信用等级公告

联合〔2019〕1882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^+，“14 辽国资 MTN001”债券信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

辽宁省国有资产经营有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	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^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 10 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.17	39.78	33.64	45.50
资产总额(亿元)	411.88	436.18	425.38	445.29
所有者权益(亿元)	219.09	235.26	233.14	240.99
短期债务(亿元)	127.29	115.83	108.92	99.63
长期债务(亿元)	19.85	39.86	42.09	58.06
全部债务(亿元)	147.14	155.69	151.00	157.70
营业收入 (亿元)	110.39	170.60	222.43	42.00
利润总额 (亿元)	10.23	16.34	6.44	5.97
EBITDA(亿元)	20.97	26.61	19.33	--
经营性净现金流(亿元)	6.09	7.53	8.88	2.81
营业利润率(%)	20.94	14.87	12.31	13.66
净资产收益率(%)	3.93	6.33	2.14	--
资产负债率(%)	46.81	46.06	45.19	45.88
全部债务资本化比率(%)	40.18	39.82	39.31	39.55
流动比率(%)	60.40	70.31	69.24	78.39
经营现金流动负债比(%)	3.69	4.96	6.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.02	5.85	7.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.29	4.07	2.35	--

注：1.2019 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　李 明
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和处置业务，在股权划拨、财政补助等方面得到政府的大力支持。跟踪期内，受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影响，公司营业收入同比较快增长；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 1487 家门店，在辽宁地区保持较强的竞争优势；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。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、利润对投资收益依赖度很高及债务结构以短期债务为主等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将围绕聚集资本和资本运作两大主要任务，逐步打造成金融服务控股集团，并成为国有资本运作管理公司中具有影响力的企业。

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^+，“14 辽国资 MTN001”的信用等级为 AA^+，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及市场占有率高，盈利能力强；医药连锁产业发展良好，目前拥有1487家门店，在辽宁地区具有较强的竞争优势。
3. 辽宁成大持有12.48亿股广发证券股份，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，2018年确认投资收益7.05亿元，收到现金分红5.00亿元。

4. 公司现金类资产和经营性净现金流对“14辽国资 MTN001”保障程度高。

关注

1. 公司本部资产以长期股权投资为主，且承担了部分融资职能，自身盈利能力及偿债能力弱。少数股东权益占比大，对子公司辽宁成大持股比例较低，权益稳定性弱。
2. 公司主业以贸易业务为主，盈利能力偏弱，利润总额对投资收益依赖度很高。
3. 公司有息债务以短期债务为主，债务结构有待优化，存在较大短期偿付压力。

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 2019 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 2019 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 2018 年底，公司资产总额为 425.38 亿元，所有者权益为 233.14 亿元（含少数股东权益 202.61 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 222.43 亿元，利润总额 6.44 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 445.29 亿元，所有者权益为 240.99 亿元（含少数股东权益 209.44 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 42.00 亿元，利润总额 5.97 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营运资金。截至目前，募集资金已全部按计划使用完毕，公司已按时付息。

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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增

幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从

贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%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

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但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，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017 年以来，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，延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018 年上半年，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，2018 年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018 年全年中国外贸进出口总值 30.51 万亿元人民币，同比增长 9.7%。其中，出口 16.42 万亿元，增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，增长 12.9%；贸易顺差 2.33 万亿元，收窄 18.3%。

2017 年 6 月，中国外贸出口先导指数结束连续 8 个月的上升首次出现下滑，截至 2017 年底中国外贸出口先导指数为 41.10%，较上月回落 0.70 个百分点，进入 2018 年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至 2018 年 4 月底的 41.00%，表明 2018 年中国出口仍面临一定压力。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

近几年，中国采取了一系列措施，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。2018 年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬

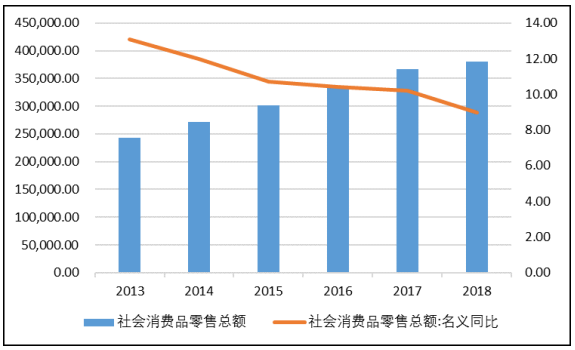
头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，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，2018 年中国社会消费品零售总额 380986.85 亿元，名义口径同比增长 8.98%。2019 年 1-3 月，中国社会消费品零售总额 97790 亿元，同比增长 8.3%，增速较上年同期回落 1.5 个百分点。

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。

（3）行业关注

受宏观经济影响，国内商品市场震荡回落

2014 年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求，对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。进入 2018 年，根据中国物流与采购联合会发布的数据，前三季度国内商品市场强势运行，其中文华商品指数一度达到 2014 年以来新高，大宗期货成为国内表现最好的一类资产。然而 2018 年四季度，随着国内经济数据的全面走弱，强势运行的商品期货也开始了一轮快速下跌。2018 年 12 月，大宗商品供应指数连续两个月回落，收至 98.9%，较上月回落 0.7 个百分点；销售指数止跌反弹至 97.0%，较上月微幅回升 0.2 个百分点，呈现出供应增速继续回落，终端需求低迷，库存增速减缓，商品价格降幅扩大等特点。

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

外部贸易环境日趋复杂

目前，全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显。中国加入世贸组织以来，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等。多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点对象，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有

针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。受全球贸易摩擦加剧等因素影响，世贸组织预计，2019 年全球贸易量增速将由 2018 年的 3.9%回落至 3.7%，连续两年下滑。

中美贸易摩擦升级

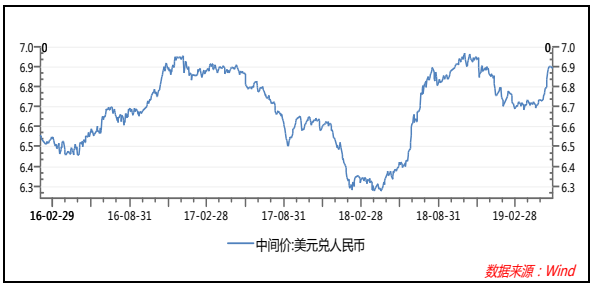
2018 年以来，中美在贸易领域的摩擦逐步升级。2018 年 3 月 22 日，美国宣布将对中国进口的商品进行大规模征收关税，并于 2018 年 3 月 9 日正式发布关税法令，分别对进口钢铁和铝征收 25%和 10%的关税；6 月 15 日，美国政府发布加征关税的商品清单；9 月 17 日，美国政府宣布将于 9 月 24 日起对约 2000 亿美元的中国产品加征关税，税率为 10%，并将在 2019 年 1 月 1 日起上升至 25%。针对美国采取的上述加征关税措施，中国商务部陆续出台了一系列促进外贸发展的政策措施，积极应对中美贸易摩擦；2018 年 4 月 2 日，为平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中国利益造成的损失，中国对自美进口的 128 项产品加征 15%或 25%的关税；8 月 3 日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5%不等的关税。经历多轮磋商，2018 年 12 月，中美双方暂时同意就防止贸易战升级达成一致。2019 年 5 月 10 日，美国正式对 2000 亿美元中国进口商品关税征收率从 10%提高到 25%。国务院关税税则委员会随即决定自 2019 年 6 月 1 日起，对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施 25%、20%或 10%加征关税，对之前加征 5%关税的税目商品，仍继续加征 5%关税。

2018 年中国对美进出口合计 4.18 万亿元，同比增长 5.7%，延续了增长态势。总体来看，尽管目前国内对美出口整体未受明显影响，但随着政策缓冲期失效及贸易双方抢出口效应释放完毕，贸易摩擦的影响可能逐步显现。

人民币汇率风险不断加大

2016 年以来，从基本面来看，市场普遍预期短期内中美利差收窄、中期内中国通胀率显著高于美国以及长期中国投资回报率的快速下降，美元兑人民币汇率延续贬值趋势，2016 年，美元兑人民币汇率由年初的 6.5032 元/美元跌至年底的 6.9370 元/美元。2017 年以来外汇监管力度趋于放松，美元兑人民币汇率止跌回升，呈双向波动趋势，2017 年底汇率收于 6.5342 元/美元，回归至 2015 年底汇率水平。2018 年 1 月，受暂停逆周期因子等因素的影响，人民币汇率持续走弱；2018 年 2-5 月，人民币汇率走势平稳，市场预期稳定，人民币兑美元汇率在 6.25 元/美元至 6.45 元/美元区间震荡；2018 年 6-8 月，受美国升级贸易制裁措施、美元指数走强等外部环境变化影响，人民币汇率快速贬值，截至 2018 年 7 月 17 日为 6.6821 元/美元。2018 年下半年，受贸易摩擦暂时缓和，市场情绪乐观影响，人民币短暂升值，2019 年 2 月底达到低点 6.6901 元/美元附近，随后 2019 年 3 月起人民币汇率启动新一轮贬值，截至 2019 年 5 月 27 日中间价为 6.8924 元/美元，逼近红线水平。

图 2 美元兑人民币汇率走势图（单位：元/美元）



资料来源：Wind 资讯

总体看，短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。在当前中国经济下行压力加大背景下，考虑到对美贸易为中国创造大量就业机会，中国对美国在关键技术进口以及融资上仍存在一定的依赖，若外需扩张受到冲击，将对中国贸易形势及国内经济产生复杂影响。

（4）行业政策

近年来，国务院发布《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进外贸回

稳向好的若干意见》等政策，提出了加强财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等方面具体措施。

2017 年 5 月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等 30 个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。2018 年底，中国已与 130 多个国家和国际组织签署了共建“一带一路”合作协议。同时，中国在自由贸易区建设方面持续发力，已与 25 个国家和地区达成了 17 个自贸协定，自贸伙伴遍及欧洲、亚洲、大洋洲、南美洲和非洲。政府积极培育外贸新业态新模式，目前跨境电商综合试验区总数达到 35 个，市场采购贸易方式试点达到 14 个，外贸综合服务企业发展政策不断完善。

2018 年以来，中国多次降低进口关税，关税总水平由 2017 年的 9.8%降至 7.5%，平均降幅达 23%，为企业减负从而保持外贸稳定增长。

目前，中国在积极应对外贸环境严峻挑战的同时，逐步推进自由贸易园区战略和“一带一路”建设，未来有望成为中国外贸新常态的方向和长期驱动因素。此外，随着国务院出台的一系列促进外贸发展政策的落实，切实为企业减负助力，完善营商环境，政策效应待进一步显现。

（5）行业发展

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，贸易保护主义抬头等因素对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

从行业参与者来看，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

六、基础素质分析

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 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、重大事项

1. 吸收合并成大集团

子公司辽宁成大于 2018 年 5 月 15 日对外公告称，为推动省属企业改革发展，推进辽宁成大集团有限公司（以下简称“成大集团”）重组事项，经辽宁省国资委批准，辽宁国资将吸收合并成大集团。辽宁国资存续，成大集团注销，成大集团的权利和义务由辽宁国资承继。

双方采取吸收合并的方式进行合并，合并日为2018 年 6 月 15 日。完成后，公司直接持有辽宁成大 11.11%股权。

2. 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，经营主体以子公司辽宁成大和时代万恒集团为主，2018 年两者收入合计 215.40 亿元，占公司主营业务收入的比重为 96.84%。

表 2　公司主要经营子公司 2018 年财务数据　（单位：亿元）

主要子公司	持股比例	质押率	主营业务	2018 年			
				总资产	净资产	营业收入	利润总额
辽宁成大	11.11%	--	生物制药、商品流通、进出口贸易、能源开发和股权投资等	357.87	216.16	192.75	9.83
时代万恒集团	100.00%	--	服装进出口贸易、电池制造销售和房地产开发及销售等	30.13	7.01	22.65	-2.37

资料来源：联合资信整理

注：时代万恒集团 2018 年亏损主要原因是镍氢电池市场总体需求萎缩、原材料价格上涨、林业持续亏损和计提商誉减值

2018 年，公司实现主营业务收入 221.46 亿元，同比增长 30.62%，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，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贸易收入；其他业务收入主要是辽宁成大医药连锁业务收入，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，近年来受低毛利率贸易业务规模持续增长影响，公司综合毛利率不断下降，2018 年为 12.58%，同比减少 2.71 个百分点。其中，电机及配件销售业务毛利率波动上升，2018 年为 7.38%；国有资产经营管理业务毛利率波动较大，2018 年为 16.80%，主要系国有资产业务各期类型不一致所致；贸易业务毛利率波动下降，2018 年为 3.26%，同比减少 1.70 个百分点，主要系子公司辽宁成大扩大钢贸等业务规模所致。其余业务毛利率变动不大。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 42.00 亿元，同比下降 9.05%，主要系贸易业务规模下降所致。毛利率方面，公司综合毛利率为 14.16%，同比增加 1.58 个百分点。

表 3　近年来公司主营业务收入和毛利构成（单位：万元、%）

项 目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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
电机及配件销售	9385.10	0.86	2.76	12104.68	0.71	9.24	21279.14	0.96	7.38	4631.12	1.10	5.30
展览	20516.52	1.87	65.23	19224.60	1.13	62.57	16149.69	0.73	62.54	4422.38	1.05	62.01
国有资产经营管理	18746.81	1.71	17.38	87595.55	5.17	3.86	19746.60	0.89	16.80	--	--	--
酒店经营	2073.76	0.19	30.70	2102.12	0.12	20.61	2224.22	0.10	31.69	333.78	0.08	-10.61
物业管理	1324.27	0.12	16.31	1155.16	0.07	-0.60	1145.56	0.05	10.17	143.93	0.03	-91.14
贸易	577704.87	52.75	7.36	1097046.18	64.71	4.96	1623191.89	73.30	3.26	279332.61	66.50	4.05
房地产	5001.21	0.46	9.96	16499.73	0.97	-4.48	20687.17	0.94	6.86	505.00	0.12	-37.23
生物制药	102966.12	9.40	85.63	127669.39	7.53	87.42	139057.19	6.28	85.16	28254.63	6.73	85.05
能源开发	5225.64	0.48	3.95	8959.25	0.53	-0.91	19805.30	0.89	-2.16	14838.50	3.53	8.22
环境治理	6683.39	0.61	46.77	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他业务	345447.53	31.55	23.75	323100.13	19.06	23.87	351290.06	15.86	25.71	87565.78	20.85	23.23
合 计	**1095075.21**	**100.00**	**21.40**	**1695456.79**	**100.00**	**15.29**	**2214576.82**	**100.00**	**12.58**	**420027.76**	**100.00**	**14.16**

资料来源：公司提供

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，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。

2018 年，公司已签订打包回购金融债权协议 3 份，涉及企业 420 家，涉及不良金融债权本息合计人民币 3.57 亿元。

2018 年，公司国有资产经营管理（债权包处理）业务实现收入 1.97 亿元，同比下降 77.51%；毛利率为 16.80%，同比增加 12.94 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。

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。截至 2018 年底，辽宁成大资产总计 357.87 亿元，所有者权益合计 216.16 亿元（其中包含少数股东权益 13.46 亿元）。2018 年，辽宁成大实现营业收入 192.75 亿元，利润总额 9.83 亿元。其中，广发证券为辽宁成大贡献投资收益 7.05 亿元，收到现金分红 5.00 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。其中，人用狂犬病疫苗市场占有率维持在 50%左右。2018 年，辽宁成大生物医药业务实现收入 13.91 亿元，同比增长 9.01%。

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 2019 年 3 月底，成大方圆

共有门店 1487 家，其中辽宁省内 1172 家，占比达 78.82%。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。2018 年医药连锁全年实现收入 30.27 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，2018 年钢铁产品贸易规模大幅增长，实现收入 109.21 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，2018 年煤炭贸易全年实现收入 18.68 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。2018 年实现收入 13.92 亿元，其中纺织品类收入 9.57 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 2018 年底，新疆宝明资产总额 51.43 亿元，所有者权益-3.03 亿元。2018 年，新疆宝明实现营业收入 1.98 亿元，利润总额-3.98 亿元，亏损同比减少 0.74 亿元。其中财务费用 1.80 亿元，主要为费用化利息支出；固定资产折旧 0.60 亿元；销售及管理费用 0.74 亿元；存货减值损失 0.30 亿元。

截至 2019 年 3 月底，辽宁成大对广发证券持股比例为 16.38%，为广发证券第二大股东，持有 12.48 亿股，均未质押。同时，辽宁成大持有中华保险 19.595%股权，也未质押。其中，2018 年广发证券投资收益同比大幅下滑主要系受证券市场波动影响。

表 4　辽宁成大主要金融机构股权投资情况

项目	2018 年		2019 年 1～3 月	
	广发证券	中华保险	广发证券	中华保险
初始投资额(亿元)	4.60	82.66	4.60	82.66
期末账面值(亿元)	139.46	89.53	145.64	91.51
持有/处置获得投资收益(亿元)	7.05	1.72	4.79	1.95
现金分红(亿元)	5.00	--	--	--

资料来源：公司提供

注：表中现金分红金额为辽宁成大当年实际收到的现金金额（含税）

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 2018 年底，时代万恒集团资产总额 30.13 亿元，所有者权益 7.01 亿元；2018 年时代万恒集团实现营业收入 22.65 亿元，同比增长 30.77%，利润总额-2.37 亿元，主要系时代万恒集团处于转型期，新旧动能转换不到位，新项目资金需求大，融资成本高，销售毛利率下降，计提商誉减值等多因素叠加所致。

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，2018 年房地产业务实现收入 2.07 亿元，销售面积 19788.74 平方米，毛利率为 6.86%。时代万恒集团目前无土地储备，也无在建房地产项目。大连普湾新区“万恒-天籁湾”项目于 2019 年 3 月 25 日在大连产权交易所挂牌出售，并于 5 月 8 日与意向方签署了产权交易合同，交易价款为人民币 20600.00 万元，在合同生效之日起 5 个工作日内支付首期付款（含交易保证金）本次交易价款总额的 30%，剩余交易价款人民币合同生效之日起 15 个工作日内支付至交易价款的 60%；在合同生效之日起 25 个工作日内支付至交易价款的 90%；在合同生效之日起 30 个工作日内付清全部交易价款。目前，该项目已开发完毕，由于周边房地产市场疲软，导致天籁湾项目销售不及预期。

4. 经营效率

从经营效率指标来看，2016-2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均不断上升，三年加权均值为 10.05 次、6.04 次和 0.47 次，2018 年分别为 12.54 次、7.25 次和 0.52 次。总体看，公司总体经营效率良好。

5、未来发展

公司将围绕聚集资本和资本运作两大主要任务，落实战略发展举措，逐步打造成金融服务控股集团，成为国有资本运作管理公司中具有影响力的企业。未来，公司定位为辽宁省国资委直属的大型、综合资本运营平台，将以股权经营、资金运作、战略投资、不良资产经营开发为主业支撑，以咨询服务、企业托管为辅助工具，形成公司融、投、管、退一体化资本运营及企业管理模式。公司作为持股主体和股权运作的载体，通过市场化、专业化的运作，发挥国有资本对接资本市场的操盘手作用，采取股权增持、减持、退出等方式，有效地配置国有资本，实现国有资本保值增值，为加速国有资产证券化，推动股权多元化，促进国有资产布局调整，深化国企改革和化解历史遗留问题提供有力的支撑，不断增强国有经济活力、控制力、影响力和抗风险能力。

十、财务分析

公司提供的 2018 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 2019 年一季报财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年因划拨新增 2 家子公司，因吸收合并成大集团，增加辽宁成大，减少成大集团。2019 年 1-3 月，公司合并范围未发生变化。合并范围变化对财务数据的可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司资产总额为 425.38 亿元，所有者权益为 233.14 亿元（含少数股东权益 202.61 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 222.43 亿元，利润总额 6.44 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 445.29 亿元，所有者权益为 240.99 亿元（含少数股东权益 209.44 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 42.00 亿元，利润总额 5.97 亿元。

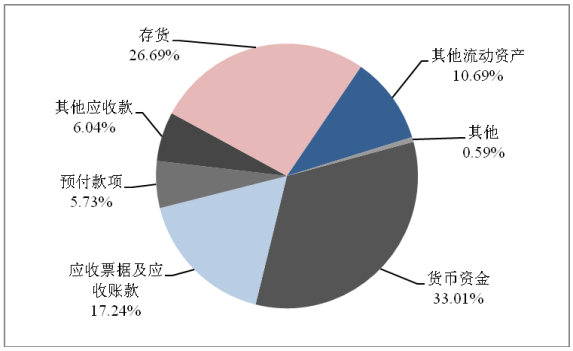
1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 425.38 亿元，同比下降 2.48%。其中，流动资产占 23.51%，非流动资产占 76.49%；公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 100.01 亿元，同比下降 6.25%，主要以货币资金、存货和应收账款为主。

图 3　截至 2018 底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司货币资金为 33.02 亿元，同比下降 14.15%，主要系偿还部分借款、支付部分采购款及固定资产投资所致。货币资金主要以银行存款（占 82.79%）为主；受限资金规模为 3.60 亿元，主要为银行存款保证金、承兑汇票及信用证保证金和结构性存款等。

截至 2018 年底，公司应收账款为 16.84 亿元，同比下降 1.61%，共计提坏账准备 1.77 亿元，计提比例为 9.51%。按账龄组合计提坏账准备的应收账款占 59%，其中 1 年以内的占 85.94%，应收账款整体账龄较短。期末应收账款前五名合计占 17.75%，集中度一般。

截至2018年底，公司其他应收款为6.04亿元，同比下降33.10%，其中应收辽宁省国资委的款项由4.39亿元下降至1.49亿元。

截至2018年底，公司存货为26.69亿元，同比下降0.63%。构成方面，以产成品（占49.44%）和开发产品（占11.87%）为主。公司累计计提存货跌价准备1.03亿元。

截至2018年底，公司其他流动资产为10.69亿元，同比增长24.83%，主要系待抵扣进项税和其他债权增加所致。其中，债权资产为2.03亿元，待抵扣进项税为3.28亿元，其他债权为4.50亿元。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计325.37亿元，主要由长期股权投资（占71.88%）和固定资产（占14.20%）构成。

截至2018年底，公司长期股权投资为233.89亿元，同比增长0.48%，主要由子公司辽宁成大持有的广发证券股权（账面价值139.68亿元）和中华保险股权（账面价值89.54亿元）构成。

截至2018年底，公司固定资产为46.22亿元，同比增长9.83%，主要系新疆宝明油页岩综合开发利用技术改造项目转固4.46亿元所致。固定资产构成中，房屋及建筑物占65.81%，机械设备及用具占31.53%。公司累计计提固定资产折旧18.84亿元。

截至2018年底，公司在建工程账面价值为11.50亿元，同比增长15.51%，主要系锂电池生产线增加投入所致。

截至2018年底，公司无形资产为16.27亿元，主要为土地使用权（8.19亿元）和采矿权（5.92亿元）。

截至2019年3月底，公司资产总额为445.29亿元，较2018年底增长4.68%。其中，货币资金为38.10亿元，较上年底增加5.08亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为7.40亿元，较上年底增加7.18亿元，主要系当期持有的金融资产公允价值变动所致；长期股权投资为242.98亿元，较上年底增加9.09亿元，主要系广发证券、中华保险投资收益增加及增加部分对外投资所致。

跟踪期内，公司资产规模小幅下降，非流动资产中广发证券和中华保险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 2018 年底，公司负债总额为 192.24 亿元，同比下降 4.32%。从构成看，流动负债占 75.14%；非流动负债占 24.86%，公司负债以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 144.45 亿元，同比下降 4.81%，主要由短期借款（占 36.03%）、应付账款（占 9.34%）、其他流动负

债（占 9.88%）、一年内到期的非流动负债（占 12.47%）和其他流动负债（占 24.23%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 52.04 亿元，同比下降 31.92%，主要系偿还部分短期借款所致。从构成看，短期借款以信用借款（占 67.08%）和保证借款（占 17.52%）为主。

截至 2018 年底，公司应付账款为 13.49 亿元，同比下降 7.10%；其他应付款为 14.27 亿元，同比下降 1.23%，主要为往来款（10.21 亿元）。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 18.01 亿元，同比增加 11.90 亿元，主要系一年内到期的应付债券增加所致；公司其他流动负债为 35.00 亿元，同比增加 6.00 亿元，主要系辽宁成大发行 10 亿元“18 辽成大 CP001”所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 47.79 亿元，同比下降 2.81%，主要由长期借款（占 23.18%）和应付债券（占 64.88%）构成。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务合计 151.00 亿元。从构成看，短期债务占 72.13%，长期债务占 27.87%，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 2018 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 45.19%、39.31%和 15.29%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 204.30 亿元，较 2018 年底增长 6.28%，主要系辽宁成大发行“19 辽成大 MTN001”和“19 辽成大 MTN002”合计 18.00 亿元所致。从构成看，流动负债占 68.82%，非流动负债占 31.18%。公司全部债务为 157.70 亿元，较 2018 年底增长 4.43%。截至 2019 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 45.88%、39.55%和 19.42%。

总体看，公司整体债务负担适宜，债务仍以短期债务为主，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 233.14 亿元（其中少数股东权益为 202.61 亿元），同比保持稳定。归属于母公司所有者权益中，实收资本为 10.00 亿元；资本公积为 15.86 亿元，同比下降 5.58%，主要系根据辽宁省国资委《关于印发<全省国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作方案>的通知》，将三级子公司沈阳煤矿建设机械厂土地无偿划出，以及吸收合并成大集团所致；未分配利润为 4.31 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 240.99 亿元（其中少数股东权益为 209.44 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

2018 年，公司实现营业收入 222.43 亿元，同比增长 30.39%，主要系子公司辽宁成大钢贸业务规模扩张所致。2018 年，公司营业成本为 194.10 亿元，同比增长 34.50%，成本增速高于收入增速。2018 年，公司毛利润为 28.33 亿元，同比增加 2.04 亿元。2018 年，公司营业利润率由上年的 14.87%下降至 12.31%。

2018 年，公司期间费用合计 28.99 亿元，同比增加 2.14 亿元。其中，销售费用为 12.78 亿元，同比增长 10.78%，主要系工资、办公、折旧及租赁、运杂费等增长所致；财务费用为 7.67 亿元，同比增长 15.34%。2018 年，公司期间费用占营业收入比重为 13.03%，公司费用控制能力有所改善，但仍对利润侵蚀影响大。

2018 年，公司实现投资收益 9.12 亿元，同比减少 12.34 亿元，主要系广发证券确认的权益法投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益减少所致。公司盈利对投资收益依赖程度很高。受此影响，公司利润总额 6.44 亿元，同比下降 60.59%。

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.44%和 2.14%，同比分别下降 1.89 个百分点和 4.02 个百分点。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 42.00

亿元，同比下降 9.05%；投资收益为 6.79 亿元，同比增加 4.17 亿元，主要系广发证券及中华控股权益法下确认的投资收益增加所致；利润总额为 5.97 亿元，同比增加 4.53 亿元。

跟踪期内，受贸易业务扩张影响，公司营业收入大幅增长，但主业盈利能力仍偏弱，利润总额对广发证券权益法下确认的投资收益依赖度很高。2018 年以来，受证券市场波动影响出现较大波动。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2018 年公司经营活动现金流入量为 198.43 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 189.67 亿元；公司经营活动现金流出量为 189.55 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 160.13 亿元；公司经营活动现金流净额为 8.88 亿元。2018 年公司现金收入比为 85.27%，较 2017 年减少 7.75 个百分点。

投资活动方面，2018 年投资活动现金流入 39.90 亿元；投资活动现金流出为 38.90 亿元，其中投资支付的现金为 30.61 亿元，主要为银行理财现金支出。2018 年公司投资活动现金流净额为 1.00 亿元。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入量为 131.34 亿元，主要是取得借款收到的现金 127.83 亿元；筹资活动现金流出量为 146.80 亿元；筹资活动现金流净额为-15.46 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金净流入 2.81 亿元；投资活动现金净流出 9.73 亿元；公司筹资活动现金净流入 8.25 亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模大，公司经营获现能力较强。考虑到公司在建工程未来投资规模较小，公司对外融资压力不大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 69.24%和 50.76%，同比均有所下降；截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 78.39%和 60.42%。2018 年公司经营现金流动负债比为 6.15%。公司债务结构仍以短期债务为主，面临较大短期偿债压力。

从长期偿债能力看，2018年公司EBITDA为19.33亿元，EBITDA利息倍数为2.35倍，全部债务/EBITDA为7.81倍。总体看，公司长期偿债能力有所弱化。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司合并口径获得各家银行授信额度为人民币 164.64 亿元，尚未使用额度人民币 94.22 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 2018 年底，母公司资产总额为 26.35 亿元，同比下降 46.17%，主要系其他应收款中应收辽宁省国资委款项减少及吸收合并成大集团导致长期股权投资减少所致。其中，流动资产为 7.28 亿元（占 27.63%），非流动资产为 19.07 亿元（占 72.37%）。流动资产主要由其他应收款和其他流动资产构成，分别为 4.54 亿元和 2.08 亿元；非流动资产主要由可供出售金融资产 5.42 亿元和长期股权投资 13.23 亿元构成。

截至 2018 年底，母公司负债合计 15.28 亿元，其中流动负债为 14.52 亿元，非流动负债为 0.76 亿元，同比减少 3.94 亿元，主要系“14 辽国资 MTN001”将于一年内到期转至流动负债所致；流动负债中其他应付款（合计）同比减少 2.90 亿元，主要系偿还借款所致。截至 2018 年底，母公司有息债务合计 7.70 亿元，资产负债率为 57.99%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 11.08 亿元，其中实收资本为 10.00 亿元；资本公积为-2.72 亿元，同比减少 18.02 亿元，主要系因吸收合并成大集团，对持有的辽宁成大股权的入账价值进行调整所致。

盈利方面，2018 年，母公司营业收入为 1.98 亿元，同比有所下降，主要系公司对不良债权业务经营模式进行调整所致。同期，母公司营

业成本为 1.64 亿元，投资收益为 0.37 亿元，母公司利润总额为-0.62 亿元。

总体看，公司本部资产以长期股权投资为主，且承担了部分融资职能，自身盈利能力及偿债能力弱。

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 2019 年 5 月 27 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。2018年，公司现金类资产和经营活动净现金流分别为33.64亿元和8.88亿元，分别是“14辽国资MTN001”待偿还本金的8.41倍和2.22倍。公司现金类资产和经营性净现金流对“14辽国资MTN001”保障程度高。

表5 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

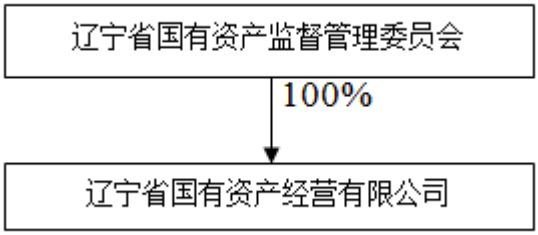
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	4.00
现金类资产/一年内到期债券余额	8.41

资料来源：联合资信整理

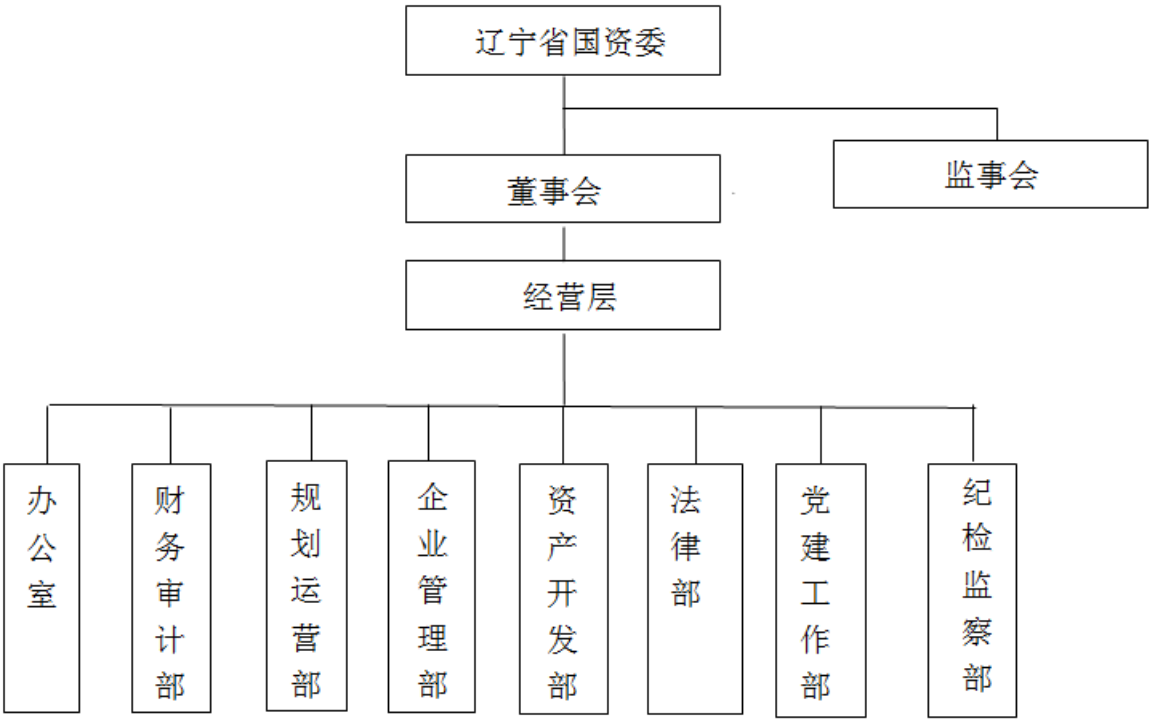
十二、结论

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^+，“14 辽国资 MTN001”的信用等级 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.17	39.78	33.64	45.50
资产总额(亿元)	411.88	436.18	425.38	445.29
所有者权益(亿元)	219.09	235.26	233.14	240.99
短期债务(亿元)	127.29	115.83	108.92	99.63
长期债务(亿元)	19.85	39.86	42.09	58.06
全部债务(亿元)	147.14	155.69	151.00	157.70
营业收入(亿元)	110.39	170.60	222.43	42.00
利润总额(亿元)	10.23	16.34	6.44	5.97
EBITDA(亿元)	20.97	26.61	19.33	--
经营性净现金流(亿元)	6.09	7.53	8.88	2.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.35	9.04	12.54	--
存货周转次数(次)	3.77	5.53	7.25	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.40	0.52	--
现金收入比(%)	97.07	93.02	85.27	88.68
营业利润率(%)	20.94	14.87	12.31	13.66
总资本收益率(%)	4.06	5.43	3.44	--
净资产收益率(%)	3.93	6.33	2.14	--
长期债务资本化比率(%)	8.31	14.49	15.29	19.42
全部债务资本化比率(%)	40.18	39.82	39.31	39.55
资产负债率(%)	46.81	46.06	45.19	45.88
流动比率(%)	60.40	70.31	69.24	78.39
速动比率(%)	45.04	52.61	50.76	60.42
经营现金流动负债比(%)	3.69	4.96	6.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.29	4.07	2.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.02	5.85	7.81	--

注：1.2019 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。