

2019 年鞍山旺通投资开发建设有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【796】号 01

债券简称：19 旺通债/19
鞍山旺通债

增信方式：保证担保

担保主体：东北中小企
业信用再担保股份有限
公司

债券剩余规模：5.0 亿元

债券到期日期：2026 年
05 月 06 日

债券偿还方式：每年付
息一次，债券存续期内
第 3-7 个计息年度分别
偿还本期债券发行总额
的 20%

分析师

姓名：
张晨 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangch@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2019 年鞍山旺通投资开发有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 27 日	2019 年 01 月 28 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对鞍山旺通投资开发有限公司（以下简称“鞍山旺通”或“公司”）及其 2019 年 5 月 6 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司代建业务持续性较好，继续获得较大的外部支持，保证担保有效提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱、面临一定的资金支出压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司代建业务持续性较好。截至 2017 年末，公司存货中尚有价值 20.74 亿元的投资成本尚待结转，主要在建的基础设施代建项目总投资规模达 30 亿元以上，未来代建业务收入较有保障。
- 公司继续获得较大的外部支持。2018 年，公司获得当地政府注入资本金 3.56 亿元，获得政府给予的财政补贴 0.57 亿元，有效提升了公司的资本实力和利润水平。
- 保证担保能有效提升本期债券的信用水平。经中证鹏元评定，东北中小企业信用再担保股份有限公司（以下简称“东北再担保”）主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司应收款项在资产总额中占比 18.19%，规模较大，回收时间不确定，对公司资金形成一定占用；土地及房屋建筑物在资产总额中的占比为 48.80%，受限资产占总资产的比重为 10.54%，资产整体流动性较弱。
- **公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力。**截至 2018 年末，公司在建项目总投资 47.85 亿元，已投资 40.64 亿元，尚需投资 7.21 亿元，尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力。
- **公司面临一定的偿债压力。**2018 年末公司有息债务余额 16.84 亿元，其中短期有息债务 5.97 亿元，同时随着本期债券的发行，公司的有息债务规模及财务费用均将有所上升，公司仍面临一定的偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,040,392.15	963,143.17	784,249.48
所有者权益	738,918.85	690,325.28	677,408.91
有息债务	168,350.84	219,731.77	80,180.87
资产负债率	28.98%	28.33%	13.62%
流动比率	2.89	3.11	3.16
营业收入	62,590.27	60,027.51	51,571.16
其他收益	5,735.03	2,934.00	0.00
营业外收入	9.10	0.08	10,241.51
利润总额	16,407.72	17,384.63	12,077.16
综合毛利率	39.31%	39.86%	14.25%
EBITDA	24,520.47	22,498.89	15,176.80
EBITDA 利息保障倍数	2.09	2.76	2.89
经营活动现金流净额	28,666.08	-51,438.99	-14,581.51

资料来源：公司 2015-2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	622,728.30	481,810.61	476,186.46
所有者权益	335,916.96	321,153.11	331,028.45
在保责任余额（亿元）	252.42	250.84	299.73
净资产放大倍数	7.51	7.81	9.05
当期担保代偿率	1.06%	0.63%	0.43%

注：2016年财务数据采用2017年审计报告期初数/上年数

资料来源：东北再担保2017-2018年审计报告、东北再担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年5月6日发行7年期5亿元公司债券，其中4.00亿元拟用于中国西柳国际物流园区建设项目，0.80亿元用于海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目，其余0.20亿元用于补充公司营运资金。本期债券募集资金扣除手续费后转入募集资金专户，截至2019年5月9日，募集资金专项账户余额为49,350.00万元。

二、发行主体概况

2018年公司名称、控股股东、注册资本均未发生变化，海城市国有资产监督管理委员会持股100.00%，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元。2018年公司合并范围新增2家子公司，无减少子公司，详见表1。

表1 2018年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
海城市百信进出口贸易有限公司	100%	500.00	批发和零售	新设
辽宁西柳北派服饰研发设计有限公司	100%	500.00	服装研发设计等	新设

资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类

型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的

基本上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018年海城市经济有所回升，但固定资产投资规模增长较慢

2018年海城市经济总量有所回升，全市实现地区生产总值558.2亿元，增速为4.6%。分产业来看，2018年第一产业增加值36.8亿元，增长3.4%；第二产业增加值167.5亿元，增长7.0%；第三产业增加值353.9亿元，增长3.8%。三次产业结构比例由2017年的7.30:28.63:64.07调整为2018年的6.59:30.01:63.40。2018年海城市人均地区生产总值为52,109.78元，与同期全国人均地区生产总值之比为80.61%。

工业方面，2018年海城市全市规模以上工业增加值为96.7亿元，较2017年变化不大。分产业看，2018年全市钢铁及深加工产业增加值13亿元，装备制造业增加值8亿元，菱镁新材料产业增加值34亿元，同比增长7.37%；农产品深加工产业增加值5.7亿元，同比增长42.50%；纺织服装产业增加值1.7亿元，滑石加工产业增加值1亿元。全年规模以上重点工业产品产量中，粗钢84万吨，钢材68万吨，十种有色金属6万吨，耐火材料制品584万吨，水泥38万吨，纱1,580吨，布0.4万米，饲料9万吨，化学纤维2.4万吨。2018年末规模以上工业企业实现主营业务收入422亿元，同比增长36.75%；税金总额10亿元，同比下降10.71%；实现利润28亿元，同比增长40.70%。

表3 海城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	558.2	4.6%	523.5	1.6%
第一产业增加值	36.8	3.4%	38.2	3.7%
第二产业增加值	167.5	7.0%	149.9	3.6%
第三产业增加值	353.9	3.8%	335.4	0.5%
规模以上工业增加值	96.7	17.1%	55.6	10.9%
固定资产投资	108.4	0.4%	108.0	-36.9%
社会消费品零售总额	306.3	5.2%	307.9	5.0%
存款余额	847.3	9.7%	772.1	10.4%
贷款余额	369.3	4.2%	354.6	25.6%

人均 GDP (元)	52,109.78	48,609.00
人均 GDP/全国人均 GDP	80.61%	81.48%

注：2017-2018 年海城市人均 GDP 为地区生产总值/全市户籍人口

资料来源：2017-2018 年海城市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年海城市固定资产投资为108.4亿元，较2017年变化不大，增长动力仍然不足。分产业看，2018年全市第一产业投资同比下降4.4%，第二产业投资同比增长41.3%，第三产业投资同比下降18.5%。2018年房地产开发经营企业76家，房地产开发投资30.2亿元，同比下降36.4%。全年商品房施工面积409.9万平方米，下降29.5%；商品房竣工面积13万平方米，下降84.6%；商品房销售面积69.6万平方米，增长5.9%；商品房销售额25.3亿元，增长1.8%；年末商品房空置面积75万平方米，同比下降16.5%。消费是拉动海城市经济增长的主要动力，2018年全市社会消费品零售总额为306.3亿元，增长率为5.2%。

2018年海城市实现公共财政收入31.39亿元，同比增长29.2%，其中税收收入27.41亿元，占公共财政收入比重为87.33%；实现政府性基金收入10.50亿元，同比下降15.5%；同期海城市公共财政支出为44.82亿元，同比下降3.08%，财政自给率为70.03%。

四、经营与竞争

公司是海城市重要的基础设施建设主体，收入主要来源于代建收入及出租摊位、收取水电费、物业费等获得的市场经营管理收入，2018年代建收入及市场经营收入占比分别为65.16%及34.82%。2018年公司主营业务稳步发展，营业收入同比增长4.27%，综合毛利率基本保持稳定。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
受托代建项目	40,785.74	13.04%	39,201.21	13.04%
市场经营管理	21,792.74	88.44%	20,826.29	90.35%
其他业务	11.78	-	-	-
合计	62,590.27	39.31%	60,027.51	39.86%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建业务规模不断扩大且业务持续性较好；代建业务回款率较低，应收委托方应收账款规模较大；公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力

公司是海城市重要的基础设施建设和国有资产运营的主体，承担了海城市基础设施建设的职能。委托方每年验收工程项目、按年度确认工程量及相应代建管理费用金额，待工

工程项目验收合格后，一次性回收该代建工程项目。委托方根据工程期限或完工比例，按约定支付工程款及代建管理费。在实际操作中，公司每年年末与委托方签订当年的工程资产移交协议与移交清单，移交的项目一般为当年已经完工的部分工程，公司根据委托代建协议以及工程资产移交清单确认相应的收入与成本。

2018年，海城市西柳市场开发建设有限公司（以下简称“西柳市场开发建设有限公司”）委托公司子公司海城经济开发区开发有限公司（以下简称“开发区公司”）完成海城市公共基础设施建设工程建设、还建安置建设等管理代理工作。开发区公司与西柳市场开发建设有限公司签订了《海城经济开发区还建安置建设委托代建协议书》、《海城经济开发区机构机关建设委托代建协议书》、《海城经济开发区公共设施建设委托代建协议书》、《海城经济开发区市政道路建设委托代建协议书》及《海城经济开发区土地开发整理委托代建协议书》。

2018年，公司共确认代建业务收入4.08亿元，同比增长4.04%，毛利率为13.04%，代建业务利润率与往年一致。2018年公司代建业务回款率较低，年末应收委托方西柳市场开发建设有限公司代建工程款3.43亿元，后续需关注代建业务的回款情况。截至2018年末，公司存货中尚有价值20.74亿元的投资成本尚待结转，未来公司该业务收入较有保障。

表5 2018年公司代建业务收入确认情况（单位：万元）

项目名称	金额
验军区基础设施项目	20,017
验军区土地整理项目	20,769
合计	40,786

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建项目包括验军区土地整理项目、本期债券募投项目中国西柳国际物流园区建设项目及海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目等，预计总投资47.85亿元，已投资40.64亿元，未来尚需投资7.21亿元。公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力。

表6 截至2018年12月31日公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
回迁安置工程	11.17	9.53
验军区土地整理项目	12.30	10.93
中国西柳国际物流园区建设项目	9.00	6.70
验军区基础设施项目	5.98	5.43
西柳镇基础设施工程	1.49	1.27
海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目	1.30	1.13

其他零星工程	6.61	5.65
合计	47.85	40.64

资料来源：公司提供

市场经营管理收入规模保持增长，对公司营业收入及利润形成较好补充

公司市场经营管理业务主要为海城西柳服装市场管理收入及海城市西柳物流服务有限公司实现的物流运营收入。

海城西柳服装市场主要经营服装、布匹、辅料、鞋帽、小百、针织、家纺、玩具、配饰等 24 大类 2 万多种商品。市场业态以现金、现场、现货和批发走量为主。海城西柳服装市场的招商及租赁管理原由西柳市场建设管理委员会负责。2016 年，海城经济开发区管委会将西柳服装市场 12 个区房产划拨至公司。2017 年 1 月 16 日，公司与西柳市场建设管理委员会、海城市西柳镇市场物业维修服务中心签署《西柳市场商铺（摊床）租赁管理协议》，约定自协议签署日起，由公司全权负责西柳服装市场一区至十二区共计 21.23 万平方米、共计 8,869 个商铺（摊床）的招商、租赁及运营管理工作。

海城西柳服装市场的管理收入主要来自租金收入、电费、看管费、市场卫生费等，2018 年海城西柳服装市场管理收入为 1.78 亿元，同比基本持平。

公司物流运营业务主要由子公司西柳物流有限公司负责。物流运营收入包括物流园区维护费、装卸与过秤劳务、保险代理服务费及仓库与店面出租等。2018 年公司物流运营收入为 0.40 亿元，较 2017 年增加 0.07 亿元。

综合来看，2018 年公司市场经营管理业务实现收入 2.18 亿元，同比增长 4.64%，毛利率为 88.44%，较上年下降 1.91 个百分点。公司市场经营管理收入规模保持增长，对公司营业收入及利润形成较好补充。

公司继续获得较大力度的外部支持

跟踪期内公司在资产注入及财政补贴方面继续得到政府支持。根据《关于增加海城市西柳物流服务有限公司资本金的通知》（海经开财字【2018】1号），海城经济开发区财政局对公司子公司注资35,577.00万元。2018年海城经济开发区财政局拨付公司财政补贴共计5,735.03万元，以支持公司发展。

表7 2018年公司财政补贴情况（单位：万元）

文件编号	金额
海经开财字【2018】2号	1,115.03
海经开财字【2018】3号	120.00
海经开财字【2018】4号	3,500.00
海经开财字【2018】5号	1,000.00

合计

5,735.03

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告采用新会计准则编制，2017年数据使用2018年审计报告期初数。2018年公司合并报表范围内新增2家子公司，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，但资产以土地资产、项目投资成本及房屋建筑物为主，资产流动性较弱；公司应收款项规模较大，对资金形成一定占用

截至2018年末，公司资产总额为104.04亿元，较2017年末增加8.02%，其中流动资产占比为51.24%，较2017年末增加1.17个百分点。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,883.49	0.28%	57,749.77	6.00%
应收票据及应收账款	34,313.55	3.30%	14,303.05	1.49%
预付款项	92,487.06	8.89%	92,493.60	9.60%
其他应收款	154,984.77	14.90%	87,493.28	9.08%
存货	247,992.35	23.84%	229,865.14	23.87%
流动资产合计	533,107.33	51.24%	482,218.89	50.07%
投资性房地产	412,230.00	39.62%	413,498.00	42.93%
在建工程	34,677.12	3.33%	5,588.75	0.58%
固定资产	16,199.22	1.56%	16,849.19	1.75%
无形资产	39,763.86	3.82%	40,909.75	4.25%
非流动资产合计	507,284.81	48.76%	480,924.29	49.93%
资产总计	1,040,392.15	100.00%	963,143.17	100.00%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款及存货。截至2018年末，公司货币资金账面价值为0.29亿元，较2017年末下降95.01%，主要

系建设项目投入及偿还债务支付的现金较多。公司应收账款主要是对地方国企海城市西柳市场开发建设有限公司的应收工程款，账龄为 1 年以内。公司预付款项主要为预付政府部门的棚户区改造专项资金，账龄全部为 1 年以内但规模较大。公司其他应收款主要是与海城市开发区财政局、海城市西柳镇财政所、海城市财政局等政府部门的往来款；截至 2018 年末，公司其他应收款账面价值为 15.50 亿元，较 2017 年末增加 77.14%；公司其他应收款规模较大且部分账龄达 2 年以上，对公司资金形成一定占用。公司存货主要为土地资产及开发成本；截至 2018 年末，公司存货中的土地资产账面价值为 4.06 亿元，土地性质均为出让地；开发成本为 20.74 亿元，主要为基础设施建设项目投资。

公司非流动资产主要为投资性房地产、在建工程、固定资产及无形资产。公司投资性房地产主要系西柳服装市场一区至十二区共计 21.23 万平方米的房屋建筑物和占用的土地使用权；截至 2018 年末，公司投资性房地产余额为 41.22 亿元，较 2017 年末减少 0.31%，主要系经评估，西柳服装市场公允价值本年减少 1,268 万元。公司在建工程主要为中国西柳国际物流园项目、西柳镇基础设施重点建设项目及浙江电子口岸工程，2018 年末账面价值为 3.47 亿元，同比增加 520.48%。公司固定资产主要为持有的房屋建筑物等，截至 2018 年末账面价值为 1.62 亿元。公司的无形资产全部为土地使用权，土地性质均为出让，截至 2018 年末，公司无形资产账面价值为 3.98 亿元，2018 年下降 2.80% 主要系计提摊销费用所致。

截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 10.97 亿元，占总资产的比例为 10.54%，受限原因主要为抵质押借款，具体见表 11。

表9 截至2018年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	账面价值
投资性房地产	42,774.00
无形资产	36,899.19
其他应收款	16,373.12
存货	8,435.97
固定资产	5,215.32
合计	109,697.60

资料来源：公司 2018 年审计报告

总体来看，公司资产规模持续增加，但资产以土地、项目投资成本及房产为主，部分资产使用受限，资产流动性较弱；另外公司应收款项规模较大，对资金形成一定占用。

盈利能力

公司代建业务持续性较有保障，主业盈利能力保持稳定

公司代建业务及市场经营管理业务稳步增长，公司营业收入小幅增加。截至 2018 年末，公司存货中尚有价值 20.74 亿元的投资成本尚待结转，且在建的代建项目规模较大，未来公司该业务收入较有保障。公司代建业务主要与委托方签订框架性代建协议，代建业务毛利率保持稳定，市场经营管理业务毛利率小幅下滑 1.91 个百分点，2018 年公司综合毛利率下降 0.55 个百分点，盈利能力相对稳定。

2018 年公司继续获得补贴收入，金额为 5,735.03 万元，补贴收入在利润总额中占比为 34.95%，有效提升了公司的利润水平。公司 2018 年利润总额 1.64 亿元，同比下降 5.62%，主要系期间费用增加，同时投资性房地产减值 1,268 万元。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	62,590.27	60,027.51
营业利润	16,408.69	17,557.08
其他收益	5,735.03	2,934.00
利润总额	16,407.72	17,384.63
综合毛利率	39.31%	39.86%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司收现情况一般，经营活动现金流受往来款影响存在波动；在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力

公司销售商品提供劳务收到的现金主要是市场经营业务及代建业务收入回款，2018 年收现比为 0.68，公司回款效率有所降低，主要是代建业务回款较差，2017 年收现比较高主要系当年收到以前年度代建工程款较多。公司收到及支出其他与经营活动有关的现金主要是与海城市开发区财政局等政府部门的往来款。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要是代建业务的持续投资以及西柳服装市场运营资金。因其他与经营活动有关的收支净额较大，2018 年公司经营活动现金净流入 2.87 亿元。

由于公司工程建设投入支出计入经营活动现金流支出，因此投资活动现金流规模较小，投资活动现金净流出 310.36 万元，投资活动消耗现金规模较 2017 年大幅降低。公司筹资活动现金流入主要是银行借款融资；公司筹资活动现金流出主要为偿还银行借款支付的现金。

截至 2018 年末，公司主要在建项目预计总投资 47.85 亿元，已投资 40.64 亿元，未来尚需投资 7.21 亿元。公司主营业务收现情况一般，经营活动现金流受往来款影响存在较大波

动，在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.68	1.92
销售商品、提供劳务收到的现金	42,432.78	115,212.86
收到的其他与经营活动有关的现金	311,289.78	118,466.61
经营活动现金流入小计	353,722.56	233,679.47
购买商品、接受劳务支付的现金	100,500.99	182,991.53
支付的其他与经营活动有关的现金	222,636.14	100,266.63
经营活动现金流出小计	325,056.48	285,118.46
经营活动产生的现金流量净额	28,666.08	-51,438.99
投资活动产生的现金流量净额	-310.36	-26,326.23
筹资活动产生的现金流量净额	-47,114.00	98,400.63
现金及现金等价物净增加额	-18,758.28	20,635.41

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018 年公司有息负债规模减少，偿债压力有所缓解，但随着本期债券的成功发行及在建项目的推进，公司未来仍面临一定偿债压力

截至2018年末，公司负债总额为30.15亿元，较2017年末增长为10.50%，主要系与施工单位的往来款增加；所有者权益为73.89亿元，较2017年末增长7.04%，主要系当地政府向公司注资及利润累计所致。截至2018年末，公司产权比率为40.80%，权益对负债保障程度仍然较好。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	301,473.29	272,817.89
所有者权益	738,918.85	690,325.28
产权比率	40.80%	39.52%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要为短期借款、应交税费、其他应付款及一年内到期的非流动负债。截至 2018 年末，公司短期借款余额为 4.34 亿元，其中保证借款 3.55 亿元，抵押借款 0.79 亿元，抵押物为公司拥有的房产及土地。公司其他应付款主要为与中国三冶集团有限公司等施工单位的往来款，2018 年末余额同比增长 184.65%。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债余额为 1.63 亿元，包括 1 年内到期的长期应付款 1.24 亿元及 1 年内到期的长

期借款 0.39 亿元。

公司非流动负债主要为长期借款及长期应付款。截至2018年末，公司长期借款为10.05亿元，较2017年末增加5.99%，长期借款全部为抵质押借款，抵质押资产包括棚改项目应收账款、应收海城市西柳房屋拆迁服务中心的债权及公司拥有的土地及房产。截至2018年末，公司长期应付款余额为8,177.22万元，主要为应付西藏金融租赁有限公司及哈尔滨鑫瑞融资租赁有限公司的融资租赁款。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	43,350.00	14.38%	90,500.00	33.17%
其他应付款	107,648.96	35.71%	37,818.37	13.86%
一年内到期的非流动负债	16,349.72	5.42%	15,776.24	5.78%
流动负债合计	184,406.05	61.17%	154,922.42	56.79%
长期借款	100,474.00	33.33%	94,800.00	34.75%
长期应付款	8,177.12	2.71%	18,655.53	6.84%
非流动负债合计	117,067.24	38.83%	117,895.47	43.21%
负债合计	301,473.29	100.00%	272,817.89	100.00%
其中：有息债务	168,350.84	55.84%	219,731.77	80.54%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息负债余额为16.84亿元，同比下降23.38%，主要系公司归还了部分短期借款及融资租赁款；公司有息债务占总负债比例为55.84%，刚性债务压力有所缓解。从有息负债结构来看，公司2019需偿还有息债务5.97亿元，存在一定的短期偿债压力。

2018年末公司资产负债率较2017年末小幅增加0.65个百分点。公司流动比率和速动比率表现尚可，但流动资产以应收款项、土地及开发成本为主，短期偿债能力偏弱。2018年公司利润水平提高，EBITDA同比增加8.99%，由于利息支出增加，EBITDA利息保障倍数较上年有所下降，有息负债与EBITDA之比下降。但随着本期债券的发行，公司债务规模及财务费用都将有所上升，公司仍面临一定偿债压力。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	28.98%	28.33%
流动比率	2.89	3.11
速动比率	1.55	1.63

EBITDA（万元）	24,520.47	22,498.89
EBITDA 利息保障倍数	2.09	2.76
有息债务/EBITDA	6.87	9.77

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

东北再担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用等级

本期债券由东北再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

东北再担保系由吉林省投资集团有限公司、中国进出口银行等 5 家公司于 2007 年共同出资设立。截至 2019 年 5 月末，东北再担保注册资本和实收资本均为 30.52 亿元，吉林省投资集团有限公司出资 12.00 亿元（其中代国家财政部出资 9.00 亿元，代吉林省人民政府出资 3.00 亿元），持有东北再担保 39.31% 股权，股东构成情况如下表所示。

表15 截至2019年5月末东北再担保股东情况（单位：万元）

股东名称	出资额	持股比例
吉林省投资集团有限公司	120,000.00	39.31%
中国进出口银行	90,000.00	29.49%
黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司	35,233.64	11.54%
内蒙古再担保股份有限公司	30,000.00	9.83%
辽宁省担保集团有限公司	30,000.00	9.83%
合计	305,233.64	100.00%

资料来源：公开资料

东北再担保作为全国首家政策性区域再担保试点机构，具有较强的股东背景和丰富的政府资源，业务主要覆盖东北三省与内蒙古地区，区域优势明显。经过多年的发展，东北再担保已经形成了担保、委托贷款以及投资等多种业务共同发展的业务格局。东北再担保担保业务主要由再担保业务和直接担保业务构成，目前仍以再担保业务为主。再担保业务分为技援再担保、增信再担保、共同担保再担保、合作再担保、分险再担保以及代出保函再担保。直接担保业务主要以流动资金贷款担保、固定资产贷款担保、债券担保等融资性担保业务为主。东北再担保利息收入来自委托贷款利息收入、活期存款利息收入、定期存款利息收入和贷款利息收入，其中委托贷款利息收入仍是最主要的组成。2018 年末东北再

担保银行存款、委托贷款和贷款账面价值分别为 24.10 亿元、17.92 亿元和 8.25 亿元，合计 37.09 亿元，未来利息收入仍有一定保障。2018 年度，东北再担保实现营业收入 5.55 亿元，仍主要来源于担保业务收入与利息收入，两者分别为 2.28 亿元和 3.26 亿元。

表16 2017-2018年东北再担保营业收入主要构成（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	22,757.60	40.97%	16,825.23	39.77%
其中：担保费收入	18,366.09	33.07%	16,751.41	39.60%
投资收益	402.48	0.72%	1,905.48	4.50%
利息净收入	32,599.04	58.69%	20,954.97	49.54%
其他收入	-217.99	-0.39%	2,615.83	6.18%
合计	55,541.13	100.00%	42,301.51	100.00%

注：2018 年其他收入为负主要系抵减项提取未到期责任准备较多
 资料来源：东北再担保 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年东北再担保实际担保余额 252.42 亿元，同比增加 0.63%，为中小企业提供的累计担保贷款额占其两年累计担保业务总额的 93.01%。当期担保代偿率为 1.06%，代偿压力有所上升。截至 2018 年 12 月 31 日，东北再担保资产总额为 62.27 亿元，所有者权益合计 33.59 亿元，资产负债率为 46.06%。2018 年度，东北再担保实现营业收入 5.55 亿元，实现利润总额 1.26 元，经营活动产生的现金净流出 10.54 亿元。

表17 2016-2018年东北再担保主要财务指标

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	622,728.30	481,810.61	476,186.46
所有者权益合计（万元）	335,916.96	321,153.11	331,028.45
资产负债率	46.06%	33.34%	30.48%
营业收入（万元）	55,541.13	42,301.51	46,852.13
投资收益（万元）	402.46	1,905.48	589.79
利息收入（万元）	33,784.96	20,954.97	22,892.71
利润总额（万元）	12,625.11	2,772.16	9,457.08
综合毛利率	22.69%	6.49%	20.52%
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-105,364.75	-62,955.10	10,634.22
当期担保发生额（亿元）	-	-	319.06
期末在保余额（亿元）	252.42	250.84	299.73
担保风险准备金（万元）	-	147,939.75	124,072.30
净资产放大倍数（倍）	7.51	7.81	9.05
当期担保代偿率	1.06%	0.63%	0.43%

注：2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数/上年数
 资料来源：东北再担保 2017-2018 年审计报告、东北再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，东北再担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

七、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，存在一笔欠息记录，结清时间为2019年4月23日，欠息金额为31,595.89元，根据公司提供的该笔欠息相关贷款机构辽宁海城农村商业银行股份有限公司出具的企业欠息说明，该笔记录为系统原因所致，非企业恶意欠息。此外公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额为2,000万元，占公司2018年末净资产的0.27%。被担保方为海城市地方国企，且担保金额不大。

表18 截至2018年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保截止日	是否有反担保
海城市西柳市场开发建设有限公司	2,000.00	2019/1/24	无

资料来源：公司提供

八、评级结论

2018年海城市区域经济实现增长，为公司发展提供了良好基础。公司按年与委托方签订基础设施委托代建协议，代建业务持续性较好。公司是海城市重要的基础设施建设主体，2018年，公司获得当地政府注入资本金和财政补贴，有效提升了公司的资本实力和利润水平。东北再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

截至2018年末，公司资产以土地及房屋建筑物为主，受限资产占总资产的比重为10.54%，公司应收款项在资产总额中占比18.19%，规模较大，公司整体资产流动性较弱。截至2018年末，公司在建项目尚需投资7.21亿元，未来面临一定的资金压力。2018年末公司有息债务为EBITDA的6.87倍，同时随着本期债券的发行，公司面临一定偿债压力。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	2,883.49	57,749.77	1,006.36
其他应收款	154,984.77	87,493.28	84,063.43
存货	247,992.35	229,865.14	175,138.70
投资性房地产	412,230.00	413,498.00	412,914.73
总资产	1,040,392.15	963,143.17	784,249.48
短期借款	43,350.00	90,500.00	35,700.00
其他应付款	107,648.96	37,818.37	20,831.35
一年内到期的非流动负债	16,349.72	15,776.24	41,608.23
长期借款	100,474.00	94,800.00	-
总负债	301,473.29	272,817.89	106,840.57
有息债务	168,350.84	219,731.77	80,180.87
所有者权益	738,918.85	690,325.28	677,408.91
营业收入	62,590.27	60,027.51	51,571.16
其他收益	5,735.03	2,934.00	-
营业利润	16,408.69	17,557.08	1,908.44
营业外收入	9.10	0.08	10,241.51
净利润	13,016.57	12,916.37	10,810.50
经营活动产生的现金流量净额	28,666.08	-51,438.99	-14,581.51
投资活动产生的现金流量净额	-310.36	-26,326.23	-1,808.16
筹资活动产生的现金流量净额	-47,114.00	98,400.63	17,112.06
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	39.31%	39.86%	14.25%
收现比	0.68	1.92	0.41
产权比率	40.80%	39.52%	15.77%
资产负债率	28.98%	28.33%	13.62%
流动比率	2.89	3.11	3.16
速动比率	1.55	1.63	1.48
EBITDA（万元）	24,520.47	22,498.89	15,176.80
EBITDA 利息保障倍数	2.09	2.76	2.89
有息债务/EBITDA	6.87	9.77	5.28

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
海城经济开发区开发有限公司	5,000.00	100%	城市基础设施建设、房地产综合开发
海城创新菱镁工业工程开发有限公司	100.00	100%	菱镁产业科技研发、新产品研制
海城环宇菱镁产业技术研发有限公司	500.00	100%	菱镁产业技术研发
海城市西柳物流服务有限公司	4,500.00	100%	货物仓储服务；市场摊床租赁；园区内物业管理
海城市鼎恒建设投资有限公司	5,000.00	100%	城市基础设施建设、房地产综合开发与经营
海城市百信进出口贸易有限公司	500.00	100%	批发零售
辽宁西柳北派服饰研发设计有限公司	500.00	100%	服装研发设计

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。