



2019年鞍山旺通投资开发建设有限公司公司 债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19 鞍山旺通债/PR 旺通债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持鞍山旺通投资开发有限公司（以下简称“公司”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“19鞍山旺通债/PR 旺通债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA+。
- 该评级结果是考虑到：近年海城市GDP和一般公共预算收入稳居鞍山市首位，公司是海城市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，业务持续性较好，未来收入来源较有保障，且东北中小企业融资再担保股份有限公司（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了公司资产流动性较弱，面临较大的偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 公司是海城市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，预计业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年7月25日

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	125.39	120.00	115.14
所有者权益	76.89	75.95	75.01
总债务	27.37	20.09	20.15
资产负债率	38.68%	36.71%	34.85%
现金短期债务比	0.03	0.06	0.02
营业收入	7.21	6.05	5.98
其他收益	0.01	0.00	0.64
利润总额	1.17	1.31	1.30
销售毛利率	35.02%	41.54%	39.70%
EBITDA	2.09	1.84	2.00
EBITDA 利息保障倍数	0.86	1.30	1.26
经营活动现金流净额	-2.21	2.35	-3.42
收现比	45.38%	34.09%	44.09%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **近年海城市 GDP 和一般公共预算收入稳居鞍山市首位。**受益于丰富的矿产资源，海城市以菱镁新材料、钢铁精深加工、精细化工、高端装备制造为四大支柱产业，近年 GDP 和一般公共预算收入稳居鞍山市首位，为公司发展提供了良好基础。
- **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主体，承担了海城市基础设施建设的职能，截至 2021 年末，公司存货中待结转开发成本规模较大；公司同时负责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有效提升了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。
- **公司面临较大的偿债压力。**公司收现情况较差，2021 年末公司总债务规模上升，其中短期债务占比亦上升，同时偿债能力指标表现趋弱。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保金额合计 14.50 亿元，被担保方虽为国有控股企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	3		资产负债率	6
	GDP 增长率	3		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	1
	公共财政收入	2		收现比	3
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		中等
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AA



历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+	2021-6-28	张晨、王硕	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2019-1-28	张晨、王硕	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
19 鞍山旺通债/PR 旺通债	5.00	4.00	2021-6-28	2026-05-06

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2019年5月6日发行7年期5.00亿元本期债券，募集资金原计划其中4.00亿元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。截至2022年6月27日，本期债券募集资金专项账户余额为6,298.56元。

三、发行主体概况

2021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2021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（以下简称“海城国资局”）持有公司100.00%股权，仍为公司唯一股东和实际控制人。

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；2022年1月，公司董事会成员之一丁宇变更为杨梓艺。

2021年公司合并范围新增5家子公司，截至2021年末，公司合并范围内子公司共22家，具体情况见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2021年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
辽宁西柳电子口岸有限公司	100.00%	1,000.00	报关业务，货物进出口，技术进出口，进出口代理	投资设立
辽宁衣饰天下文化传媒有限公司	100.00%	300.00	广告发布，广告制作，品牌管理	投资设立
西柳服装贸易（辽宁）有限公司	100.00%	1,000.00	保税仓库经营	投资设立
辽宁西柳财税咨询服务有限公司	100.00%	300.00	代理记账	投资设立
辽宁万鑫建筑工程有限公司	100.00%	500.00	对外承包工程，园林绿化工程施工，土石方工程	投资设立

资料来源：公司2021年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延

续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

行业及区域经济环境

海城市菱镁和滑石储量大，主要发展菱镁新材料和钢铁精深加工产业，近年GDP和一般公共预算收入稳居鞍山市首位，但人均GDP偏低，且固定资产投资增长乏力

区位特征：海城市菱镁和滑石储量大，近年人口为净流出。海城市隶属于辽宁省鞍山市，位于辽东半岛北端，北靠鞍山市和沈阳市，南临营口市、大连市，东接本溪市及丹东市，西与盘锦市隔河相望，总面积2,732平方公里，下辖27个镇区、2个开发区（海城经济开发区和腾鳌开发区），根据第七次全国人口普查公报，截至2020年11月1日零时，海城市常住人口为106.79万，较2010年减少16.48万人。交通方面，区域内沈大高速、哈大高铁、中长铁路、黑大公路、沈西工业走廊出海大道等纵贯南北，京丹高速、盘海高铁、沟海铁路、海岫铁路、大盘公路等横亘东西，哈大高铁海城西站是辽南进京的门户。海城市矿产资源较为丰富，被称为“世界镁都”和“滑石之乡”，其中菱镁探明储量26.4亿吨，占全国的61.8%，占世界的四分之一，具有埋藏浅、易开采的特点；滑石探明储量1亿吨，占全国储量的四分之一，品质世界之最。

图1 海城市区位图


资料来源：海城市政府官网

经济发展水平：近年海城市 GDP 和一般公共预算收入稳居鞍山市首位，但人均 GDP 偏低，且固定资产投资增长乏力。近年海城市 GDP 增速表现一般，三次产业结构由 2019 年的 7.6:35.4:57.0 调整为 2021 年的 8.0:34.4:57.6，经济结构以第三产业为主；GDP 和一般公共预算收入在鞍山市下辖 7 个区县中均稳居首位。2021 年海城市人均 GDP 为 53,950 元，为全国人均 GDP 的 66.62%。从经济发展的要素看，由于重大项目储备不足，近年海城市固定资产投资增速持续表现不佳；2019-2020 年海城市社会消费品零售总额增速表现不佳，2021 年在低基数的基础上增速有所回升，但仍不高。

表2 2021 年鞍山市主要区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
海城市	568.0	4.1%	53,950	35.90	20.20
铁东区	291.6	4.1%	57,006	10.80	-
台安县	153.7	0.2%	51,113	8.75	1.64
立山区	118.5	7.2%	29,136	8.41	-
千山区	99.1	4.0%	104,614	11.90	-

注：“-”表示数据未公布；除海城市外，其他区县 2021 年人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各区县政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表3 海城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	568.0	4.1%	547.9	-	552.0	6.9%
固定资产投资	103.5	0.7%	-	-9.3%	-	4.5%
社会消费品零售总额	342.9	12.2%	-	-6.9%	-	6.0%

进出口总额	0.0	0.0%	-	-	31.7	-24.5%
人均 GDP (元)		53,950		51,306		51,690
人均 GDP/全国人均 GDP		66.62%		70.82%		72.91%

注：“-”表示数据未公布；2019-2020 年人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：海城市 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：海城市以菱镁新材料、钢铁精深加工、精细化工、高端装备制造为四大支柱产业，同时拥有西柳服装和南台箱包两大商贸专业市场。受益于丰富的矿产资源，海城市以菱镁新材料、钢铁精深加工、精细化工、高端装备制造为四大支柱产业，围绕打造千亿级世界菱镁新材料产业基地，海城市组建了国有控股的辽宁菱镁矿业有限公司，通过统一编制开采方案、统一矿石价格、统一销售供给等方式促进菱镁产业健康发展；依托腾鳌钢铁精深加工产业园，海城市大力发展特种钢、精密铸件、异型钢等产业，代表企业有紫竹集团、后英集团和北方钢管等；海城市精细化工产业以腾鳌经济技术开发区精细化工产业园为依托，代表企业有七彩化学（股票代码：300758.SZ）、奥亿达、泰利橡胶等；高端装备制造方面，海城市集中发展专用车及零部件、新能源汽车配件两大产业集群，2021 年海城市规模以上工业总产值 517.2 亿元，其中钢铁及深加工产业、菱镁产业总产值分别为 188.4 亿元和 142.3 亿元，合计占比 63.94%。海城市拥有西柳服装和南台箱包两大商贸专业市场，西柳镇为国家级特色小镇和“淘宝镇”，海城经济开发区建有纺织服装工业园，引进了上海晟合纺织、日本润丰织造、海城东恒服装等企业入驻，2021 年西柳服装市场、南台箱包市场成交额分别为 904.9 亿元和 85.1 亿元。

财政及债务水平：海城市一般公共预算收入稳定增长，政府性基金收入波动较大，地方政府举债空间较小。近年海城市一般公共预算收入稳定增长，税收收入占比虽有所下降，但均在 70% 以上，收入质量较好，但财政自给率持续下降，2021 年为 54.31%。近年海城市政府性基金收入波动较大，主要系土地出让收入波动影响。区域债务方面，近年海城市政府债务余额较为稳定，2021 年为 78.59 亿元，但额度已基本用完。

表4 海城市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	35.90	34.20	32.55
税收收入占比	70.06%	70.71%	80.37%
财政自给率	54.31%	51.81%	61.86%
政府性基金收入	20.20	9.90	16.56
地方政府债务余额	78.59	78.09	78.09

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2021 年海城市财政预决算报告，海城市统计局，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年 6 月末，海城市有存续债的投融资平台有 2 家，分别为海城市金财土地房屋投资有限公司（以下简称“海城金地”）和公司，公司规模小于海城金地。

表5 截至 2022 年 6 月末海城市主要投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
海城金地	海城市国有资产监督管理局	136.44	48.57%	16.13	57.70	主要负责海城市保障房及市政基础设施项目建设业务，以及镁矿产品生产销售业务
公司	海城市国有资产监督管理局	76.89	38.68%	7.21	27.37	海城市重要的基础设施建设主体，收入主要来自代建以及西柳市场经营管理业务

注：财务数据为 2021 年度/2021 年末数据，海城金地总债务计算未考虑其他调整项。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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业务及出租摊位、收取水电费、物业费获得的市场经营管理收入。2021 年公司营业收入同比增加，主要系基础代建收入增加。毛利率方面，受毛利率较低的基础代建收入占比上升以及市场经营管理等业务毛利率下滑综合影响，公司 2021 年销售毛利率同比有所下降。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
受托代建项目	50,196.43	13.04%	38,770.84	13.04%
市场经营管理	21,103.62	87.78%	21,598.28	92.59%
其他	764.87	21.63%	82.96	71.08%
合计	72,064.92	35.02%	60,452.08	41.54%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司存货中待结转开发成本规模较大，未来收入来源较有保障，但业务回款较差

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。

2021 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后驼龙项目、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。2021 年公司共确认代建业务收入 5.02 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 12.13 亿元，后续需关注代建业务的回款情况。

表7 2021年公司受托代建业务收入情况（单位：万元）

项目名称	2021年
安村征地拆迁	2,359.67
二台子村征地拆迁	1,190.42
验军管理区征迁	17,945.60
南台后驼龙项目	2,524.69
西柳棚改项目	8,822.98
验军棚改项目	17,353.06
合计	50,196.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目中国西柳国际物流园区建设项目，计划总投资9.00亿元，累计已投资6.06亿元，项目进度约67.33%，尚未完工。根据本期债券募集说明书，该项目开工时间为2016年11月，预计项目建设周期为2年，建成后收入主要为卸货和理货收入、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，截至2021年末项目建设进度不及预期，需关注其建设进度及未来收益实现。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，2021年末公司存货中尚有17.85亿元的开发成本尚未结转，未来收入较有保障。

2021年公司市场经营管理业务收入基本稳定，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。辽宁西柳商贸物流集团有限公司（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。

综合来看，2021年公司市场经营管理业务实现收入2.11亿元，同比基本维持稳定，毛利率为87.78%，同比略有下降，业务持续性较好。

此外，公司2021年实现工程结算收入、物流运输收入等，对其营业收入形成一定补充，但整体规模较小。

公司获得一定外部支持

2021年，根据海城市西柳镇人民政府文件，公司接收无偿划入的西柳服装市场相关资产（机械设备、管网等），资本公积相应增加0.13亿元。

2021年，公司获得各项补贴及增值税减免等合计88.28万元。

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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围新增5家子公司，截至2021年末，公司合并范围子公司共22家，详见附录四。

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，整体资产流动性较弱

2021年末公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.25	0.20%	0.34	0.29%
应收账款	13.89	11.08%	10.70	8.92%
预付款项	8.14	6.49%	8.21	6.84%
其他应收款	28.51	22.74%	24.65	20.54%
存货	21.61	17.23%	23.84	19.87%
流动资产合计	72.44	57.78%	67.78	56.49%
投资性房地产	40.93	32.64%	40.92	34.10%
固定资产	1.67	1.33%	1.78	1.49%
在建工程	6.12	4.88%	5.18	4.32%
无形资产	3.64	2.91%	3.76	3.13%
非流动资产合计	52.94	42.22%	52.22	43.51%

资产总计	125.39	100.00%	120.00	100.00%
-------------	---------------	----------------	---------------	----------------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021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以及对海城市西柳镇市场服务中心的应收摊床租金，需关注其回款进度。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，账龄以1-2年为主，规模较大。公司其他应收款主要是与海城市经济开发区财政局、西柳市场开发公司、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，同比增加主要系对海城市经济开发区财政局的往来款增加；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2021年末，土地资产账面价值为3.76亿元，主要为出让地；开发成本为17.85亿元，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，以公允价值入账。截至2021年末公司固定资产1.67亿元，主要为持有的房屋建筑物等。公司在建工程主要为本期债券募投项目西柳物流园项目。2021年末公司的无形资产中土地使用权3.63亿元，土地性质均为出让。

截至2021年末，公司受限资产包括固定资产0.60亿元、存货中土地使用权1.57亿元，合计2.17亿元，占总资产的比例为1.73%。

总体来看，2021年末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，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入同比增长，未来收入来源较有保障但回款情况不佳

2021年公司营业收入同比增长，仍主要来自受托代建业务及市场经营管理业务，同时工程结算收入、物流运输收入等对公司收入形成一定补充。2021年公司收现比较低，销售回款情况仍然不佳。截至2021年末，公司存货中价值17.85亿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，受毛利率较低的基础代建收入占比上升以及市场经营管理等业务毛利率下滑综合影响，公司2021年销售毛利率同比有所下降。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	45.38%	34.09%
营业收入	7.21	6.05
营业利润	1.20	1.32

其他收益	0.01	0.00
利润总额	1.17	1.31
销售毛利率	35.02%	41.54%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务规模上升，短期债务占比上升，偿债能力指标表现趋弱，面临较大偿债压力

受长期借款增加影响，2021年末公司负债总额增加至48.49亿元，同时公司所有者权益亦略有增加，2021年末为76.89亿元，同期公司产权比率上升至63%。

图 2 公司资本结构

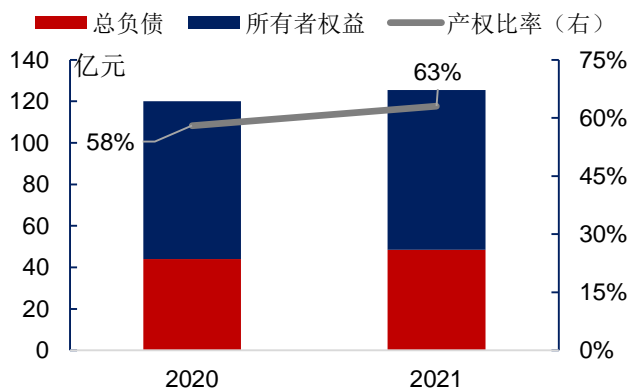
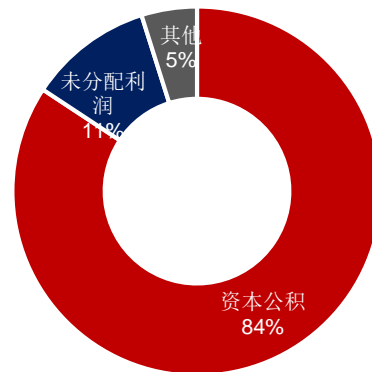


图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2021年末公司流动负债占比52.19%，同比下降4.51个百分点。

2021年末公司短期借款主要包括抵押借款2.93亿元和保证借款0.65亿元。公司应交税费主要为企业所得税和增值税。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。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款及利息、一年内到期的应付债券及利息。

2021年末公司长期借款主要包括保证借款、质押借款和抵押借款，同比增加主要系保证借款增加。应付债券为本期债券，发行利率为7.5%。2021年末公司长期应付款全部为专项应付款3.74亿元，主要为当地政府对公司的项目拨款。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.58	7.39%	2.12	4.81%
应交税费	2.66	5.48%	1.86	4.23%
其他应付款	15.48	31.93%	17.59	39.93%

一年内到期的非流动负债	3.31	6.83%	3.35	7.60%
流动负债合计	25.31	52.19%	24.98	56.70%
长期借款	14.63	30.16%	9.67	21.95%
应付债券	3.97	8.18%	4.95	11.24%
长期应付款	3.74	7.71%	3.61	8.19%
非流动负债合计	23.18	47.81%	19.07	43.30%
负债合计	48.49	100.00%	44.05	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司总债务规模上升至27.37亿元，占负债总额的比重为56%。从债务结构来看，短期债务占比有所上升。

图 4 公司债务占负债比重

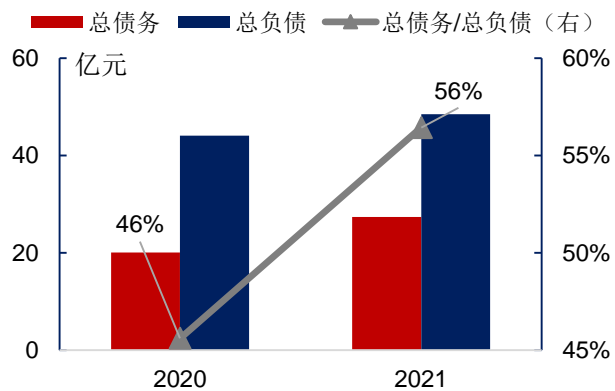
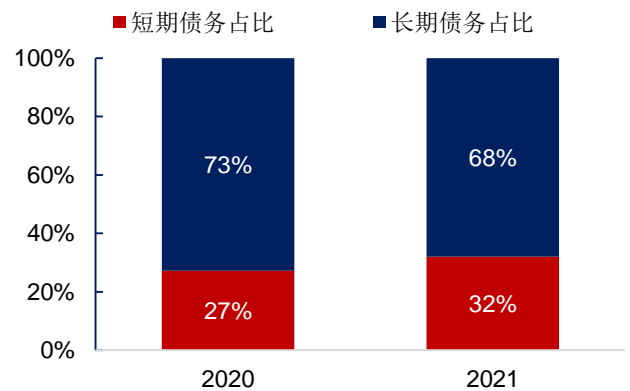


图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2021年末公司资产负债率有所上升。从短期偿债指标来看，2021年末公司现金短期债务比为0.03，现金类资产对短期债务的保障很差；EBITDA对债务利息的保障能力有所减弱。总体来看，公司偿债压力较大。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	38.68%	36.71%
现金短期债务比	0.03	0.06
EBITDA 利息保障倍数	0.86	1.30

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月21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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计14.50亿元，占期末所有者权益的比重为18.86%，被担保方虽为国有控股企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表12 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	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年6月17日	否
海城市海畅项目管理有限公司	85,000.00	2036年9月26日	否
合计	145,000.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公开查询，公司存在借款合同纠纷。据了解因借款人张海英、孙丽敏、乔南成立物流公司（对应的物流公司分别为海城市鑫垚商贸物流中心、海城市西柳镇丽敏物流货运站、海城市迪博商贸物流中心）需交纳物流保证金，故向光大银行贷款，由辽宁人信融资担保有限公司（以下简称“人信融担”）提供担保，后因为上述借款人未偿还银行贷款，人信融担代偿后，向海城市人民法院提起诉讼，在申请追偿权案件财产保全时，一并将公司及子公司西柳物流公司列为被申请人。根据公开查询，海城市人民法院分别对被申请人海城市鑫垚商贸物流中心、张海英等、公司及西柳物流公司名下银行账户内的存款202.42万元或其他等额价值财产予以冻结、查封；对被申请人海城市西柳镇丽敏物流货运站、孙丽敏等、公司及西柳物流公司名下银行账户内的存款105.29万元或其他等额价值财产予以冻结、查封；对被申请人海城市迪博商贸物流中心、乔南等、公司及西柳物流公司名下银行账户内的存款203.67万元或其他等额价值财产予以冻结、查封。

目前该经济仲裁案件已开庭，尚未裁决。

八、抗风险能力分析

近年海城市GDP和一般公共预算收入稳居鞍山市首位，公司资产以房产、土地及应收款项为主，整体流动性较弱，同时公司收现情况较差，总债务规模及短期债务占比皆上升，偿债能力指标表现趋弱，面临较大的偿债压力，对外担保亦使其面临一定或有负债风险。但公司作为海城市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，承担了海城市基础设施建设的职能，并负责西柳市场产业集群的经营和管理，主要业务持续性较好，未来收入来源较有保障，公司抗风险能力尚可。

九、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。

东北再担保为经国家发展改革委批准，于 2007 年 11 月在吉林省工商行政管理局注册成立的全国首家中小企业信用再担保试点单位。东北再担保初始注册资本为 30.00 亿元，其中吉林省投资集团有限公司（以下简称“吉林投资”）持股 40.00%，中国进出口银行持股 30.00%，内蒙古元盛投资担保集团股份有限公司、黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司（后更名为“黑龙江省鑫正融资担保集团有限公司”，以下简称“鑫正担保”）以及辽宁省中小企业信用担保中心各持股（后改制组建为“辽宁省融资担保集团有限公司”）10.00%。2018 年 5 月，鑫正担保向东北再担保新增投资 0.56 亿元，其中新增注册资本 0.52 亿元。截至 2021 年末，东北再担保注册资本和实收资本均为 30.52 亿元，第一大股东为吉林投资（其中国家财政部出资 9.00 亿元，吉林投资代为持有；同时吉林投资代吉林省人民政府出资 3.00 亿元），持股比例为 39.31%。

表13 截至 2021 年末东北再担保股权结构（单位：万元）

股东名称	出资额	持股比例	补充说明
吉林省投资集团有限公司	120,000.00	39.31%	国家财政部出资 9.00 亿元，由吉林省投资集团有限公司代为持有；同时吉林省投资集团有限公司代吉林省人民政府出资 3.00 亿元
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%	代黑龙江省人民政府出资
内蒙古再担保股份有限公司	30,000.00	9.83%	代内蒙古自治区人民政府出资
辽宁省融资担保集团有限公司	30,000.00	9.83%	代辽宁省人民政府出资
合计	305,233.64	100.00%	-

资料来源：东北再担保提供，中证鹏元整理

东北再担保主要从事直接担保（含直接融资担保、间接融资担保等融资担保和非融资担保）、再担保、小额贷款、自有资金投资等业务，下设吉林、辽宁、黑龙江、内蒙古四家分公司。作为财政部、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区域再担保机构，东北再担保具有强大的股东背景和丰富的政府资源，且自身资本实力较强，在东北三省与内蒙古自治区担保行业中具有较为明显的竞争优势。

近年来东北再担保的担保业务规模保持增长，2021 年末担保余额为 278.28 亿元，同比增长 0.48%。从业务类型来看，近年来东北再担保绝大部分担保业务为融资担保业务，融资担保业务主要包括以债券担保为主的直接融资担保和以流动资金贷款担保、固定资产贷款担保为主的间接融资担保，截至 2021 年末，融资担保余额 240.90 亿元，占期末担保余额的比重为 86.56%；非融资担保业务主要为履约担保、

投标担保等工程担保，截至 2021 年末，非融资担保余额 37.39 亿元，占期末担保余额的比重为 13.44%。从担保模式来看，东北再担保业务可分为直接担保和再担保，其中直接担保业务以融资担保业务为主，再担保业务则分为增信再担保、技援再担保、共同担保再担保、合作再担保、代出保函再担保、按份共保再担保以及分险再担保等。随着直接担保业务的快速发展和再担保业务的大量解保，近年东北再担保直接担保余额规模及占比持续上升，截至 2021 年末，直接担保余额 182.24 亿元，占担保余额的比重为 65.49%，再担保余额 96.04 亿元，占比 34.51%。

担保代偿方面，受新冠疫情冲击等因素影响，2021 年东北再担保当期担保代偿额为 4.68 亿元，当期担保代偿率为 1.01%，均同比显著提升，需持续关注东北再担保未来可能面临的代偿风险；担保追偿方面，2021 年末累计代偿回收率为 24.09%，仍处于较低水平。

表14 东北再担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期担保发生额	465.30	421.44	411.63
当期解除担保额	463.98	396.82	411.71
担保余额	278.28	276.96	252.34
其中：融资担保余额	240.90	259.50	243.31
非融资担保余额	37.39	17.46	9.03
其中：再担保余额	96.04	103.09	103.09
直接担保余额	182.24	173.87	149.25
融资担保责任余额	240.90	259.50	234.06
融资担保责任余额放大倍数	6.02	6.85	6.53
当期担保代偿额	4.68	1.16	0.34
累计代偿回收率	24.09%	25.86%	13.78%
担保风险准备金	26.74	23.92	20.78
拨备覆盖率	245.90%	334.55%	284.14%

注：融资担保责任余额含再担保责任余额，融资担保责任余额放大倍数依据东北再担保提供的融资担保责任余额计算。

资料来源：东北再担保提供，中证鹏元整理

东北再担保营业总收入主要包括担保业务收入和利息净收入，其中担保业务收入包括担保费收入和评审费收入；利息净收入则来源于委托贷款、小额贷款和银行存款利息收入。受新冠疫情冲击、委托贷款业务收入波动等因素影响，近年总体收入呈波动下降态势，2021 年东北再担保实现营业收入 7.57 亿元，同比增长 3.42%，其中担保业务收入 3.46 亿元，利息净收入 3.97 亿元，占比分别为 45.70%和 52.50%。盈利能力方面，近年来东北再担保盈利水平有所波动，2021 年实现净利润 2.43 亿元，同期净资产收益率为 6.15%。

表15 东北再担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
----	--------	--------	--------

担保业务收入	3.46	3.59	3.51
减：提取未到期责任准备金	0.18	0.17	0.58
利息净收入	3.97	3.54	4.67
其他收益	0.13	0.61	0.02
营业收入合计	7.57	7.32	7.67
营业支出	4.37	4.53	4.09
营业利润	3.20	2.79	3.57
利润总额	3.26	2.76	3.59
净利润	2.43	2.04	2.64
净资产收益率	6.15%	5.46%	7.55%

资料来源：东北再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2021 年末，东北再担保货币资金为 48.21 亿元，其中银行存款 47.96 亿元，年末货币资金不存在使用受限情况。截至 2021 年末，东北再担保应收代偿款净额为 10.87 亿元，同比增长 52.07%；期末贷款净额为 6.43 亿元，为子公司东北再担保小额贷款有限公司发放的小额贷款，均为保证贷款或抵质押贷款，已计提减值准备 0.16 亿元。截至 2021 年末，东北再担保委托贷款净额 16.50 亿元，其中保证贷款 4.96 亿元、信用贷款 0.40 亿元、抵质押贷款 11.92 亿元，已计提减值准备 0.78 亿元。2021 年末东北再担保本部 I、II、III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 61.15%、8.78%和 23.59%，以货币资金为主的 I 级资产占比较高，资产结构整体符合监管要求。

东北再担保准备金计提规模随担保业务规模的增加而有所加大，2021 年末担保赔偿准备金和未到期责任准备金分别为 23.78 亿元、1.44 亿元。截至 2021 年末，东北再担保短期借款为 16.20 亿元，其中母公司 15.00 亿元借款均为信用借款，子公司 1.20 亿元借款为保证借款。

截至 2021 年末，东北再担保所有者权益合计 40.79 亿元，其中实收资本为 30.52 亿元，资本实力较强。2021 年末东北再担保融资担保责任余额放大倍数为 6.02，较 2019 年末的 6.53 有所下降，但仍处于相对较高水平，随着担保业务的发展，东北再担保面临一定的资本补充压力。

表16 东北再担保主要财务数据情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
资产总计	92.46	79.06	71.17
实收资本	30.52	30.52	30.52
所有者权益合计	40.79	38.36	36.28
融资担保责任余额放大倍数	6.02	6.85	6.53

资料来源：东北再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从外部支持方面来看，东北再担保是财政部、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区域再担保机构，亦是全国首家中小企业信用再担保试点单位，股东背景实力强，可为东北再担保发展提供较好的支撑。

整体来看，东北再担保股东背景实力强，区域内竞争优势较为明显，以货币资金为主的 I 级资产占比较高，资产流动性保持在较好水平。但中证鹏元也关注到，疫情影响下东北地区经济下行压力加大，东北再担保的担保业务代偿风险和资金业务损失风险有所上升。经中证鹏元综合评定，东北再担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，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，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

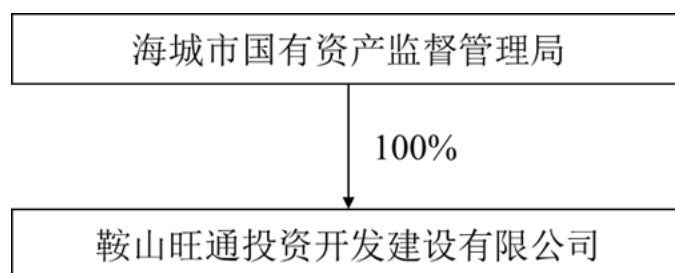
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“19鞍山旺通债/PR旺通债”的信用等级为 AA+。

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.25	0.34	0.08
应收账款	13.89	10.70	6.80
预付款项	8.14	8.21	7.89
其他应收款	28.51	24.65	22.58
存货	21.61	23.84	25.76
流动资产合计	72.44	67.78	63.16
投资性房地产	40.93	40.92	41.15
固定资产	1.67	1.78	1.57
在建工程	6.12	5.18	4.91
非流动资产合计	52.94	52.22	51.98
资产总计	125.39	120.00	115.14
短期借款	3.58	2.12	1.82
应交税费	2.66	1.86	1.43
其他应付款	15.48	17.59	14.84
一年内到期的非流动负债	3.31	3.35	2.04
流动负债合计	25.31	24.98	20.17
长期借款	14.63	9.67	11.32
应付债券	3.97	4.95	4.95
非流动负债合计	23.18	19.07	19.96
负债合计	48.49	44.05	40.13
总债务	27.37	20.09	20.15
营业收入	7.21	6.05	5.98
所有者权益	76.89	75.95	75.01
营业利润	1.20	1.32	1.36
其他收益	0.01	0.00	0.64
利润总额	1.17	1.31	1.30
经营活动产生的现金流量净额	-2.21	2.35	-3.42
投资活动产生的现金流量净额	-0.26	-0.66	-1.39
筹资活动产生的现金流量净额	2.38	-1.44	4.60
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	35.02%	41.54%	39.70%
收现比	45.38%	34.09%	44.09%
资产负债率	38.68%	36.71%	34.85%
现金短期债务比	0.03	0.06	0.02
EBITDA（亿元）	2.09	1.84	2.00
EBITDA 利息保障倍数	0.86	1.30	1.26

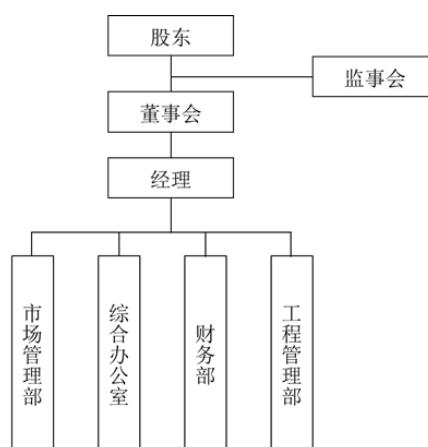
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	辽宁西柳服装商业管理集团有限公司	10,000.00	100.00%	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
2	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
3	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
4	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
5	辽宁西柳电子口岸有限公司	1,000.00	100.00%	报关业务，货物进出口，技术进出口，进出口代理
6	辽宁衣饰天下文化传媒有限公司	300.00	100.00%	广告发布，广告制作，品牌管理
7	西柳服装贸易（辽宁）有限公司	1,000.00	100.00%	保税仓库经营
8	辽宁西柳财税咨询服务有限公司	300.00	100.00%	代理记账
9	辽宁万鑫建筑工程有限公司	500.00	100.00%	对外承包工程，园林绿化工程施工，土石方工程
10	海城市大数据信息技术有限公司	5,000.00	100.00%	大数据分析、数据处理、营销策划等
11	海城市鼎恒建筑投资有限公司	5,000.00	100.00%	城市基础设施建设、房地产综合开发与经营
12	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
13	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
14	海城经济开发区开发有限公司	5,000.00	100.00%	城市基础设施建设、房地产综合开发
15	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
16	海城创新菱镁工业工程开发有限公司	100.00	100.00%	菱镁产业科技研发、新产品研制
17	海城环宇菱镁产业技术研发有限公司	500.00	100.00%	菱镁产业技术研发
18	辽宁西柳商贸物流集团有限公司	4,500.00	100.00%	货物仓储服务；市场摊床租赁；园区内物业管理
19	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
20	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；建筑装饰装修工程等
21	辽宁西柳北派服饰研发设计有限公司	500.00	100.00%	服装研发设计
22	海城市百信进出口贸易有限公司	500.00	100.00%	批发零售

资料来源：公司 2021 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
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。