

2019 年鞍山旺通投资开发建设有限公司
公司债券 2020 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。



报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【531】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信用评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

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建设有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2020 年 06 月 28 日	2019 年 06 月 27 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建设有限公司（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 2020 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海城市经济保持增长，为公司发展营造了良好的外部环境，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，公司资产流动性较弱、面临一定的资金支出压力、流动性压力加大等风险因素。

正面：

- 海城市经济保持增长，为公司发展营造了良好的外部环境。依托钢铁、装备制造、菱镁新材料、农产品深加工等主导产业，2019 年海城市实现地区生产总值 552.0 亿元，按可比口径同比增长 6.9%，为公司发展营造了良好的外部环境。
- 公司委托代建业务持续性仍然较好。截至 2019 年末，公司存货中尚有价值 21.69 亿元的开发成本尚待结转，主要基础设施代建项目尚需投资规模达 5.45 亿元，代建业务持续性仍然较好。
- 公司继续获得较大的外部支持。2019 年政府给予公司财政补贴 0.64 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- 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。**公司资产中房产、土地及应收款项等变现能力较弱的资产账面价值合计 79.94 亿元，占总资产的 69.43%；另外，账面价值为 15.99 亿元的资产使用受限，占总资产的 13.89%，资产流动性较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**公司销售回款较差，2019 年收现比为 0.44，经营活动现金净流出 3.42 亿元，截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资 6.61 亿元，而货币资金规模很小，公司面临一定的资金压力。
- **公司流动性压力加大。**2019 年末公司现金短期债务比仅为 0.02，货币资金对短期有息债务的保障能力很弱，有息债务同比增加 19.69% 至 20.15 亿元，流动性压力加大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,151,352.84	1,040,392.15	963,143.17
所有者权益	750,096.62	738,918.85	690,325.28
有息债务	201,494.49	168,350.84	219,731.77
资产负债率	34.85%	28.98%	28.33%
现金短期债务比	0.02	0.05	0.54
营业收入	59,790.84	62,590.27	60,027.51
其他收益	6,387.26	5,735.03	2,934.00
营业外收入	34.60	9.10	0.08
利润总额	12,989.64	16,407.72	17,384.63
综合毛利率	39.70%	39.31%	39.86%
EBITDA	20,036.02	24,520.47	22,498.89
EBITDA 利息保障倍数	1.26	2.09	2.76
经营活动现金流净额	-34,155.45	28,666.08	-51,438.99
收现比	0.44	0.68	1.92

资料来源：公司 2017-2019 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	2019年	2018年	2017年
总资产	711,688.82	622,728.30	481,810.61
所有者权益	362,789.60	335,916.96	321,153.11
在保责任余额（亿元）	252.35	240.75	249.88
融资担保放大倍数（倍）	-	7.17	7.78
当期担保代偿率	-	1.06%	0.63%

资料来源：东北再担保2017-2019年审计报告及东北再担保提供，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“南台后屯村棚改项目”），其余0.20亿元原计划用于补充公司营运资金。截至2020年5月8日，募集资金专项账户余额为374,761.51元。

二、发行主体概况

2019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（以下简称“海城国资委”）持股100.00%，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元。

2019年公司合并范围新增1家子公司，无减少子公司，详见表1。

表1 2019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
辽宁西柳服装商业管理集团有限公司	100%	10,000.00	房地产	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

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提

质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一歩升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土地储备等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称

“《通知》”),指出要合理保障必要在建项目后续融资,在严格依法解除违法违规担保关系基础上,对存量隐性债务中的必要在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资;另一方面,《通知》指出,严禁项目单位以任何方式新增隐性债务,市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月,中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》,表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理,承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围,地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情,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”,支持参与疫情防控企业债券发行,城投公司作为地方基础设施建设主体,在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作,城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

(二) 区域环境

海城市地区生产总值按可比口径保持增长,为公司发展营造了良好的外部环境

依托钢铁、装备制造、菱镁新材料、农产品深加工等主导产业,2019年海城市实现地区生产总值552亿元,按可比口径比上年增长6.9%,但绝对值略有下滑。分产业来看,2019年第一产业增加值41.8亿元,增长4.9%;第二产业增加值195.2亿元,增长10.7%;第三产业增加值315.0亿元,增长4.8%。三次产业结构比例由2018年的6.6:30.0:63.4调整为2019年的7.6:35.4:57.1,第三产业仍居主导地位。2019年海城市人均地区生产总值为51,725元,与同期全国人均地区生产总值之比为73.0%,区域经济发展水平一般。

工业方面,2019年海城市全市规模以上工业增加值为117.6亿元,较2018年增长15.2%。全年规模以上工业总产值429.7亿元,比上年增长7.4%。按重点产业划分,钢铁及深加工产业总产值138亿元,装备制造业总产值114.4亿元,菱镁新材料产业总产值134.3亿元,农产品深加工产业总产值62.3亿元。2019年,海城市规模以上工业企业实现主营业务收入446.1亿元,税金总额8.4亿元,实现利润20.7亿元。

2019年海城市固定资产投资较2018年增长4.5%。分产业看,全年第一产业投资下降50.2%;第二产业投资增长21.9%;第三产业投资下降5.1%。全年建设项目投资增长12.8%;房地产开发投资31亿元,比上年增长2.8%;商品房销售面积59.7万平方米,下降14.1%;商品房销售额25.5亿元,增长0.8%;年末商品房空置面积90万平方米,比上年末增长20%。

消费仍然是拉动海城市经济增长的主要动力,2019年全市社会消费品零售总额同比增长

6%。年末超亿元市场6个，年成交额695.7亿元，其中，西柳服装市场成交额600亿元，南台箱包市场成交额85.2亿元。2019年海城市进出口总额为31.7亿元，比上年下降24.5%，其中出口总额29.72亿元，比上年下降25.8%，镁砂、纺织品及化工产品出口额下滑较多。

表2 海城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	552.0	6.9%	558.2	4.6%
第一产业增加值	41.8	4.9%	36.8	3.4%
第二产业增加值	195.2	10.7%	167.5	7.0%
第三产业增加值	315.0	4.8%	353.9	3.8%
规模以上工业增加值	117.6	15.2%	96.7	17.1%
固定资产投资	-	4.5%	108.4	0.4%
社会消费品零售总额	-	6.0%	306.3	5.2%
进出口总额	31.7	-24.5%	-	-
存款余额	985.0	16.3%	847.3	9.7%
贷款余额	435.8	18.0%	369.3	4.2%
人均 GDP（元）		51,725		52,110
人均 GDP/全国人均 GDP		73.0%		80.6%

注：2018-2019 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：2018-2019 年海城市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年海城市实现公共财政收入32.5亿元，同比增长0.9%；实现政府性基金收入16.6亿元，同比增长176.9%。

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，2019年代建收入及市场经营收入占比分别为66.60%及33.38%。2019年，公司受托代建及市场经营管理业务收入均略有下滑，营业收入同比减少4.47%，综合毛利率保持稳定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
受托代建项目	39,823.14	13.04%	40,785.74	13.04%
市场经营管理	19,956.57	92.85%	21,792.74	88.44%
其他业务小计	11.13	100.00%	11.78	100.00%
合计	59,790.84	39.70%	62,590.27	39.31%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建业务持续性较好，但该业务回款率较低；公司主要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。

2018年，海城国资委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”）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、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》。

2019年，开发区公司、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”）与海城市开发区财政局签订《2019年土地开发整理资产移交协议与移交清单》，开发区公司、鼎恒建设将其建设形成的土地开发整理资产有偿移交给海城市开发区财政局，海城市开发区财政局支付土地开发整理成本和代建费用。

2019年，公司共确认代建业务收入3.98亿元，同比下降2.36%，毛利率为13.04%，代建业务利润率与往年一致。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公司、海城市开发区财政局代建工程款6.80亿元，后续需关注代建业务的回款情况。截至2019年末，公司存货中尚有价值21.69亿元的投资成本尚待结转，未来公司该业务收入较有保障。

表4 2019年公司代建业务收入确认情况（单位：万元）

项目名称	金额
回迁安置工程	25,486
验军区土地整理项目	14,290
验军区基础设施项目	46
合计	39,823

资料来源：公司提供

截至 2019 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。其中回迁

安置工程、验军区土地整理项目、验军区基础设施项目及西柳镇基础设施项目为代建项目，依据与项目委托方签订的委托代建协议执行。本期债券募投项目西柳物流园项目及南台后坨村棚改项目为公司自营项目，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；南台后坨村棚改项目建设完成后，预计可实现住宅及配套设施销售收入 1.69 亿元；截至 2019 年末，西柳物流园项目及南台后坨村棚改项目均尚未完工，后续需关注项目建设进度。预计总投资 44.04 亿元，已投资 37.43 亿元，尚需投资 6.61 亿元。公司主要在建基础设施项目投资规模较大，业务持续性较好，但尚需投资规模较大，面临一定的资金压力。

表5 截至2019年12月31日公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
回迁安置工程	14.35	10.66
验军区土地整理项目	12.02	10.93
中国西柳国际物流园区建设项目	9.00	8.01
验军区基础设施项目	5.97	5.43
西柳镇基础设施工程	1.40	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
合计	44.04	37.43

资料来源：公司提供

市场经营管理业务毛利率较高，对公司利润形成较好补充

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，公司本部负责运营西柳服装市场和西柳中国商贸城经营管理业务，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。

公司本部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。2019年西柳物流公司实现收入0.24亿元，同比下滑40%，主要是2019年未实现保险代理服务收入。

综合来看，2019年公司市场经营管理业务实现收入2.00亿元，同比下滑8.43%，主要系物流配套服务收入下滑，毛利率为92.85%，较上年上升4.41个百分点。公司市场经营管理业务毛利率较高，对公司利润形成较好补充。2020年我国爆发新冠疫情，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。

公司继续获得较大力度的外部支持

2019年海城经济开发区财政局拨付公司财政补贴共计6,387.26万元支持公司发展，有效提升了公司的利润水平。

表6 2019年公司财政补贴情况（单位：万元）

文件编号	金额
海经开财字【2019】280号	6,000.00
海财指企【2019】254号	387.26
合计	6,387.26

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2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围内新增1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，但资产以房产、土地及应收款项等变现能力较弱的资产为主，部分资产使用受限，资产流动性较弱

截至2019年末，公司资产总额为115.14亿元，较2018年末增加10.67%，其中流动资产占比为54.85%，较2018年末增加3.61个百分点。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	847.40	0.07%	2,883.49	0.28%
应收账款	68,005.95	5.91%	34,313.55	3.30%
预付款项	78,884.82	6.85%	92,487.06	8.89%
其他应收款	225,775.98	19.61%	154,984.77	14.90%
存货	257,551.36	22.37%	247,992.35	23.84%
流动资产合计	631,557.56	54.85%	533,107.33	51.24%
投资性房地产	411,494.00	35.74%	412,230.00	39.62%
固定资产	15,692.70	1.36%	16,199.22	1.56%
在建工程	49,063.83	4.26%	34,677.12	3.33%
无形资产	38,678.92	3.36%	39,763.86	3.82%
非流动资产合计	519,795.29	45.15%	507,284.81	48.76%
资产总计	1,151,352.84	100.00%	1,040,392.15	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司货币资金账面价值仅 847.40 万元。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，2019 年末同比增长 98.19%，主要系受托代建业务回款较差。公司预付款项主要为预付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、海城市西柳镇财政所、海城市西柳房屋拆迁服务中心、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；截至 2019 年末，公司其他应收款账面价值为 22.58 亿元，同比增长 45.68%；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 2019 年末，土地资产账面价值为 4.06 亿元，均为出让地；开发成本为 21.69 亿元，主要为基础设施建设项目投资。

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；截至 2019 年末，公司投资性房地产账面价值为 41.15 亿元，根据由开元资产评估有限公司出具的评估报告（开元评报字【2020】072 号）以公允价值入账，较 2018 年末减少 0.18%，主要系经评估，西柳服装市场公允价值本年减少 736 万元。公司固定资产主要为持有的房屋建筑物等，截至 2019 年末账面价值为 1.57 亿元，其中 1,124.76 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，2019 年末账面价值为 4.91 亿元，同比增加 41.49%，主要系西柳物流园项目投入增加。公司的无形资产主要为土地使用权，土地性质

均为出让，截至 2019 年末，公司无形资产账面价值为 3.87 亿元，同比下降 2.73%，主要系计提摊销费用。

截至 2019 年末，公司受限资产包括投资性房地产 12.35 亿元、土地使用权 2.99 亿元及固定资产 0.65 亿元，合计占总资产的比例为 13.89%，受限原因主要为抵押借款。

总体来看，公司资产规模持续增加，但资产以房产、土地及应收款项等变现能力较弱的资产为主，部分资产使用受限，资产流动性较弱。

盈利能力

公司代建业务持续性较好，主业盈利能力保持稳定，财政补贴仍有效提升了公司的利润水平

公司营业收入仍然主要来自受托代建业务及市场经营管理业务，2019 年营业收入下滑 4.47%，其中受托代建业务下滑 2.36%，市场经营管理业务下滑 8.43%。截至 2019 年末，公司存货中价值 21.69 亿元的基础设施建设成本尚待结转，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同比增加 4.41 个百分点，2019 年公司综合毛利率上升 0.39 个百分点，盈利能力相对稳定。

2019 年公司继续获得政府补助，金额为 6,387.26 万元，在利润总额中占比为 49.17%，有效提升了公司的利润水平。公司 2019 年利润总额 1.30 亿元，同比下降 20.83%，主要系营业收入下滑，同时广告及税金支出增加。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	59,790.84	62,590.27
其他收益	6,387.26	5,735.03
营业利润	13,623.67	16,408.69
利润总额	12,989.64	16,407.72
综合毛利率	39.70%	39.31%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司收现情况较差，经营活动现金净流出；主要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，2019 年

收现比为 0.44，公司回款效率偏弱且继续降低，主要是委托代建业务回款较差。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单位的往来款。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。因销售收现减少同时经营活动现金流出规模较大，2019 年公司经营活动现金净流出 3.42 亿元，经营活动现金流有所恶化。

2019年公司投资活动现金净流出1.39亿元，净流出规模较2018年大幅增加，主要系西柳物流园项目投资增加所致。公司筹资活动现金流入主要是发行本期债券及银行借款融资；公司筹资活动现金流出主要为偿还银行借款支付的现金。

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，主要在建项目尚需投资6.61亿元，未来面临一定的资金压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.44	0.68
销售商品、提供劳务收到的现金	26,364.59	42,432.78
收到的其他与经营活动有关的现金	236,647.74	311,289.78
经营活动现金流入小计	263,012.33	353,722.56
购买商品、接受劳务支付的现金	98,653.07	100,500.99
支付的其他与经营活动有关的现金	193,355.16	222,636.14
经营活动现金流出小计	297,167.78	325,056.48
经营活动产生的现金流量净额	-34,155.45	28,666.08
投资活动产生的现金流量净额	-13,870.89	-310.36
筹资活动产生的现金流量净额	45,990.26	-47,114.00
现金及现金等价物净增加额	-2,036.09	-18,758.28

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模增长较快，短期流动性压力加大

截至2019年末，公司负债总额为40.13亿元，较2018年末增长为33.10%，主要系发行债券及借款融资增加；所有者权益为75.01亿元，较2018年末增长1.51%，主要系利润累积。截至2019年末，公司产权比率为53.49%，较2018年上升12.69个百分点，所有者权益仍能有效覆盖负债总额。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
------	--------	--------

负债总额	401,256.23	301,473.29
所有者权益	750,096.62	738,918.85
产权比率	53.49%	40.80%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司短期借款余额为 1.82 亿元，同比下降 58.02%。公司其他应付款主要为与浙江中南建设集团有限公司等施工单位的往来款，2019 年末余额同比增长 37.86%。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债余额为 2.04 亿元，包括 1 年内到期的长期借款 1.22 亿元及 1 年内到期的长期应付款 0.82 亿元。

截至 2019 年末，公司长期借款余额为 11.32 亿元，较 2018 年末增加 12.64%，长期借款主要为抵质押借款，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。应付债券余额为 4.95 亿元，为本期债券，发行利率为 7.5%。截至 2019 年末，公司长期应付款余额为 2.85 亿元，同比增长 248.89%，主要系增加地方政府性一般债券专项资金 2.83 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11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	18,200.00	4.54%	43,350.00	14.38%
其他应付款	148,402.39	36.98%	107,648.96	35.71%
一年内到期的非流动负债	20,417.89	5.09%	16,349.72	5.42%
流动负债合计	201,683.50	50.26%	184,406.05	61.17%
长期借款	113,174.00	28.20%	100,474.00	33.33%
应付债券	49,453.35	12.32%	0.00	0.00%
长期应付款	28,529.25	7.11%	8,177.12	2.71%
非流动负债合计	199,572.73	49.74%	117,067.24	38.83%
负债合计	401,256.23	100.00%	301,473.29	100.00%
其中：有息债务	201,494.49	50.22%	168,350.84	55.84%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司有息债务余额为 20.15 亿元，同比增加 19.69%，主要系公司新增借款及发行债券，刚性债务压力有所增加。从有息负债结构来看，公司 2020 年需偿还的有息债务 3.86 亿元，而截止 2019 年末，账上货币资金极少，公司存在较大的短期流动流动性压力。

2019 年末公司资产负债率较 2018 年末增加 5.87 个百分点。公司现金短期债务比仅为 0.02，公司现金类资产对短期债务的保障能力很弱，公司面临较大的流动性压力。2019 年

公司利润下滑，EBITDA同比减少18.29%，同时由于利息支出增加，EBITDA利息保障倍数为1.26，较上年下降0.83，2019年公司有息债务增加19.69%，有息债务为EBITDA的10.06倍，公司偿债压力加大。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	34.85%	28.98%
现金短期债务比	0.02	0.05
EBITDA 利息保障倍数	1.26	2.09
有息债务/EBITDA	10.06	6.87

资料来源：公司 2018-2019 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。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。2018年5月，黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司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2019年6月末，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13 截至2019年末东北再担保股权结构

股东名称	注册资本 (万元)	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 亿元，由其代持；代吉林省人民政府出资 3 亿元
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	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
-

注:2018年7月辽宁省担保集团有限公司由辽宁省中小企业信用担保中心和辽宁政融担保中心改制组建,原辽宁省中小企业信用担保中心持有东北再担保的3亿元股权改由辽宁省担保集团有限公司持有。

资料来源: 东北再担保提供

经过多年的发展,东北再担保已形成直接担保、再担保、小额贷款、自有资金投资等多种业务共同发展的业务格局,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。随着担保、委托贷款和小额贷款业务规模的扩大,2019年东北再担保实现营业收入7.67亿元,同比增长38.01%;其中,担保费收入为2.90亿元,同比增长57.91%;利息净收入为4.67亿元,同比增长43.28%。

表14 2017-2019年东北再担保营业收入构成 (单位: 万元)

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	35,125.47	45.83%	22,757.60	40.97%	16,825.23	39.77%
其中: 担保费收入	29,001.05	37.84%	18,366.09	33.07%	16,751.41	39.60%
减: 提取未到期责任准备金	5,846.62	-7.63%	304.14	-0.55%	-2,604.57	-6.16%
利息净收入	46,706.68	60.93%	32,599.04	58.69%	20,954.97	49.54%
投资收益	490.15	0.64%	402.46	0.72%	1,905.48	4.50%
其他收入	114.58	0.15%	86.17	0.16%	11.26	0.03%
合计	76,651.27	100.00%	55,541.13	100.00%	42,301.51	100.00%

资料来源: 东北再担保 2017-2019 年审计报告, 中证鹏元整理

截至2019年12月31日,东北再担保资产总额为71.17亿元,所有者权益合计36.28亿元;2019年度,实现营业收入7.67亿元,利润总额3.59亿元。

表15 2017-2019年东北再担保主要财务指标 (单位: 亿元)

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	71.17	62.27	48.18
所有者权益合计	36.28	33.59	32.12
营业收入	7.67	5.55	4.23
担保费收入	2.90	1.84	1.68
利息净收入	4.67	3.26	2.1
净资产收益率	7.55%	2.79%	0.51%
担保余额	252.35	252.42	250.84
融资担保责任余额	-	240.75	249.88
当期担保发生额	-	360.31	308.63
准备金覆盖率	-	7.05%	5.92%

融资担保放大倍数（倍）	-	7.17	7.78
当期担保代偿率	-	1.06%	0.63%

资料来源：东北再担保 2017-2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年4月29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。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额为2,995万元，占公司2019年末净资产的0.40%，金额较小，被担保方为海城市地方国企，但未设置反担保措施。

表16 截至2019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	2,995.00	2020/5/21	无

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年海城市区域经济继续增长，为公司发展提供了良好基础。公司是海城市重要的基础设施建设主体，待结转及在建项目规模较大，主营业务持续性较好。2019年，公司继续获得当地政府拨付的财政补贴，有效提升了公司的利润水平。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。

同时，中证鹏元也关注到公司资产以房产、土地及应收款项为主，部分资产使用受限，资产整体流动性较弱。公司销售回款较差，2019年经营活动现金净流出3.42亿元，截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资6.61亿元，公司面临一定的资金压力。公司货币资金对短期有息债务的保障能力很弱，有息债务同比增加19.69%至20.15亿元，资产负债率上升5.87个百分点至34.85%，流动性压力加大。

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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	847.40	2,883.49	57,749.77
其他应收款	225,775.98	154,984.77	87,493.28
存货	257,551.36	247,992.35	229,865.14
投资性房地产	411,494.00	412,230.00	413,498.00
总资产	1,151,352.84	1,040,392.15	963,143.17
短期借款	18,200.00	43,350.00	90,500.00
其他应付款	148,402.39	107,648.96	37,818.37
一年内到期的非流动负债	20,417.89	16,349.72	15,776.24
长期借款	113,174.00	100,474.00	94,800.00
应付债券	49,453.35	0.00	0.00
长期应付款	28,529.25	8,177.12	18,655.53
总负债	401,256.23	301,473.29	272,817.89
有息债务	201,494.49	168,350.84	219,731.77
所有者权益	750,096.62	738,918.85	690,325.28
营业收入	59,790.84	62,590.27	60,027.51
其他收益	6,387.26	5,735.03	2,934.00
营业利润	13,623.67	16,408.69	17,557.08
利润总额	12,989.64	16,407.72	17,384.63
经营活动产生的现金流量净额	-34,155.45	28,666.08	-51,438.99
投资活动产生的现金流量净额	-13,870.89	-310.36	-26,326.23
筹资活动产生的现金流量净额	45,990.26	-47,114.00	98,400.63
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	39.70%	39.31%	39.86%
收现比	0.44	0.68	1.92
产权比率	53.49%	40.80%	39.52%
资产负债率	34.85%	28.98%	28.33%
现金短期债务比	0.02	0.05	0.54
EBITDA（万元）	20,036.02	24,520.47	22,498.89
EBITDA 利息保障倍数	1.26	2.09	2.76
有息债务/EBITDA	10.06	6.87	9.77

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019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
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

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	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
产权比率	负债总额 / 所有者权益 × 100%
资产负债率	负债总额 / 资产总额 × 100%
现金短期债务比	货币资金 / 短期有息债务
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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
有息债务	短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的有息债务

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。