

2019 年鞍山旺通投资开发有限公司 公司债券 2021 年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2019年鞍山旺通投资开发建设有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-28	2020-06-28

债券概况

债券简称: 19旺通债/19鞍山旺通债

债券剩余规模: 5.00 亿元

债券到期日期: 2026-05-06

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%

增信方式: 保证担保

担保主体: 东北中小企业融资再担保股份有限公司

联系方式

项目负责人: 王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员: 张晨
zhangch@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对鞍山旺通投资开发建设有限公司（以下简称“鞍山旺通”或“公司”）及其 2019 年 5 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：外部运营环境较好，公司未来收入来源较有保障，东北中小企业融资再担保股份有限公司¹（以下简称“东北再担保”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，面临较大的短期偿债压力，存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	120.00	115.14	104.04
所有者权益	75.95	75.01	73.89
总债务	20.09	20.15	16.84
资产负债率	36.71%	34.85%	28.98%
现金短期债务比	0.06	0.02	0.05
营业收入	6.05	5.98	6.26
其他收益	0.00	0.64	0.57
利润总额	1.31	1.30	1.64
销售毛利率	41.54%	39.70%	39.31%
EBITDA	1.84	2.00	2.45
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.26	2.09
经营活动现金流净额	2.35	-3.42	2.87
收现比	0.34	0.44	0.68

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2021 年 3 月，东北中小企业信用再担保股份有限公司名称变更为东北中小企业融资再担保股份有限公司。

优势

- **外部运营环境较好，为公司发展提供了良好基础。**海城市以钢铁、装备制造、菱镁新材料、农产品深加工等为主导产业，2020年规模以上工业总产值保持增长。
- **公司业务持续性较好，未来收入来源较有保障。**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。截至2020年末，公司存货中待结转开发成本规模较大；公司同时运营西柳市场产业集群的经营和管理，业务持续性较好。
- **东北再担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，东北再担保主体信用等级为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。**公司资产以房产、土地及应收款项为主，短期内集中变现能力较弱，部分资产使用受限。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**公司代建业务回款情况仍然不佳，截至2020年末，公司短期债务增加、占总债务的比重有所提升，现金短期债务比很低。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保余额合计6.00亿元，占期末所有者权益的比重为7.90%，担保对象为国有控股企业，但未采取反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年5月发行7年期5.00亿元公司债券，其中4.00亿元原计划用于中国西柳国际物流园区建设项目（以下简称“西柳物流园项目”），0.80亿元原计划用于海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目（以下简称“南台后坨村棚改项目”），其余0.20亿元原计划用于补充公司营运资金。截至2020年6月18日，募集资金专项账户余额为37.97万元。

三、发行主体概况

2020年公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元，海城市国有资产监督管理局²（以下简称“海城国资局”）持有公司100.00%股权，为公司实际控制人。截至2021年2月，公司董事会成员变更为：朱金锁、邓欣悦、乔昕、张杰、丁宇；监事会成员变更为：韩阳、王勇、郭娟、魏爱琳、刘绍先；总经理变更为：朱金锁。2020年公司合并报表范围变化如下表所示。

表1 2020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
辽宁西柳网络科技有限公司	100.00%	300.00	计算机软件技术研发;农产品种植、销售等	投资设立
辽宁西柳启航文化旅游服务有限公司	100.00%	300.00	国内旅游业务；入境旅游业务；出境旅游业务等	投资设立
辽宁旺海物流有限公司	100.00%	100.00	普通货物道路运输；货物专用运输（集装箱）等	投资设立
鞍山鹏盛物流有限公司	100.00%	5,000.00	道路货物运输（不含危险货物）；信息咨询服务等	投资设立
鞍山通达文体广告传媒有限公司	100.00%	10,000.00	组织文化艺术交流活动，广告制作，广告设计、代理等	投资设立
鞍山跃海贸易有限公司	100.00%	10,000.00	国内贸易代理，贸易经纪，贸易经纪与代理等	投资设立
海城市西柳运输服务有限公司	98.50%	2,000.00	车辆看管、服装及配料仓储等	划拨
辽宁众鑫建设工程有限公司	100.00%	1,200.00	房屋建筑工程；公路工程建筑；建筑装饰装修工程等	投资设立

² 2020年6月，海城市国有资产监督管理委员会名称变更为海城市国有资产监督管理局。

资料来源：公司 2020 年审计报告、公开信息查询，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

海城市规模以上工业总产值保持增长

2020年海城市实现地区生产总值547.9亿元。分产业来看，第一产业增加值43.5亿元，增长2.9%；第二产业增加值195.1亿元，增长3.2%；第三产业增加值309.3亿元，增长2.6%。三次产业结构比例由2019年的7.6:35.4:57.14调整为2020年的7.9:35.6:56.5，第三产业仍居主导地位。2020年海城市人均地区生产总值为51,838元，与同期全国人均地区生产总值之比为71.6%，区域经济发展水平一般。

钢铁、装备制造、菱镁新材料、农产品深加工等为海城市主导产业。2020年海城市全市规模以上工业总产值为425.8亿元，较上年增长1.0%。按重点产业划分，钢铁及深加工产业总产值143.1亿元，装备制造业总产值112.5亿元，菱镁新材料产业总产值110.7亿元，农产品深加工产业总产值76.6亿元。2020年，海城市规模以上工业企业实现主营业务收入428亿元，税金总额6.1亿元，实现利润19.9亿元。

2020年海城市固定资产投资同比下降9.3%。分产业看，全年第一产业投资比上年增长36.7%；第二产业投资下降7.4%；第三产业投资下降13.2%。全年建设项目投资下降8.6%；房地产开发投资27.6亿元，比上年下降11.1%；商品房销售面积48.0万平方米，下降19.7%；商品房销售额22.9亿元，增长

10.3%；年末商品房空置面积 67.5 万平方米，比上年末下降 23.2%。2020 年全市社会消费品零售总额同比下降 6.9%。年末超亿元市场 3 个，年成交额 923.3 亿元，其中，西柳服装市场成交额 850 亿元，南台箱包市场成交额 68.2 亿元。2020 年末海城市各金融机构存款余额 1,121.8 亿元，同比增长 13.9%，贷款余额 531.1 亿元，同比增长 21.9%。

表2 海城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	547.9	-	552.0	6.9%
第一产业增加值	43.5	2.9%	41.8	4.9%
第二产业增加值	195.1	3.2%	195.2	10.7%
第三产业增加值	309.3	2.6%	315.0	4.8%
规模以上工业总产值	425.8	1.0%	429.7	7.4%
固定资产投资	-	-9.3%	-	4.5%
社会消费品零售总额	-	-6.9%	-	6.0%
进出口总额	-	-	31.7	-24.5%
存款余额	1,121.8	13.9%	985.0	16.3%
贷款余额	531.1	21.9%	435.8	18.0%
人均 GDP（元）		51,838		51,725
人均 GDP/全国人均 GDP		71.6%		73.0%

注：2019-2020 年海城市人均 GDP 为地区生产总值/全市户籍人口；“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2020 年海城市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年海城市实现一般公共预算收入 34.2 亿元，同比增长 5.1%，全口径税收收入 37.5 亿元，同比下降 15.4%，政府性基金预算收入 9.9 亿元，同比下降 40.2%；一般公共预算支出 66.0 亿元，同比增长 25.5%。

五、经营与竞争

公司是海城市重要的基础设施建设主体，收入主要来源于基础设施代建收入及出租摊位、收取水电费、物业费获得的市场监督管理收入。2020 年公司营业收入略有增加，各业务板块收入有所波动。毛利率方面，受益于毛利率较高的市场监督管理收入规模增加影响，公司销售毛利率略有所提升。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
受托代建项目	38,770.84	13.04%	39,823.14	13.04%
市场监督管理	21,598.28	92.59%	19,956.57	92.85%
其他业务	82.96	71.08%	11.13	100.00%
合计	60,452.08	41.54%	59,790.84	39.70%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司代建业务回款情况较差；存货中待结转开发成本规模较大，未来收入来源较有保障

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。

2020年，海城国资局下属企业海城市西柳市场开发建设有限公司（以下简称“西柳市场开发公司”）与公司子公司海城市鼎恒建设投资有限公司（以下简称“鼎恒建设”）签订《海城经济开发区土地开发整理委托代建协议书》，委托鼎恒建设代建南台驼龙项目、西柳棚改项目、验军棚改项目等土地开发整理工作；西柳市场开发公司与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”）签订《海城经济开发区委托代建协议书》，委托开发区公司代建验军管理区小甲村征迁、验军管理区大甲村征迁、安村征地拆迁等项目工作。2020年公司共确认代建业务收入3.88亿元，毛利率仍为13.04%。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、海城市开发区财政局代建工程款10.67亿元，后续需关注代建业务的回款情况。

表4 公司受托代建业务收入情况（单位：万元）

项目名称	2020年	2019年
回迁安置工程	-	25,486.07
验军区土地整理项目	-	14,290.04
验军区基础设施项目	10,906.05	46.03
验军棚改项目	6,126.96	-
天山街西侧工程	2,213.13	-
义乌小商品城	19,524.70	-
合计	38,770.84	39,823.14

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目西柳物流园项目，计划总投资9.00亿元，累计已投资4.21亿元，建设进度约46.78%，尚未完工，后续需关注项目建设进度。西柳物流园项目建成后将实现卸货和理货收入、租赁收入、交易佣金收入等运营收入，预计每年可实现营业收入3.12亿元，利润总额2.09亿元。此外，存货中的回迁安置项目及其他零星市政及道路等工程为代建项目，依据与项目委托方签订的委托代建协议执行。2020年末公司存货中尚有19.77亿元的开发成本尚未结转，未来收入较有保障。

2020年公司市场经营管理业务收入有所增长，业务持续性较好

市场经营管理业务收入主要源自对西柳市场产业集群的经营和管理。西柳市场产业集群主要由西柳服装市场、西柳中国商贸城和西柳物流产业园区三个板块组成。2019年7月，公司出资设立辽宁西柳服装商业管理集团有限公司（以下简称“西柳服装公司”），并将西柳服装市场和西柳中国商贸城的主要

经营管理工作交由西柳服装公司负责管理。海城市西柳物流服务有限公司（以下简称“西柳物流公司”）负责运营西柳物流产业园区经营管理业务。

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。公司管理的西柳服装市场房屋建筑物面积约为21.23万平方米，设有摊床8,800多个，主要经营服装、布匹、辅料、鞋帽、小百、针织、家纺等商品。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；其中商户租金根据摊床位置、面积等通过竞价方式拍卖决定，摊床管理费等其他收费依据海城市物价局规定执行。

西柳服装公司负责西柳中国商贸城一期和二期A、B标段的商铺租赁、招商和运营管理以及物业管理。西柳中国商贸城一期总面积约为16.01万平方米，二期A、B标段总面积8.26万平方米。公司收取租赁收入的一定比例作为运营管理收入，收取物业管理费的一定比例作为物业管理收入。

西柳物流公司依托西柳服装市场、西柳中国商贸城的运输需求向西柳物流产业园区入驻的运输企业提供配套服务。物流运营收入包括物流园区维护费、装卸与过秤劳务及仓库与店面出租等。2020年西柳物流公司实现收入0.16亿元，同比下滑33.33%，主要系受疫情影响，海关进出口流量减少所致。

综合来看，2020年公司市场经营管理业务实现收入2.16亿元，较上年有所增长，毛利率为92.59%，较上年变动不大，业务持续性较好。2020年我国爆发疫情，为防止疫情扩散，西柳市场产业集群休业40余天，对公司市场经营管理业务造成一定冲击。目前西柳市场产业群已恢复正常运行。

此外，2020年公司其他业务收入主要为物流运输收入，规模较小。

六、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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围新增8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，以房产、土地及应收款项为主，部分资产使用受限，整体资产流动性较弱

2020年末公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.34	0.29%	0.08	0.07%
应收账款	10.70	8.92%	6.80	5.91%
预付款项	8.21	6.84%	7.89	6.85%
其他应收款	24.65	20.54%	22.58	19.61%
存货	23.84	19.87%	25.76	22.37%
流动资产合计	67.78	56.49%	63.16	54.85%
投资性房地产	40.92	34.10%	41.15	35.74%
固定资产	1.78	1.49%	1.57	1.36%
在建工程	5.18	4.32%	4.91	4.26%
无形资产	3.76	3.13%	3.87	3.36%
非流动资产合计	52.22	43.51%	51.98	45.15%
资产总计	120.00	100.00%	115.14	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司货币资金主要为银行存款，无使用受限。公司应收账款主要是对地方国企西柳市场开发公司及海城市开发区财政局的应收工程款，2020年末同比增长57.35%，主要系受托代建业务回款较差。公司预付款项主要为预付海城市经济开发区房屋拆迁中心、海城市西柳房屋拆迁服务中心等政府部门的拆迁费用，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西柳市场开发公司、海城市开发区财政局、海城市西柳镇市场物业维修服务中心等地方国企及政府部门的往来款，其中应收新新置业有限公司往来款1.35亿元，系项目用地保证金；公司其他应收款对公司资金形成一定占用，需关注后续资金回收情况。公司存货主要为土地资产及开发成本；截至2020年末，土地资产账面价值为4.07亿元，主要为出让地；开发成本为19.77亿元，主要为投资建设的基础设施建设项目。

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土地使用权；由开元资产评估有限公司出具的评估报告（开元评报字【2021】173号），以公允价值入账。公司固定资产主要为持有的房屋建筑物等，截至2020年末，尚有1,088.67万元的固定资产尚未办理产权证，包括办公楼、摊床及停车场。公司在建工程主要为本期债券募投项目西柳物流园项目及浙江电子口岸工程。2020年末公司的无形资产中土地使用权3.75亿元，土地性质均为出让。

截至2020年末，公司受限资产包括投资性房地产1.03亿元、无形资产中土地使用权0.74亿元以及应收账款2.85亿元，合计4.62亿元，占总资产的比例为3.85%。

总体来看，2020年公司资产规模持续增加，以房产、土地及应收款项为主，短期内集中变现能力较弱，部分资产使用受限，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入略有所增长，未来收入来源较有保障但回款情况仍然不佳

2020年公司营业收入较上年略有增加，仍主要来自受托代建业务及市场经营管理业务，但各业务板块收入有所波动。公司收现比较低，销售回款情况仍然不佳。截至2020年末，公司存货中价值19.77亿元的基础设施建设成本尚待结转，未来公司该业务收入较有保障。毛利率方面，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，此外受益于毛利率较高的市场经营管理收入规模增加影响，公司销售毛利率略有所提升。2020年公司未获得政府补助收入。

表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	6.05	5.98
收现比	0.34	0.44
营业利润	1.32	1.36
其他收益	0.00	0.64
利润总额	1.31	1.30
销售毛利率	41.54%	39.70%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司短期债务增加，短期偿债指标仍较弱，面临较大短期偿债压力

受益于经营积累，2020年末公司所有者权益有所增加，且仍以资本公积为主；同时负债总额增加至44.05亿元，产权比率上升至58%，公司所有者权益对负债的保障程度仍较好。

图 1 公司资本结构

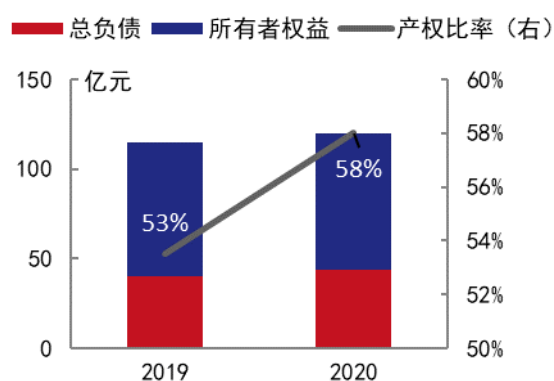
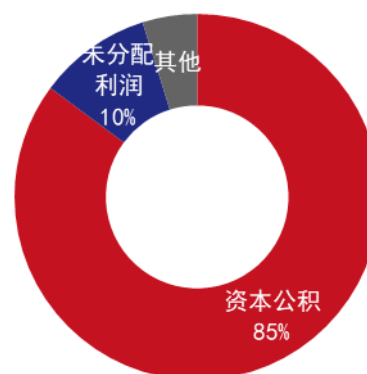


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2020年末公司流动负债占比提升至56.70%。

公司短期借款包括保证借款1.32亿元和抵押借款0.80亿元。其他应付款主要系公司与海城市经济开发区管委会的往来款以及与浙江中南建设集团有限公司等施工单位的往来款，此外应付海城市后英小额贷款公司往来款1.08亿元，系债务重组形成。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款

3.35元。

2020年末公司长期借款包括质押借款6.46亿元、抵押借款2.71亿元、保证借款3.85亿元，抵质押资产包括棚改项目收益权及公司拥有的土地及房产。应付债券为本期债券，发行利率为7.5%。2020年末公司长期应付款全部为应付地方政府性一般债券专项资金3.61亿元，该项债务主要为当地政府对公司的项目拨款，为无息债务。

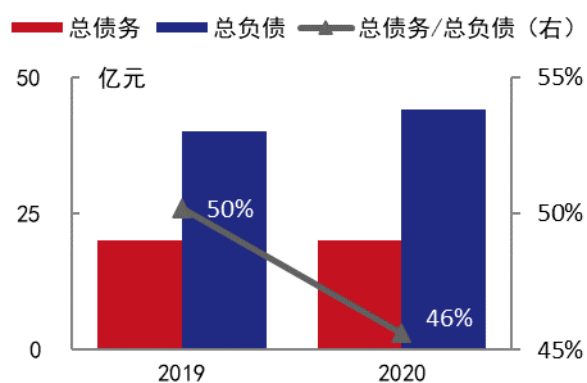
表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.12	4.81%	1.82	4.54%
其他应付款	17.59	39.93%	14.84	36.98%
一年内到期的非流动负债	3.35	7.60%	2.04	5.09%
流动负债合计	24.98	56.70%	20.17	50.26%
长期借款	9.67	21.95%	11.32	28.20%
应付债券	4.95	11.24%	4.95	12.32%
长期应付款	3.61	8.19%	2.85	7.11%
非流动负债合计	19.07	43.30%	19.96	49.74%
负债合计	44.05	100.00%	40.13	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

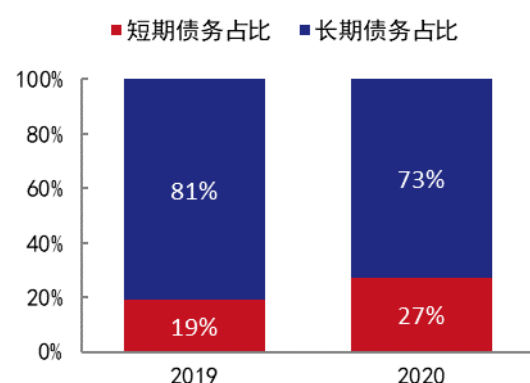
2020年末公司总债务规模略有下降，占负债总额的比重为46%。从长短期债务结构来看，短期债务占比有所提高。

图 3 2020 年末公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2020年末公司资产负债率有所上升，但仍处于较低水平。从短期偿债指标来看，2020年末公司现金短期债务比为0.06，现金类资产对短期债务的保障较差；EBITDA对债务利息的保障能力尚可。总体来看，公司短期债务占比增加，短期偿债压力仍较大。

表8 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	36.71%	34.85%
现金短期债务比	0.06	0.02
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.26

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额合计6.00亿元，占期末所有者权益的比重为7.90%，被担保方为国有控股企业，未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表9 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
海城福源供水有限公司	60,000.00	2039/6/17	否

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

东北再担保为本期债券提供的连带责任保证担保，仍能有效提升本期债券的信用水平

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，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

东北再担保是于2007年11月由中央财政、中国进出口银行、东北三省及内蒙古自治区政府共同出资设立的政府性区域再担保机构。截至2020年末，东北再担保注册资本和实收资本均为30.52亿元，第一大股东为吉林省投资集团有限公司（其中国家财政部出资9.00亿元，由其代持；代吉林省人民政府出资3.00亿元），持股比例为39.31%。

表10 截至 2020 年末东北再担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	投资金额	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%
黑龙江省鑫正融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%
辽宁省融资担保集团有限公司	30,000.00	9.83%
合计	305,233.64	100.00%

资料来源：东北再担保提供

经过多年发展，东北再担保已形成直接担保、再担保、小额贷款和自有资金投资等多种业务共同发展的格局，业务主要覆盖东北三省与内蒙古地区。担保费收入和利息净收入为东北再担保营业收入的主要来源，利息净收入来源于委托贷款、小额贷款和银行存款。2020年东北再担保实现营业收入7.32亿元，同比减少4.54%；其中，担保费收入为3.24亿元，同比增长11.62%；利息净收入为3.54亿元，同比减少24.20%。

表11 东北再担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	35,854.61	50.00%	35,125.47	45.83%	22,757.60	40.97%
其中：担保费收入	32,371.48	44.24%	29,001.05	37.84%	18,366.09	33.07%
减：提取未到期责任准备金	1,671.06	-2.28%	5,846.62	-7.63%	304.14	-0.55%
利息净收入	35,403.39	48.38%	46,706.68	60.93%	32,599.04	58.69%
投资收益	-	0.00%	490.15	0.64%	402.46	0.72%
其他收入	3,587.98	4.90%	175.60	0.23%	86.17	0.16%
合计	73,174.91	100.00%	76,651.27	100.00%	55,541.13	100.00%

资料来源：东北再担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，东北再担保资产总额为79.06亿元，所有者权益合计为38.36亿元；2020年度，东北再担保实现利润总额2.76亿元。

表12 2018-2020 年东北再担保主要财务数据（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	79.06	71.17	62.27
所有者权益合计	38.36	36.28	33.59
营业收入	7.32	7.67	5.55
担保费收入	3.24	2.90	1.84
利息净收入	3.54	4.67	3.26
净资产收益率	5.46%	7.55%	2.79%
担保余额	276.96	252.34	252.42
融资担保责任余额	259.50	234.06	240.75
当期担保发生额	421.44	411.63	360.31

准备金覆盖率	9.22%	8.54%	7.05%
融资担保放大倍数（倍）	6.76	6.53	7.17
当期担保代偿率	0.29%	0.08%	1.06%

资料来源：东北再担保 2018-2020 年审计报告及东北再担保提供，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安全性。

九、结论

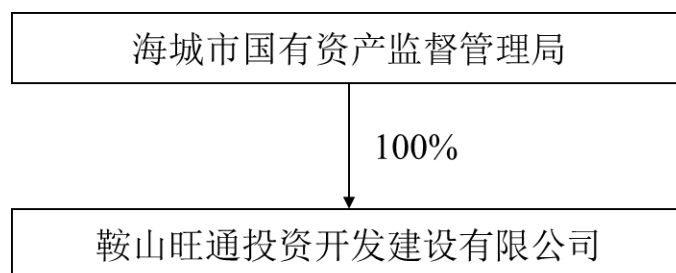
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	0.34	0.08	0.29
其他应收款	24.65	22.58	15.50
存货	23.84	25.76	24.80
流动资产合计	67.78	63.16	53.31
投资性房地产	40.92	41.15	41.22
非流动资产合计	52.22	51.98	50.73
资产总计	120.00	115.14	104.04
短期借款	2.12	1.82	4.34
其他应付款	17.59	14.84	10.76
一年内到期的非流动负债	3.35	2.04	1.63
流动负债合计	24.98	20.17	18.44
长期借款	9.67	11.32	10.05
应付债券	4.95	4.95	0.00
长期应付款	3.61	2.85	0.82
非流动负债合计	19.07	19.96	11.71
负债合计	44.05	40.13	30.15
总债务	20.09	20.15	16.84
所有者权益	75.95	75.01	73.89
营业收入	6.05	5.98	6.26
营业利润	1.32	1.36	1.64
其他收益	0.00	0.64	0.57
利润总额	1.31	1.30	1.64
经营活动产生的现金流量净额	2.35	-3.42	2.87
投资活动产生的现金流量净额	-0.66	-1.39	-0.03
筹资活动产生的现金流量净额	-1.44	4.60	-4.71
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	41.54%	39.70%	39.31%
收现比	0.34	0.44	0.68
资产负债率	36.71%	34.85%	28.98%
现金短期债务比	0.06	0.02	0.05
EBITDA（亿元）	1.84	2.00	2.45
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.26	2.09

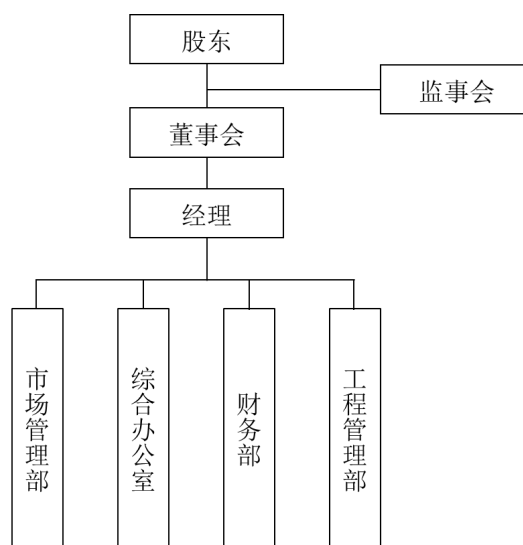
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（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
辽宁西柳服装商业管理集团有限公司	10,000.00	100%	服装商业管理；市场综合管理、开发建设、摊床租赁、设施维护、市场配套服务
辽宁西柳网络科技有限公司	300.00	100.00%	计算机软件技术研发；农产品种植、销售等
辽宁西柳启航文化旅游服务有限公司	300.00	100.00%	国内旅游业务；入境旅游业务；出境旅游业务等
辽宁旺海物流有限公司	100.00	100.00%	普通货物道路运输；货物专用运输（集装箱）等
鞍山鹏盛物流有限公司	5,000.00	100.00%	道路货物运输（不含危险货物）；信息咨询服务等
鞍山通达文体广告传媒有限公司	10,000.00	100.00%	组织文化艺术交流活动，广告制作，广告设计、代理等
鞍山跃海贸易有限公司	10,000.00	100.00%	国内贸易代理，贸易经纪，贸易经纪与代理等
海城市西柳运输服务有限公司	2,000.00	98.50%	车辆看管、服装及配料仓储等
辽宁众鑫建设工程有限公司	1,200.00	100.00%	房屋建筑工程；公路工程建筑；建筑装饰装修工程
海城市大数据信息技术有限公司 ³	5,000.00	100.00%	大数据分析、数据处理、营销策划等

资料来源：公司 2020 年审计报告、公开信息查询，中证鹏元整理

³ 2020 年 9 月 11 日，辽宁澄州云智能科技发展有限公司退出对海城市大数据信息技术尤溪县公司投资，因此公司由原持股 51.00% 变更为 100.00% 持股。

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	货币资金
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息部分}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六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。