



2019年鞍山旺通投资开发有限公司公司债券2023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。

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建设有限公司公司债券2023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

- 本次评级结果是考虑到：近年海城市 GDP 和一般公共预算收入稳居鞍山市首位，鞍山旺通投资开发建设有限公司（以下简称“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“19 鞍山旺通债/PR 旺通债”（以下简称“本期债券”）的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产仍以应收款项、存货等为主，整体流动性较弱，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

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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，承担海城市基础设施建设职能，以及负责对西柳市场产业集群的经营和管理，预计业务持续性较好。

评级日期

2023 年 6 月 12 日

联系方式

项目负责人：郑丽芬
zhenglf@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	2022	2021	2020
总资产	129.28	125.39	120.00
所有者权益	77.28	76.89	75.95
总债务	24.84	27.37	20.09
资产负债率	40.23%	38.68%	36.71%
现金短期债务比	0.01	0.03	0.06
营业收入	7.44	7.21	6.05
其他收益	0.08	0.01	0.00
利润总额	0.35	1.17	1.31
销售毛利率	34.34%	35.02%	41.54%
EBITDA	1.57	2.09	1.84
EBITDA 利息保障倍数	1.10	0.86	1.30
经营活动现金流净额	4.17	-2.21	2.35

资料来源：公司 2020-2022 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，承担海城市基础设施建设职能，以及负责对西柳市场产业集群的经营和管理，公司存货中的回迁安置项目及其他零星工程等为代建项目，依据与项目委托方签订的委托代建协议执行，2022 年末存货中待结转开发成本规模较大，未来代建收入较有保障；公司市场经营管理业务收入主要来源于西柳市场产业集群的经营和管理，业务基本稳定，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

- **公司资产以应收款项、存货和投资性房地产为主，整体流动性较弱。**2022 年末公司资产规模有所增长，但仍以应收款项、存货和投资性房地产为主，存货中项目开发成本即期变现能力较差，包含应收账款和其他应收款在内的应收款项期末占比接近四成，对公司资金形成较大占用，公司主业回款较差，资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的偿债压力。**2022 年末公司短期债务占总债务的比重超过三成，现金短期债务比等偿债能力指标表现较弱，备用流动性储备一般，面临较大偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 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。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
海城金地	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	276.85	134.60	14.76
公司	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	129.28	77.28	7.44

注：（1）海城金地为海城市金财土地房屋投资有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			

调整因素	ESG 因素	0
	审计报告质量	0
	不良信用记录	0
	补充调整	0
个体信用状况		bbb+
外部特殊支持		5
主体信用等级		AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 bbb+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是海城市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，海城市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与海城市政府的联系非常紧密以及对海城市政府非常重要。同时，中证鹏元认为海城市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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+/“19 鞍山旺通债/PR 旺通债”	2022-7-25	马琳丽、宋晨阳	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+/“19 鞍山旺通债/PR 旺通债”	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	3.00	2022-7-25	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12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.63万元。

三、发行主体概况

2022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2022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。

2022年公司合并范围新增2家子公司，截至2022年末，公司合并范围内子公司共24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）

2022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	业务性质	合并方式
辽宁西柳商务会展有限公司	100.00%	500.00	商务服务业	投资设立
西柳祥禄物流园区市场管理（辽宁）有限公司	100.00%	500.00	商务服务业	投资设立

资料来源：公司 2022 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

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月

同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

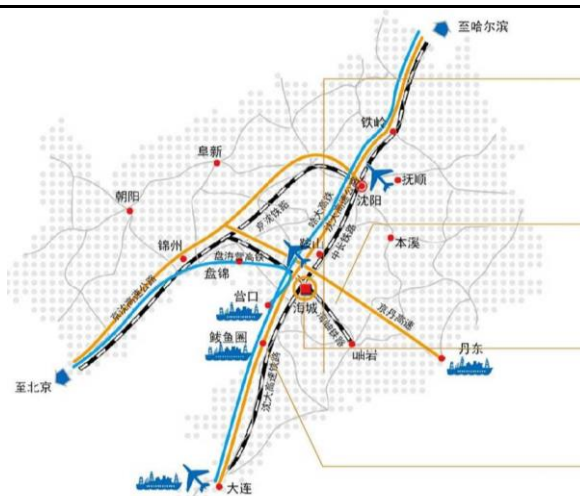
2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

海城市菱镁和滑石储量高，主要发展菱镁新材料和钢铁精深加工产业，近年 GDP 和财力水平稳居鞍山市首位，但固定资产投资增长乏力，GDP 增速表现较弱，且人均 GDP 偏低

区位特征：海城市隶属于辽宁省鞍山市，菱镁和滑石储量高。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，但固定资产投资增长乏力，人均 GDP 偏低。近年海城市 GDP 增速表现较弱，2022 年三次产业结构为 8.4：32.5：59.1，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。2022 年海城市人均 GDP 为 53,923 元，为全国人均 GDP 的 62.92%，整体经济发展水平欠佳。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；社会消费品零售总额规模总体不大。

表2 2022 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	563.1	0.8%	53,923	31.0	13.3
铁东区	285.9	0.6%	57,079	8.55	0.0
台安县	144.2	-1.1%	47,945	7.2	3.7
立山区	121.8	4.3%	29,950	6.6	0.0

注：除海城市人均GDP使用2022年常住人口计算外，其余区县人均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	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	563.1	0.8%	568.0	4.1%	547.9	-
固定资产投资	-	1.0%	103.5	0.7%	-	-9.3%
社会消费品零售总额	348.0	1.5%	342.9	12.2%	-	-6.9%
人均 GDP（元）		53,923		53,950		51,306
人均 GDP/全国人均 GDP		62.92%		66.62%		70.82%

注：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 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报等，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，2022 年海城市规模以上工业总产值 562 亿元，其中钢铁及深加工产业、菱镁产业总产值分别为 213.7 亿元和 149.8 亿元，合计占比 64.68%。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，2022 年西柳服装市场、南台箱包市场成交额分别为 453.5 亿元和 81.0 亿元。

财政及债务水平：2022 年海城市一般公共预算收入有所下降，近年政府性基金收入波动较大，地

方政府举债空间较小。受多重减收因素影响，2022 年海城市一般公共预算收入 31 亿元，同比有所下降，税收收入占比有所上升。近年海城市财政自给率总体呈下降趋势，整体财政自给水平偏弱。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小幅提升，但额度已基本用完，2022 年末海城市地方政府债务余额、限额均为 80.19 亿元。

表4 海城市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	31.00	35.90	34.20
税收收入占比	78.39%	70.06%	70.71%
财政自给率	45.52%	54.31%	51.81%
政府性基金收入	13.30	20.20	9.90
地方政府债务余额	80.19	78.59	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：2020-2022 年海城市财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 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。

五、经营与竞争

公司是海城市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，承担海城市基础设施建设职能，以及对西柳市场产业集群的经营和管理，营业收入主要来源于委托代建和市场经营管理，业务的持续性较好

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，以及出租摊位、收取水电费、物业费等获得的市场经营管理收入。2022年公司营业收入稳中有增，主要系基础代建收入增加。公司毛利润主要由代建和市场经营管理业务贡献，受其他收入占比上升且毛利率下降影响，公司2022年销售毛利率同比略有下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
受托代建项目	5.20	69.83%	13.04%	5.02	69.65%	13.04%
市场经营管理	2.02	27.11%	91.31%	2.11	29.28%	87.78%
其他	0.23	3.06%	15.51%	0.08	1.06%	21.63%
合计	7.44	100.00%	34.34%	7.21	100.00%	35.02%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司通过与海城国资局下属企业签订委托代建协议开展代建业务，承担海城市基础设施建设职能，

存货中待结转开发成本规模较大，未来收入来源较有保障，但业务回款情况较差

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。

2022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》，委托鼎恒建设代建小康县电力改造工程项目、验军棚改项目、其他零星工程项目；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天山街绿化项目、泰山街道路工程、黑龙江道路工程、腾海大道四标段等项目。2022年公司共确认代建业务收入5.20亿元，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公司、海城市开发区财政局代建工程款17.77亿元，后续需关注代建业务的回款情况。

表6 2022 年公司受托代建业务收入情况（单位：万元）

项目名称	2022 年
验军棚改项目	15,848.22
其他零星工程	4,943.53
海城市滨河公园堤坝、堤顶路及以北工程	4,864.43
政府东西路及人工湖南广场工程	4,372.42
天山街西二环道路及绿化	3,122.99
海城市腾海大道（八里河桥）	2,990.00
腾海大道四标段	2,903.95
小康县电力改造工程项目	2,762.46
黑龙江道路工程	2,005.59
海城河北侧滨河公园	1,782.50
泰山街道路工程	1,619.88
开发区道路绿化工程	1,608.84
天山街（滨河路-兴海大街）道路和排水	1,343.97
黄河路（黄山街—庐山街—天山街）	1,265.12
天山街绿化项目	552.00
合计	51,985.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022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6.26亿元，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2022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情况。此外，存货中的回迁安置项目及其他零星工程等为代建项目，依据与项目委托方签订的委托代建协议执行，2022年末公司存货中尚有13.80亿元的开发成本尚未结转，未来收入较有保障。

（二）市场经营管理业务

公司市场经营管理业务主要系对西柳市场产业集群的经营和管理，通过出租摊位、收取水电费、物业费等获得相应业务收入，2022年业务基本稳定，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，2022年公司市场经营管理业务实现收入2.02亿元，同比基本维持稳定，毛利率为91.31%，同比上升，业务持续性较好。

此外，公司2022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

2022年，根据海城市人民政府市长办公会议纪要精神（2010）3号，决定将两宗土地无偿划拨给子公司西柳物流公司，补记划拨土地的成本，公司资本公积增加0.02亿元。

2022年，公司获得各项补贴及增值税减免等合计0.08亿元。

六、财务分析

财务分析基础说明

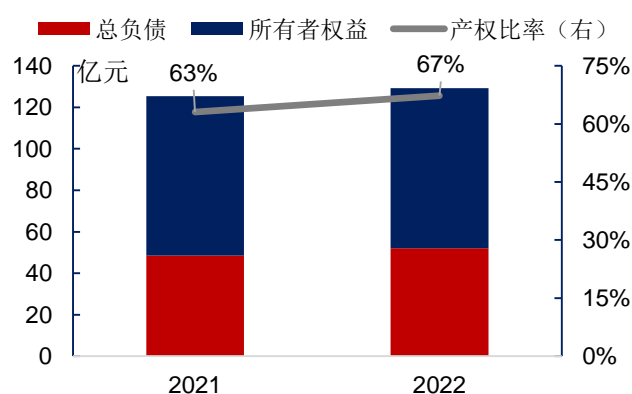
以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围新增2家子公司，截至2022年末，公司合并范围子公司共24家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司所有者权益及总资产规模略有增长，产权比率上升，资产仍以应收款项、存货和投资性房地产为主，即期变现能力较差，应收款项对公司资金形成较大占用，资产整体流动性较弱

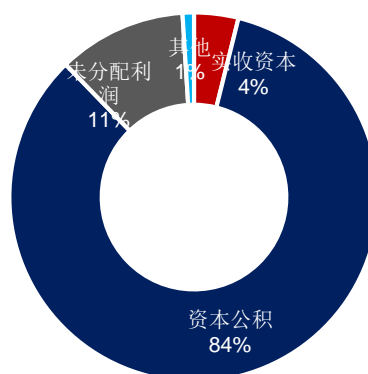
受其他应付款增加影响，2022年末公司负债总额同比增加，同期末公司所有者权益规模略有增长，综合导致2022年末公司产权比率上升至约67%。从所有者权益构成来看，2022年末公司所有者权益以资本公积为主。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主，以应收账款、其他应收款、存货和投资性房地产为主要构成。2022年末公司应收账款主要是对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物业维修服务中心的摊床租金，需关注其回款进度，规模同比增长主要系应收工程款增加；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、海城市西柳房屋拆迁服务中心等地方国企及政府部门的往来款，2022年末包括应收账款及其他应收款在内的应收款项合计占公司资产总额的39.12%，对公司资金形成较大占用，需关注后续资金回收情况。2022年末公司存货包括土地资产3.76亿元，主要为出让地，以及开发成本13.80亿元，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。

其他资产方面，2022年末公司货币资金无使用受限情况；预付款项主要为预付海城市经济开发区房屋拆迁中心和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年以上为主，规模较大；固定资产主要为持有的房屋建筑物等；在建工程主要为本期债券募投项目西柳国际物流园项目；无形资产中土地使用权3.54亿元，土地性质均为出让。截至2022年末，公司包括存货、固定资产和无形资产在内的受限资产合计3.83亿元。

总体来看，2022年末公司以应收款项、项目开发成本、房产和土地为主，集中变现能力较差，整体资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.06	0.04%	0.25	0.20%
应收账款	21.29	16.47%	13.89	11.08%
预付款项	8.22	6.36%	8.14	6.49%
其他应收款	29.29	22.65%	28.51	22.74%
存货	17.56	13.58%	21.61	17.23%
流动资产合计	76.45	59.14%	72.44	57.78%
固定资产	1.50	1.16%	1.67	1.33%
在建工程	6.42	4.96%	6.12	4.88%
投资性房地产	40.58	31.39%	40.93	32.64%
无形资产	3.61	2.79%	3.64	2.91%
非流动资产合计	52.83	40.86%	52.94	42.22%
资产总计	129.28	100.00%	125.39	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入稳中有增，销售毛利率略有下降，主业未来收入来源较有保障，但回款情况较差，同时2022年确认公允价值变动损失、信用减值损失金额较大，对公司利润形成较大侵蚀

2022年公司营业收入稳中有增，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。截至2022年末，公司存货中价值13.80亿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，同时公司市场经营业务持续性较好。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，受工程结算等其他收入占比上升且毛利率下降影响，公司2022年销售毛利率同比略有下降。

2022年公司确认投资性房地产公允价值变动损失0.36亿元，确认信用减值损失0.31亿元，对公司利润形成较大侵蚀。

2022年公司经营收现比较低，期末应收委托方西柳市场开发公司、海城市开发区财政局代建工程款17.77亿元，逐年增长，销售回款情况仍然较差。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	7.44	7.21
营业利润	0.35	1.20
其他收益	0.08	0.01
利润总额	0.35	1.17
销售毛利率	34.34%	35.02%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司短期债务占总债务的比重超过三成，现金短期债务比等偿债能力指标表现较弱，备用流动性储备一般，面临较大偿债压力

截至2022年末，公司总债务规模24.84亿元，占负债总额的47.76%，其中短期债务占比超过三成。公司短期债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债以及其他应付款中的借款，短期借款均为抵押借款，一年内到期的非流动负债包括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，其他应付款中包含部分向其他公司的借款；长期债务包括长期借款、应付债券及长期应付款中的融资租赁款，公司长期借款主要为保证借款和质押借款，应付债券为应付本期债券；长期应付款包含融资租赁款0.18亿元和专项应付款3.75亿元，专项应付款主要为当地政府对公司的项目拨款。从债务类型来看，公司债务以银行借款和债券融资为主，非标融资为向其他公司的借款和融资租赁款项。

其他负债构成方面，2022年末公司应交税费主要为企业所得税和增值税。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.23	6.22%	3.58	7.39%
应交税费	3.54	6.81%	2.66	5.48%
其他应付款	21.00	40.38%	15.48	31.93%
一年内到期的非流动负债	2.26	4.34%	3.31	6.83%
流动负债合计	30.29	58.26%	25.31	52.19%
长期借款	13.94	26.81%	14.63	30.16%
应付债券	2.98	5.73%	3.97	8.18%
长期应付款	3.93	7.56%	3.74	7.71%
非流动负债合计	21.71	41.74%	23.18	47.81%
负债合计	52.00	100.00%	48.49	100.00%

总债务	24.84	47.76%	27.37	56.44%
其中：短期债务	7.73	14.86%	8.77	18.09%
长期债务	17.11	32.90%	18.59	38.34%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2022年末公司资产负债率有所上升。2022年末公司现金短期债务比仅为0.01，现金类资产对短期债务的保障很差；EBITDA利息保障倍数略有上升，仍表现一般。总体来看，公司偿债压力较大。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，公司作为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，必要时可获得当地政府的支持，但截至2022年末公司银行授信总额22.90亿元，剩余额度4.69亿元，备用流动性储备一般，且需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	40.23%	38.68%
现金短期债务比	0.01	0.03
EBITDA 利息保障倍数	1.10	0.86

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情况。

治理方面，根据公司提供的说明，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

2022 年 1 月，公司董事会成员之一丁宇变更为杨梓艺。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷信息，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。

根据中国执行信息公开网，截至查询日2023年5月14日，中证鹏元未发现公司、子公司鼎恒建设、子公司开发区公司、子公司西柳物流公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2022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18.76%，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11 截至 2022 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	2039-6-17	否
海城市海畅项目管理有限公司	85,000.00	2036-9-26	否
合计	145,000.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他事项

根据公司提供的说明，公司涉诉情况如下：

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，要求借款人张海英、孙丽敏、乔南及借款人亲属及张馨妍承担保证责任。由于公司及子公司西柳物流公司在人信融担与借款人个人签订的反担保质押协议上盖章，故人信融担在申请追偿权纠纷时，将公司及子公司西柳物流公司列为被申请人。

目前该经济仲裁案件已开庭，张海英案被驳回请求，孙丽敏案、乔南案被终止仲裁。

八、外部特殊支持分析

公司是海城市政府下属重要企业，海城国资局直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，海城市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与海城市政府的联系非常紧密。海城国资局持有公司100%股权，为公司唯一股东和实际控制人，且没有迹象表明其会在可预见的未来降低持股比例，海城市政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司的大部分业务来源于海城市政府及其相关单位，近五年内受到海城市政府的政府支持力度一般，展望未来，其与海城市政府的联系将比较稳定。

（2）公司对海城市政府非常重要。尽管公司提供一些公共产品和服务，但其也有相当一部分业务

是市场化的，公司本部无供热、供水等区域专营性业务，政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的，公司在基础设施建设方面对政府的贡献大，作为已发债平台，公司一旦违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

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，仍能有效提升其信用水平

东北再担保原名东北中小企业信用再担保股份有限公司，成立于 2007 年 11 月。东北再担保是经国家发展改革委批准，由财政部、中国进出口银行、辽宁省、吉林省、黑龙江省和内蒙古自治区人民政府共同发起设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，由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，持股比例增至 11.54%。截至 2022 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12 截至 2022 年末东北再担保股权结构（单位：亿元）

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	12.00	39.31%	国家财政部出资 9.00 亿元，由吉林投资代为持有；同时吉林投资代吉林省人民政府出资 3.00 亿元
中国进出口银行	9.00	29.49%	-
黑龙江省鑫正融资担保集团有限公司	3.52	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	3.00	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	3.00	9.83%	代辽宁省人民政府出资
合计	30.52	100.00%	-

资料来源：东北再担保 2022 年审计报告，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，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，东北再担保融资担保余额 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%。

表13 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
期末担保余额	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(X)	6.02	6.85	6.53

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

担保代偿方面，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%，处于较低水平。

截至 2022 年末，东北再担保资产总额为 103.05 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、应收代偿款、贷款及委托贷款构成。为提升资金利用效率和收益，2022 年东北再担保使用货币资金购买更高收益的银行理财产品，年末 20.00 亿元交易性金融资产均为银行理财产品。受此影响，2022 年末东北再担保货币资金同比下降 33.25%至 32.18 亿元。截至 2022 年末，东北再担保应收代偿款净额为 17.80 亿元，同比增长 63.78%，且并未针对应收代偿款计提减值准备。东北再担保通过小额贷款子公司以及委托贷款的形式发放贷款，截至 2022 年末，东北再担保贷款净额和委托贷款净额分别为 9.41 亿元和 12.42 亿元，并依据贷款风险五级分类分别计提减值准备 0.21 亿元和 0.71 亿元。2022 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 66.07%、11.04%和 19.85%，以货币资金和银行理财产品为主的 I 级资产占比较高，三级资产结构整体符合监管要求。

东北再担保负债主要由短期借款和担保赔偿准备金以及未到期责任准备金构成，截至 2022 年末，负债总额同比增长 17.87%至 60.90 亿元。2022 年末，东北再担保短期借款为 23.90 亿元，同比增长

47.53%；同期末，东北再担保的担保赔偿准备金和未到期责任准备金分别为 26.55 亿元和 1.10 亿元，整体较 2021 年末有所增长。截至 2022 年末，东北再担保所有者权益合计 42.15 亿元，同比增长 3.33%，其中实收资本为 30.52 亿元，资本实力较强。

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。2022 年以来，受区域信贷需求不足以及信用风险偏高等因素影响，东北再担保的担保业务收入以及利息净收入均显著下滑，导致 2022 年营业收入同比下降 20.10%。受收入下滑影响，东北再担保盈利能力下滑较为明显，2022 年实现净利润 1.36 亿元，同比下降 44.18%，净资产收益率为 3.27%，同比下滑 2.88 个百分点。

表14 东北再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	103.05	92.46	79.06
货币资金	32.18	48.21	46.16
应收代偿款	17.80	10.87	7.15
贷款	9.41	6.43	6.32
委托贷款	12.42	16.50	11.40
所有者权益合计	42.15	40.79	38.36
营业收入	6.05	7.57	7.32
其中：担保业务收入	2.64	3.46	3.59
利息净收入	2.93	3.97	3.54
净利润	1.36	2.43	2.04
净资产收益率	3.27%	6.15%	5.46%
当期担保代偿额	-	4.68	1.16
当期担保代偿率	-	1.01%	0.29%
累计担保代偿率	-	0.50%	0.40%
累计代偿回收率	-	24.09%	25.86%
拨备覆盖率	164.81%	245.90%	334.55%

资料来源：东北再担保 2020-2022 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，同时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。东北再担保作为跨省区展业的担保机构，在东北区域中小企业信用担保体系中发挥着重要作用，在资本注入、日常经营管理以及业务拓展等方面得到了各股东方的大力支持。

根据中证鹏元于 2023 年 6 月 10 日在中国执行信息公开网查询结果，东北再担保存在一条被执行人记录，案号（2023）吉 07 执 179 号，执行标的 26,895.00 万元。

综上所述，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。同时中证鹏元也关注到，东北地区经济下行压力大，区域信贷需求不足且区域内信用风险偏高的背景下，东北再担保的担保业务代偿风险和资金业务损失风险较高等风险因素。

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。

十、结论

近年海城市GDP和一般公共预算收入稳居鞍山市首位，为公司发展提供了较好的外部环境。公司资产仍以应收款项、项目开发成本、房产及土地为主，整体流动性较弱，同时公司总债务中短期债务占比超过三成，偿债能力指标表现较弱，备用流动性储备一般，面临较大的偿债压力，以及存在一定或有负债风险。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，预计主要业务持续性较好，未来收入来源较有保障。总体来看，公司抗风险能力尚可。此外，东北再担保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。

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”信用等级为AA+。

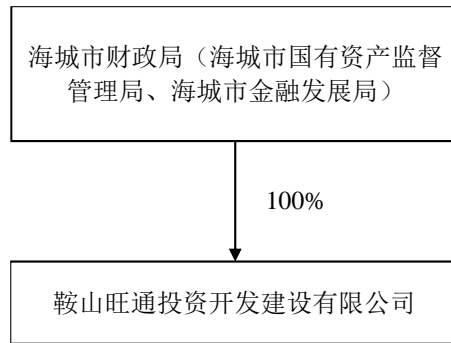
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	0.06	0.25	0.34
应收账款	21.29	13.89	10.70
预付款项	8.22	8.14	8.21
其他应收款	29.29	28.51	24.65
存货	17.56	21.61	23.84
流动资产合计	76.45	72.44	67.78
固定资产	1.50	1.67	1.78
在建工程	6.42	6.12	5.18
投资性房地产	40.58	40.93	40.92
无形资产	3.61	3.64	3.76
非流动资产合计	52.83	52.94	52.22
资产总计	129.28	125.39	120.00
短期借款	3.23	3.58	2.12
应交税费	3.54	2.66	1.86
其他应付款	21.00	15.48	17.59
一年内到期的非流动负债	2.26	3.31	3.35
流动负债合计	30.29	25.31	24.98
长期借款	13.94	14.63	9.67
应付债券	2.98	3.97	4.95
长期应付款	3.93	3.74	3.61
专项应付款	3.75	3.74	3.61
非流动负债合计	21.71	23.18	19.07
负债合计	52.00	48.49	44.05
总债务	24.84	27.37	20.09
所有者权益	77.28	76.89	75.95
营业收入	7.44	7.21	6.05
营业利润	0.35	1.20	1.32
其他收益	0.08	0.01	0.00
利润总额	0.35	1.17	1.31
经营活动产生的现金流量净额	4.17	-2.21	2.35
投资活动产生的现金流量净额	-0.05	-0.26	-0.66
筹资活动产生的现金流量净额	-4.31	2.38	-1.44
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	34.34%	35.02%	41.54%
资产负债率	40.23%	38.68%	36.71%
短期债务/总债务	31.12%	32.06%	27.22%

现金短期债务比	0.01	0.03	0.06
EBITDA（亿元）	1.57	2.09	1.84
EBITDA 利息保障倍数	1.10	0.86	1.30

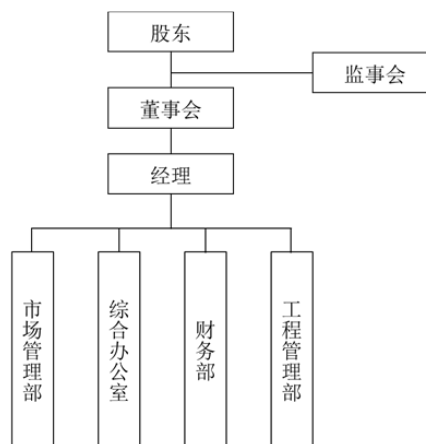
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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	业务性质
1	辽宁西柳服装商业管理集团有限公司	10,000.00	100.00%	商业综合体管理服务
2	辽宁西柳网络科技有限公司	300.00	100.00%	其他技术推广服务
3	辽宁西柳启航文化旅游服务有限公司	300.00	100.00%	商务服务业
4	辽宁旺海物流有限公司	100.00	100.00%	道路货物运输
5	辽宁西柳电子口岸有限公司	1,000.00	100.00%	软件和信息技术服务业
6	辽宁衣饰天下文化传媒有限公司	300.00	100.00%	商务服务业
7	西柳服装贸易（辽宁）有限公司	1,000.00	100.00%	纺织服装、服饰业
8	辽宁西柳财税咨询服务有限公司	1,500.00	100.00%	商务服务业
9	辽宁万鑫建筑工程有限公司	500.00	100.00%	园林绿化工程施工
10	海城市大数据信息技术有限公司	5,000.00	100.00%	互联网数据服务
11	海城市鼎恒建设投资有限公司	5,000.00	100.00%	投资与资产管理
12	鞍山鹏盛物流有限公司	5,000.00	100.00%	道路货物运输
13	鞍山通达文体广告传媒有限公司	10,000.00	100.00%	广告业
14	海城经济开发区开发有限公司	5,000.00	100.00%	商务服务业
15	鞍山跃海贸易有限公司	10,000.00	100.00%	零售业
16	海城创新菱镁工业工程开发有限公司	100.00	100.00%	市政设施管理
17	海城环宇菱镁产业技术研发有限公司	500.00	100.00%	研究和试验发展
18	辽宁西柳商贸物流集团有限公司	4,500.00	100.00%	其他仓储业
19	海城市西柳运输服务有限公司	2,000.00	100.00%	多式联运和运输代理业
20	辽宁众鑫建设工程有限公司	1,200.00	100.00%	房屋建筑业
21	辽宁西柳北派服饰研发设计有限公司	500.00	100.00%	自然科学研究和试验发展
22	海城市百信进出口贸易有限公司	500.00	100.00%	纺织、服装及家庭用品批发
23	辽宁西柳商务会展有限公司	500.00	100.00%	商务服务业
24	西柳祥禄物流园区市场管理（辽宁）有限公司	500.00	100.00%	商务服务业

资料来源：公司 2022 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。