的固定资产折旧计提额为12.96亿元。

截至2016年底，公司的无形资产16.84亿元，同比下降5.80%，主要是土地使用权（占47.08%）和采矿权（占39.60%）。

截至2017年3月底，公司资产总额429.16亿元，较2016年底增长4.19%。

总体看，受新增投资中华控股影响，公司长期股权投资大幅增长，资产规模进一步上升，非流动资产中广发证券和中华控股的长期股权投资金额大，股权变现能力强，公司整体资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 192.79 亿元，同比增长 36.88%。从构成看，流动负债占 85.67%；非流动负债占 14.33%，公司负债以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 165.16 亿元，以短期借款（占 36.62%）、应付账款（占 11.55%）和其他流动负债（占 22.59%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 60.48 亿元，同比增长 88.58%，主要系收购中华控股产生的借款所致。从构成看，以保证借款（占 19.68%）和信用借款（占 71.10%）为主。

截至 2016 年底，公司其他流动负债合计

37.31 亿元，同比大幅增长 77.65%，主要系公司发行两期短期融资券共计 19.00 亿元所致，债券发行日期分别是 2016 年 4 月 5 日和 2016 年 6 月 21 日，债券期限分别为 265 日和 365 日，金额分别为 2.00 亿元和 17.00 亿元。

截至 2016 年底，公司其他应付款 12.19 亿元，主要为往来款 11.36 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 27.63 亿元，同比下降 18.89%，主要由长期借款（占 18.35%）、应付债券（占 53.49%）和其他非流动负债（占 10.26%）组成。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务 147.14 亿元。从构成看，短期债务占 86.54%、长期债务占 13.46%。

债务指标方面，截至 2016 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 46.81%、40.18%和 8.31%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 201.92 亿元，较 2016 年底增长 4.73%。从构成看，流动负债占比 86.32%、非流动负债占比 13.68%。公司全部债务 162.96 亿元，较 2016 年底上升 10.75%。截至 2017 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 47.05%、41.76%和 8.05%，债务负担有所增加。

总体看，收购中华控股股权增加了公司的融资需求，导致短期债务快速增长，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 219.09 亿元（其中少数股东权益为 185.81 亿元），同比小幅下降。归属于母公司所有者权益中资本公积 17.40 亿元，同比下降 46.08%，主要系辽宁省国资委将公司持有的辽宁省环境规划院有限公司等 7 家公司合计 15.72 亿元的股权无偿划出所致。其他归属于母公司所有者权益中实收资本 10.00 亿元、盈余公积 0.55 亿元、未分配利润 5.24 亿元和其他综合收益 0.05 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 227.24 亿元（其中少数股东权益为 193.12 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，权益稳定性弱。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 110.39 亿元，同比增长 95.71%，系合并辽宁成大全年收入所致。同期营业成本为 86.51 亿元，同比增长 85.05%，收入增速高于成本增速，公司营业利润率由 16.53%上升至 20.94%。

2016 年，公司期间费用 25.86 亿元，同比大幅增长。其中销售费用 9.80 亿元、管理费用 9.47 亿元、财务费用 6.58 亿元。2016 年期间费用占营业收入比重为 23.42%，公司费用控制能力有所下降，对利润侵蚀较大。

2016 年，公司资产减值损失 1.09 亿元，主要系公司减少存货减值损失所致。

2016 年，公司投资收益 15.61 亿元，同比大幅增长 270.07%。主要是辽宁成大持有的广发证券的投资收益，截至 2016 年广发证券对辽宁成大贡献的投资收益为 13.19 亿元，占到当期营业利润比例的 94.35%。2016 年辽宁成大收到广发证券现金分红 10.01 亿元，辽宁成大 2016 年底未向公司发放现金分红。公司盈利对投资收益依赖程度高。

2016 年，公司营业外收入为 0.44 亿元，同比大幅减少，主要构成是政府补助为 0.32 亿元。

2016 年，公司利润总额 10.23 亿元，同比增长 647.87%。

从盈利指标看，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.06%和 3.93%，分别增加 3.28 个百分点和 3.64 个百分点。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 37.14 亿元，利润总额为 6.90 亿元。

总体看，受合并范围影响，跟踪期内公司收入大幅增长，利润来源主要为广发证券的投资收益。公司主营业务盈利能力偏弱，但投资收益较稳定。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年公司经营活动现金流入量为 111.92 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 107.15 亿元；公司经营活动现金流出量为 105.83 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 82.24 亿元；公司经营活动现金流净额为 6.09 亿元。2016 年公司现金收入比为 97.07%，较 2015 年略有下降。

投资活动方面，2016 年投资活动现金流入量为 32.71 亿元；投资活动现金流出为 96.35 亿元，其中 90.52 亿元投资支付的现金主要为收购中华股份支付的现金。2015 年投资活动现金流净额为-63.64 亿元。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入量为 186.61 亿元，主要是取得借款收到的现金 180.41 亿元；筹资活动现金流出量为 141.92 亿元；筹资活动现金流净额为 44.69 亿元。

2017 年 1～3 月，公司经营活动现金流净额为-3.99 亿元，其中公司购买商品、支付劳务支出的现金小于销售商品、提供劳务收到的现金，主要系大众商品结算周期延长所致；公司投资活动现金流净额为-15.58 亿元，其中投资支付的现金 17.88 亿元，主要系银行理财的现金支出。公司筹资活动现金流净额为 14.59 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，公司现金获取能力一般。2016 年以来，公司因收购中华控股 19.595%股权，导致投资现金流出及融资现金流入大幅上升，考虑到公司在建工程规模小，未来资本支出压力较小。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 60.40%和 45.04%，同比均有较大程度下滑；截至 2017 年 3 月底，上述指标分别为 64.13%和 50.02%。2016 年公司经营现金流动负债比为 3.69%。公司短期债务大幅增长，面临较大短期偿债压力。

从长期偿债能力看，2016年公司EBITDA为20.97亿元，EBITDA利息倍数为3.29倍；全部债务/EBITDA为7.02倍。总体看，公司长期偿债能力指标增长明显，公司长期偿债能力尚可。

截至2017年3月底，公司合并口径下对外担保余额共计1.32亿元。公司担保对象为辽宁建工集团有限公司，向光大银行浑南支行取得0.5亿元贷款，公司承担连带责任保证；公司子公司电机集团为抚顺煤矿电机制造有限责任公司向兴业银行沈阳分行取得的0.82亿元银行贷款提供无限连带责任保证担保。截至目前，被担保对象均经营正常。

截至2017年3月底，公司合并口径获得各家银行授信额度为人民币158.92亿元，尚未使用额度人民币61.84亿元；子公司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。

6. 母公司财务分析

截至 2016 年底，母公司资产总额 52.16 亿元，流动资产 14.83 亿元（占 28.43%），非流动资产 37.33 亿元（占 71.57%）；流动资产主要由其他流动资产和其他应收款构成，分别为 9.40 亿元和 4.95 亿元；非流动资产主要是长期股权投资 31.44 亿元。

截至 2016 年底，母公司负债合计 22.35 亿元，流动负债 17.82 亿元（占 79.69%），非流动负债 4.54 亿元（占 20.31%）；流动负债中短期借款、其他应付款和一年内到期非流动负债规模较大，分别为 3.00 亿元、7.56 亿元和 6.89 亿元；非流动负债以应付债券为主，为 4.00 亿元。2016 年底，母公司有息负债 12.43 亿元，资产负债率为 42.85%。

截至 2016 年底，母公司所有者权益合计 29.81 亿元，其中实收资本 10.00 亿元，资本公积 15.08 亿元，盈余公积 0.55 亿元、未分配利润 4.18 亿元。

盈利能力方面，2016 年母公司营业收入增长至 1.95 亿元；营业成本 1.55 亿元。由于期间费用占比大和投资收益减少的原因，截至 2016

年底，母公司营业利润为-0.26 亿元。

总体看，公司本部盈利能力较弱，主业呈亏损状态，有息债务规模大，货币资金不充足，投资收益对利润贡献小。

7. 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 2017 年 7 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。

8. 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划转、财政补贴等方面的综合分析，跟踪期内公司整体抗风险能力强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

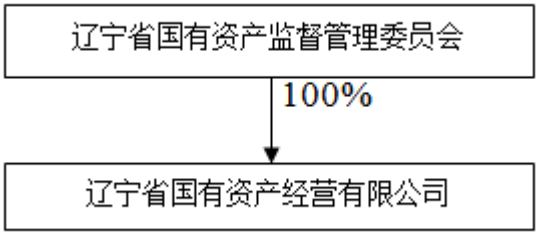
截至目前，公司存续期内债券为“14辽国资MTN001”，待偿还金额为4亿元。2016年，公司EBITDA和经营活动净现金流分别为20.97亿元和6.09亿元，分别是“14辽国资MTN001”本金的5.24倍和1.52倍。

总体看，公司EBITDA对“14辽国资MTN001”保障程度高。

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^+，评级展望为稳定，并维持“14 辽国资 MTN001”的信用等级 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.89	41.95	30.17	25.20
资产总额(亿元)	80.13	364.66	411.88	429.16
所有者权益(亿元)	29.10	223.81	219.09	227.24
短期债务(亿元)	26.04	71.40	127.29	143.07
长期债务(亿元)	5.89	25.45	19.85	19.89
全部债务(亿元)	31.92	96.85	147.14	162.96
营业收入(亿元)	39.66	56.40	110.39	37.14
利润总额(亿元)	-0.49	1.37	10.23	6.90
EBITDA(亿元)	1.38	5.19	20.97	--
经营性净现金流(亿元)	-0.89	-5.57	6.09	-3.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.09	4.21	5.35	--
存货周转次数(次)	4.75	3.08	3.77	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.25	0.28	--
现金收入比(%)	91.67	101.30	97.07	98.38
营业利润率(%)	11.21	16.53	20.94	13.93
总资本收益率(%)	0.58	0.78	4.06	--
净资产收益率(%)	-2.72	0.29	3.93	--
长期债务资本化比率(%)	16.82	10.21	8.31	8.05
全部债务资本化比率(%)	52.31	30.20	40.18	41.76
资产负债率(%)	63.68	38.62	46.81	47.05
流动比率(%)	79.61	116.60	60.40	64.13
速动比率(%)	57.09	97.32	45.04	50.02
经营现金流动负债比(%)	-2.07	-5.22	3.69	-9.15
EBITDA 利息倍数(倍)	0.47	2.49	3.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.15	18.66	7.02	--

注：1.2017 年一季报财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券已计入短期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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-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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　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

附件 4-3　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。