

# 信用等级公告

联合[2018] 1921 号

联合资信评估有限公司通过对辽宁省国有资产经营有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持辽宁省国有资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“14 辽国资 MTN001”信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年七月二十四日



## 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<sup>+</sup> 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定

### 债项信用

名称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 辽国资 MTN001	4 亿元	2019/07/23	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

跟踪评级时间: 2018 年 7 月 24 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	41.95	30.17	39.78	41.57
资产总额(亿元)	364.66	411.88	436.18	452.09
所有者权益(亿元)	223.81	219.09	235.26	236.62
短期债务(亿元)	71.40	127.29	115.83	111.04
长期债务(亿元)	25.45	19.85	39.86	58.73
全部债务(亿元)	96.85	147.14	155.69	169.77
营业收入(亿元)	56.40	110.39	170.60	46.18
利润总额(亿元)	1.37	10.23	16.34	1.44
EBITDA(亿元)	5.19	20.97	27.01	--
经营性净现金流(亿元)	-5.57	6.09	7.53	-1.47
营业利润率(%)	16.53	20.94	14.87	12.26
净资产收益率(%)	0.29	3.93	6.33	--
资产负债率(%)	38.62	46.81	46.06	47.66
全部债务资本化比率(%)	30.20	40.18	39.82	41.78
流动比率(%)	116.60	60.40	70.31	78.45
经营现金流流动负债比(%)	-5.22	3.69	4.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.66	7.02	5.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	3.29	4.13	--

注: 1.2018 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 刘然

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。2017 年,公司子公司辽宁成大股份有限公司(以下简称“辽宁成大”)主动扩大钢贸业务规模,营业收入增长 59.99%;人用狂犬病疫苗维持 50% 左右的市场占有率,盈利能力强;医药连锁产业稳步发展,目前拥有 1260 家门店,在辽宁地区具有较强的竞争优势;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。近年来广发证券投资收益稳定且现金分红情况良好,2017 年分别为 14.12 亿元和 4.38 亿元。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、能源开发业务持续亏损以及公司债务规模持续增长、债务结构有待优化等因素对公司信用水平可能带来一定影响。

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<sup>+</sup>，“14 辽国资 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定。

### 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和省内经营不良资产的唯一平台,得到了政府在股权划拨和财政补助等方面的大力支持。
2. 辽宁成大狂犬病疫苗知名度高、市场占有率高,盈利能力强;医药连锁产业发展良好,目前拥有 1260 家门店,在辽宁地区具有较强的竞争优势。
3. 辽宁成大持有 12.50 亿股广发证券股份,无抵质押,变现能力强,投资收益稳定,且每年现金分红情况良好,2017 年分别为 14.12 亿元和 4.38 亿元。

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，对子公司辽宁成大控制力较弱。

## 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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 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2018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2018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2017年底，公司资产总额为436.18亿元，所有者权益235.26亿元（含少数股东权益201.61亿元）。2017年，公司实现营业收入170.60亿元，利润总额16.34亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额为452.09亿元，所有者权益236.62亿元（含少数股东权益202.59亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入46.18亿元，利润总额1.44亿元。

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。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
14辽国资MTN001	4	4	2014-07-23	2019-07-23

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向



民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）

小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临

挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

## 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。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化，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

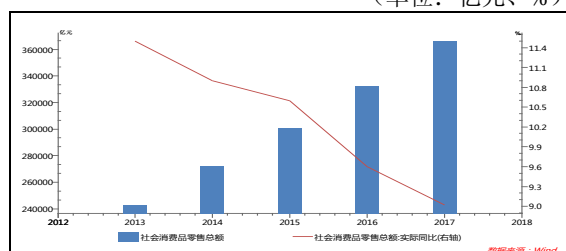
近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。海关统计数据 displays，2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.79 万亿元人民币，比 2016 年增长 14.2%。2017 年，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续了 2016 年下半年以来回稳向好走势。其中，出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。总体看，2017 年进出口呈现回稳向好态势，但外贸发展仍然面临一些挑战。

中国近年来采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

### (2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2017 全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况  
(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长

后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

## 六、基础素质分析

截至 2018 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。

表 2 2017 年下属子公司主要财务指标

(单位：%、亿元)

名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	利润总额
辽宁成大	11.11	355.16	213.69	139.99	16.21
时代万恒集团	100.00	42.63	13.20	17.32	0.13

资料来源：联合资信整理

## 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、重大事项

### 1. 特华投资增持子公司辽宁成大股份至 8.06%

子公司辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”）于 2017 年 7 月 14 日对外公告称：特华投资控股有限公司（以下简称“特华投资”）于 2017 年 7 月 11 日通过大宗交易方式增持公司 5000 万股股票，并于 7 月 13 日通过集中竞价方式增持公司 1630564 股股票（以下合称“本次权益变动”），合计增持股份占公司已发行股份的 3.376%。本次权益变动后，特华投资合计共持有辽宁成大 76416993 股股份，占



辽宁成大已发行股份的 4.996%。

2017 年 6 月 20 日,《辽宁成大股份有限公司简式权益变动报告书》公告称,根据《股份转让协议》,特华投资以 20 元/股的价格受让前海开源管理的资产管理计划及公募基金持有的辽宁成大合计 9279.01 万股股份,权益变动后,特华投资合计将持有辽宁成大 1175.77 万股股份,占辽宁成大已发行股份的 7.68%,但后终止。截至 2018 年 3 月底,特华投资从公开市场增持股票,目前持股比例 8.06%。

## 2. 子公司成大集团解散并注销

2018 年 3 月 14 日,公司对外公告称:根据辽宁省国资委《关于注销辽宁成大集团有限公司的批复》辽国资产权[2018]20 号文件,公司将通过吸收合并的方式对辽宁成大集团有限公司(以下简称“成大集团”)进行合并,合并后成大集团解散并注销,公司承继成大集团全部资产、债权、债务。合并完成后,公司将直接持有辽宁成大 11.11% 股权。

## 3. 子公司时代万恒股份定增募资8亿元,投资锂离子动力电池项目

根据2017年2月8日辽宁时代万恒股份有限公司(以下简称“时代万恒股份”)最新调整的非公开发行股票预案显示,时代万恒股份拟以不低于11.70元/股的价格向包括控股股东辽宁时代万恒控股集团有限公司(以下简称“时代万恒集团”)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,其中时代万恒集团承诺认购5亿元。

该定增方案已于2017年12月12日实施完

毕。

## 九、经营分析

公司作为辽宁省国资委旗下国有独资企业,主要承担省国资委授权范围内的国有资本市场化、专业化运作,持有国有参股企业国有股权,接收并整合国有资本退出企业剩余国有资产,优化国有资产配置等任务。公司主营业务较分散,从收入贡献看,经营主体主要为子公司辽宁成大(持股比例 11.11%)及时代万恒集团,持股比例 100%),两者收入合计 157.31 亿元,贡献 92.21% 的收入。

2017 年,公司实现主营业务收入 169.55 亿元,同比增长 54.83%,主要系辽宁成大扩大钢贸等业务规模所致。收入构成方面,贸易业务是公司收入的主要来源,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。

毛利率方面,2017 年公司综合毛利率同比减少 6.11 个百分点至 15.29%。其中,电机及配件销售业务毛利率为 9.43%,同比增加 6.67 个百分点,主要系产品销售收入增长所致;国有资产经营管理业务毛利率 3.81%,同比减少 13.57 个百分点,主要系国有资产业务各期类型不一致所致;物业管理业务毛利率 3.38%,同比减少 12.93 个百分点,主要系年内对部分资产进行维修导致经营成本增加所致。其余业务毛利率变动不大。

2018 年 1~3 月,公司实现主营业务收入 46.18 亿元,同比增长 24.34%。公司综合毛利率较 2017 年下滑 2.62 个百分点至 12.67%。

表 3 近年来公司主营业务收入和毛利构成(单位:万元、%)

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	80003.33	14.36	0.67	--	--	--	--	--	--	--	--	--
电机及配件销售	13311.91	2.39	11.83	9385.10	0.86	2.76	17698.93	1.04	9.43	28.28	0.01	2.68

展览	20258.35	3.64	61.45	20516.52	1.87	65.23	19282.85	1.14	62.68	4702.39	1.02	65.58
国有资产经营管理	16646.08	2.99	36.61	18746.81	1.71	17.38	87595.55	5.17	3.81	2455.00	0.53	1.00
酒店经营	2186.36	0.39	27.74	2073.76	0.19	30.70	1877.75	0.11	17.71	451.85	0.10	22.98
物业管理	1418.12	0.25	18.98	1324.27	0.12	16.31	1202.78	0.07	3.38	141.83	0.03	3.11
贸易	361518.22	64.88	12.27	577704.87	52.75	7.36	1097103.12	64.71	7.10	343958.97	74.48	6.81
房地产	11249.06	2.02	28.75	5001.21	0.46	9.96	18560.00	1.09	10.99	1922.00	0.42	11.80
生物制药	17550.29	3.15	85.16	102966.12	9.40	85.63	127603.98	7.53	87.43	24806.55	5.37	85.40
能源开发	4565.09	0.82	10.44	5225.64	0.48	3.95	8949.91	0.53	-0.83	2404.17	0.52	9.20
环境治理	8881.42	1.59	24.68	6683.39	0.61	46.77	--	--	--	--	--	--
其他业务	19592.10	3.52	32.35	345447.53	31.55	23.75	315581.92	18.61	21.48	80960.17	17.53	23.94
<b>合计</b>	<b>557180.33</b>	<b>100.00</b>	<b>16.71</b>	<b>1095075.21</b>	<b>100.00</b>	<b>21.40</b>	<b>1695456.79</b>	<b>100.00</b>	<b>15.29</b>	<b>461831.21</b>	<b>100.00</b>	<b>12.67</b>

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，以及时代万恒集团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<sup>1</sup>，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。

2017年，公司已签订打包回购金融债权协议2份，涉及企业58家，涉及不良金融债权本息合计人民币18亿元。

2017年，公司国有资产经营管理（债权包处理）业务实现收入8.76亿元，同比增长368.45%；毛利率为3.81%，同比下滑13.57个百分点，主要系国有资产业务各期经营类型不同，毛利率不具备可比性。2018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1.00%。

### 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。辽宁成大持有广发证券股份

有限公司（以下简称“广发证券”）12.50亿股份，系广发证券大股东之一（持股比例16.40%，无抵质押）。截至2017年底，辽宁成大资产总计355.16亿元，所有者权益合计213.69亿元（其中包含少数股东权益13.24亿元）。2017年辽宁成大实现营业收入139.99亿元，利润总额16.21亿元。其中，广发证券为辽宁成大贡献投资收益14.12亿元，收到现金分红4.38亿元。

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”）、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。2017年，辽宁成大生物医药业务实现收入12.76亿元，同比增长23.88%。2018年1~3月，公司生物制药收入2.48亿元，同比增长14.79%，占2017年全年收入的19.44%。

医药连锁方面，成大方圆被认定为“中国

<sup>1</sup> 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。

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 2018 年 3 月底，成大方圆共有门店 1260 家，其中辽宁省内 991 家，占比达 78.65%。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。2017 年医药连锁全年实现收入 31.14 亿元，同比变化不大。

国内贸易业务主要包括钢铁、化工、煤炭等品种。钢贸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，2017 年钢铁产品贸易规模大幅增长，实现收入 58.53 亿元，主要系受供给侧改革影响，钢价回升，钢贸环境改善，辽宁成大主动扩大钢贸业务所致。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，2017 年煤炭贸易全年实现收入 10.23 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。2017 年实现收入 20.70 亿元，其中纺织品类收入 9.56 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 2017 年底，新疆宝明总资产 48.63 亿元，所有者权益 6.99 亿元，2017 年实现销售收入 0.90 亿元，利润总额 -4.72 亿元，亏损同比增加 2.93 亿元，主要系存货减值损失所致。

### 3. 时代万恒集团

时代万恒集团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 2017 年底，时代万恒集团资产总额 42.63 亿元，所有者权益 13.20 亿元；2017 年时代万恒集团实现营业收入 17.32 亿元，同比增长 4.17%，利润总额 0.13 亿元，实现扭亏，主要系林业大幅减亏以及投资收益增长所致。

时代万恒集团子公司时代万恒股份，于 2000 年在上海证券交易所成功上市，股票代码为 600241，其主营业务包括服装进出口贸易、电池制造销售和房地产开发及销售等，是时代万恒集团的核心企业，也是全国服装出口百强企业。进口贸易方面，时代万恒股份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，2017 年房地产业务确认收入 1.86 亿元，销售面积 1.55 万平方米，毛利率为 10.99%；2018 年 1~3 月房地产业务收入 0.19 亿元，销售面积 1776.43 平方米。时代万恒集团目前无土地储备，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 2018 年 3 月底待售面积约 4.50 万平方米。

## 十、财务分析

公司提供的 2017 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结论。公司提供的 2018 年一季报财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年公司新增纳入合并范围子公司 2 家。2018 年 1~3 月，公司新增

纳入合并范围子公司 1 家。合并范围变化对财务数据的可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产总额为 436.18 亿元，所有者权益 235.26 亿元（含少数股东权益 201.61 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 170.60 亿元，利润总额 16.34 亿元。

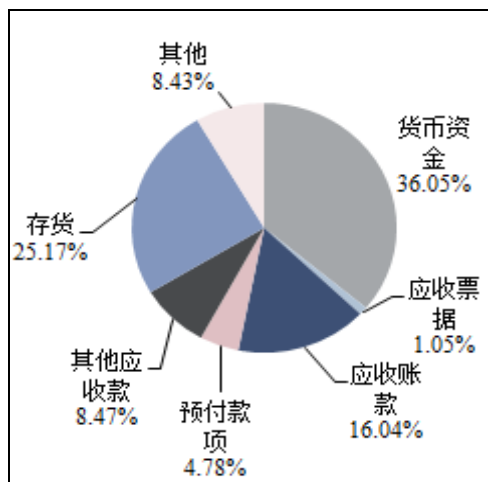
截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 452.09 亿元，所有者权益 236.62 亿元（含少数股东权益 202.59 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.18 亿元，利润总额 1.44 亿元。

### 1. 资产质量

#### 流动资产

截至 2017 年底，公司资产总额为 436.18 亿元，同比增长 5.90%。其中，流动资产占 24.46%，非流动资产占 75.54%；公司资产以非流动资产为主。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司流动资产为 106.68 亿元，同比增长 6.94%，主要以货币资金、存货、应收账款和其他流动资产为主。

截至 2017 年底，公司货币资金为 38.46 亿元，同比增长 33.19%，主要以银行存款（占 90.59%）为主；受限资金规模为 3.59 亿元，主要为承兑汇票、信用证等各类保证金。

截至 2017 年底，公司应收账款为 17.11 亿

元，同比下降 7.96%，共计提坏账准备 4.52 亿元，计提比例 20.90%。账龄方面，1 年以内占 77.96%、1~2 年占 7.51%、2~3 年占 6.93%、3 年以上占 7.60%，应收账款整体账龄较短。期末应收账款前五名合计占比 30.94%，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 2017 年底，公司其他应收款为 9.04 亿元，同比增长 34.21%，其款项性质主要系往来款。其中，应收辽宁省国资委 4.39 亿元。

截至 2017 年底，公司存货为 26.86 亿元，同比增长 5.89%。构成方面，以开发产品（占 19.66%）和产成品（占 46.50%）为主。公司计提跌价准备 0.77 亿元，主要是对子公司辽宁成大油页岩产品计提的跌价准备。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 8.57 亿元，同比下降 39.43%，主要系债权资产减少所致。其中，债权资产 2.03 亿元，银行理财产品 4.13 亿元。

#### 非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 329.50 亿元，主要以长期股权投资（占 70.64%）和固定资产（占 12.77%）为主。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 232.76 亿元，同比增长 5.10%，主要由子公司辽宁成大持有的广发证券股权（账面价值 139.41 亿元）和中华控股股权（账面价值 88.66 亿元）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产为 42.08 亿元，同比变化不大。其中，房屋及建筑物占 64.90%，机械设备及用具占 32.27%。公司固定资产折旧计提额为 16.19 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值 9.95 亿元，同比增长 95.89%，主要系新疆宝明油页岩综合开发利用技术改造项目增加投入所致。

截至 2017 年底，公司无形资产 16.37 亿元，



主要是土地使用权（占48.01%）和采矿权（占38.49%）。

截至2018年3月底，公司资产总额452.09亿元，较2017年底增长3.65%。

总体看，公司资产规模进一步上升，非流动资产中广发证券和中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华控股”）的长期股权投资账面价值高，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2017年底，公司负债总额200.92亿元，同比增长4.21%。从构成看，流动负债占75.52%；非流动负债占24.48%，公司负债以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债151.74亿元，同比下降8.13%，以短期借款（占50.38%）、应付账款（占9.57%）和其他流动负债（占19.11%）为主。

截至2017年底，公司短期借款76.44亿元，同比增长26.40%，主要系贸易规模扩大所致。从构成看，以保证借款（占19.99%）和信用借款（占71.77%）为主。

截至2017年底，公司其他应付款14.44亿元，主要为往来款。

截至2017年底，公司其他流动负债合计29.00亿元，同比下降22.27%，主要系前期发行的短期融资券及超短期融资券到期兑付所致。

截至2017年底，公司非流动负债合计49.18亿元，同比增长77.97%，主要由长期借款（占21.24%）和应付债券（占59.82%）构成。

有息债务方面，截至2017年底，公司全部债务155.69亿元。从构成看，短期债务占74.40%，长期债务占25.60%，长期债务比重有所上升，但仍以短期债务为主。

债务指标方面，截至2017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46.06%、39.82%和14.49%。

截至2018年3月底，公司负债总额215.47亿元，较2017年底增长7.24%。从构成看，流动负债占68.46%，非流动负债占31.54%。公司全部债务169.77亿元，较2017年底增长9.04%。截至2018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47.66%、41.78%和19.89%，债务负担有所增加。

总体看，贸易规模扩大增加了公司的融资需求，短期债务快速增长，存在一定短期偿债压力，债务结构有待优化。

### 所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计235.26亿元（其中少数股东权益为201.61亿元），同比增长7.38%。归属于母公司所有者权益中，实收资本10.00亿元，资本公积16.79亿元，未分配利润6.15亿元。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计236.62亿元（其中少数股东权益为202.59亿元），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

2017年，公司实现营业收入170.60亿元，同比增长54.54%，主要系子公司辽宁成大钢贸业务规模扩张所致。同期，公司营业成本为144.31亿元，同比增长66.81%，成本增速高于收入增速，2017年公司营业利润率由20.94%下降至14.87%。

2017年，公司期间费用26.85亿元，较上年变化不大。其中，销售费用11.54亿元，同比增长17.69%，主要系工资、调研费及差旅费增长所致。2017年公司期间费用占营业收入比重为15.74%，公司费用控制能力有所改善。

2017年，公司资产减值损失1.45亿元，主要由公司存货减值损失构成。

2017年，公司实现投资收益21.46亿元，同比增长37.50%，主要系辽宁成大持有的广发



证券及中华控股的投资收益。2017年广发证券和中华控股对辽宁成大贡献的投资收益分别为14.15亿元和2.13亿元。公司盈利对投资收益依赖程度很高。

2017年，公司利润总额16.34亿元，同比增长59.80%。

从盈利指标看，2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.43%和6.33%，同比分别增加1.37个百分点和2.40个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入46.18亿元，利润总额为1.44亿元。

总体看，跟踪期内，受贸易业务扩张影响，公司营业收入大幅增长，利润来源主要为广发证券及中华控股的投资收益。公司主营业务盈利能力偏弱，但投资收益规模较大且具有一定持续性。

#### 4. 现金流及保障

经营活动方面，2017年公司经营活动现金流入量为163.13亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金158.69亿元；公司经营活动现金流出量为155.60亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金127.17亿元；公司经营活动现金流净额为7.53亿元。2017年公司现金收入比为93.02%，较2016年略有下降。

投资活动方面，2017年投资活动现金流入量为38.71亿元；投资活动现金流出为40.34亿元，其中投资支付的现金为29.23亿元，主要为银行理财现金支出。2017年公司投资活动现金流净额为-1.63亿元。

筹资活动方面，2017年公司筹资活动现金流入量为167.57亿元，主要是取得借款收到的现金160.49亿元；筹资活动现金流出量为161.99亿元；筹资活动现金流净额为5.58亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金净流出1.47亿元；投资活动现金净流出7.38亿元；公司筹资活动现金净流入12.14亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，公司现金获取能力尚可。考虑到公司在建工程

规模较小，未来资本支出规模较小。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为70.31%和52.61%，同比均有所上升，但依然较弱；截至2018年3月底，上述指标分别为78.45%和58.80%。2017年公司经营现金流动负债比为4.96%。公司仍以短期债务为主，面临较大短期偿债压力。

从长期偿债能力看，2017年公司EBITDA为27.01亿元，EBITDA利息倍数为4.13倍，同比增加0.84个百分点；全部债务/EBITDA为5.76倍，同比减少1.26个百分点。总体看，公司长期偿债能力持续改善。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

截至2018年3月底，公司合并口径获得各家银行授信额度为人民币161.47亿元，尚未使用额度人民币71.30亿元；子公司时代万恒股份和辽宁成大为上市公司。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2017年底，母公司资产总额48.96亿元，流动资产11.44亿元（占23.37%），非流动资产37.52亿元（占76.63%）；流动资产主要由其他流动资产和其他应收款构成，分别为2.08亿元和7.62亿元；非流动资产主要是长期股权投资31.67亿元。

截至2017年底，母公司负债合计19.11亿元，流动负债14.41亿元（占75.41%），非流动负债4.70亿元（占24.59%）；流动负债中短期借款和其他应付款规模较大，分别为4.00亿元和10.04亿元；非流动负债以应付债券为主，为4.00亿元。截至2017年底，母公司有息负债8.70亿元，资产负债率为39.03%。

截至2017年底，母公司所有者权益合计29.85亿元，其中实收资本10.00亿元，资本公积15.30亿元，盈余公积0.55亿元、未分配利润4.01亿元。

盈利方面，2017年，母公司营业收入大幅

增至 8.76 亿元；营业成本 8.43 亿元，投资收益 0.13 亿元，母公司利润总额 0.12 亿元。

总体看，公司本部盈利能力较弱，利润对投资收益依赖度高。

#### 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 2018 年 6 月 13 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分析，公司整体抗风险能力很强。

### 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。2017年，公司EBITDA和经营活动净现金流分别为27.01亿元和7.53亿元，分别是“14辽国资MTN001”待偿还本金的6.75倍和1.88倍。

总体看，公司 EBITDA 对“14 辽国资 MTN001”保障程度高。

表4 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

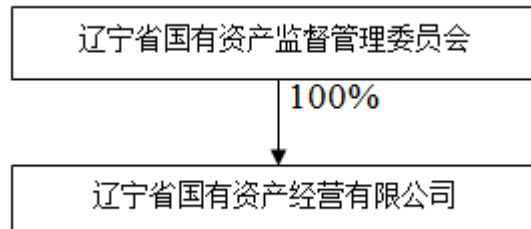
项目	2017 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	40.78
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.88
EBITDA/应付债券余额	6.75

资料来源：联合资信整理

### 十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“14 辽国资 MTN001”的信用等级 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 附件 1 公司股权结构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	41.95	30.17	39.78	41.57
资产总额(亿元)	364.66	411.88	436.18	452.09
所有者权益(亿元)	223.81	219.09	235.26	236.62
短期债务(亿元)	71.40	127.29	115.83	111.04
长期债务(亿元)	25.45	19.85	39.86	58.73
全部债务(亿元)	96.85	147.14	155.69	169.77
营业收入(亿元)	56.40	110.39	170.60	46.18
利润总额(亿元)	1.37	10.23	16.34	1.44
EBITDA(亿元)	5.19	20.97	27.01	--
经营性净现金流(亿元)	-5.57	6.09	7.53	-1.47
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	4.21	5.35	9.04	--
存货周转次数(次)	3.08	3.77	5.53	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.28	0.40	--
现金收入比(%)	101.30	97.07	93.02	91.78
营业利润率(%)	16.53	20.94	14.87	12.26
总资本收益率(%)	0.78	4.06	5.43	--
净资产收益率(%)	0.29	3.93	6.33	--
长期债务资本化比率(%)	10.21	8.31	14.49	19.89
全部债务资本化比率(%)	30.20	40.18	39.82	41.78
资产负债率(%)	38.62	46.81	46.06	47.66
流动比率(%)	116.60	60.40	70.31	78.45
速动比率(%)	97.32	45.04	52.61	58.80
经营现金流流动负债比(%)	-5.22	3.69	4.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	3.29	4.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.66	7.02	5.76	--

注：1.2018 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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。