跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1789 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持铁岭公共资产投资运营有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“09铁岭债”AA^{+}的信用等级，维持“12铁岭债/PR铁岭债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

铁岭公共资产投资运营有限公司企业债跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额　度	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
09 铁岭债	15 亿元	2009/12/22~2019/12/22	AA+	AA+
12 铁岭债/PR 铁岭债[1]	12 亿元	2012/5/29~2018/5/29	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 29 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	97.39	81.08	62.84
资产总额(亿元)	485.16	513.21	571.31
所有者权益(亿元)	122.37	151.68	154.11
短期债务(亿元)*	23.02	13.92	21.76
全部债务(亿元)*	79.01	78.13	67.87
主营业务收入/营业收入(亿元)	29.51	32.57	26.68
利润总额(亿元)	5.63	5.61	3.79
EBITDA(亿元)	8.00	11.16	10.51
经营性净现金流(亿元)	28.20	19.75	71.41
主营业务利润率/营业利润率(%)	21.59	49.18	54.08
净资产收益率(%)	2.79	3.31	1.98
资产负债率(%)	70.07	70.45	73.03
全部债务资本化比率(%)*	38.85	37.49	33.96
流动比率(%)	117.75	61.58	45.14
全部债务/EBITDA(倍)*	18.76	7.22	6.99
经营现金流动负债比(%)	9.49	6.34	19.07

注：1、所有者权益不包含少数股东权益；2013~2014 年公司财务报表采用旧准则，公司自 2015 年 1 月 1 日起执行新会计准则，对财务报表项目进行追溯调整，为维持公司财务数据的可比性，故 2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数；

2、*表示采用剔除铁岭银行后的数据计算得出。

分析师

王　治　赵起峰　姚　玥
lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

[1] “12 铁岭债/PR 铁岭债”发行额度 12 亿元，公司分别于 2015 年 5 月和 2016 年 5 月分别偿还 3 亿元和 3 亿元，目前剩余本金 6 亿元。

评级观点

铁岭公共资产投资运营有限公司（以下简称“公司”或“铁岭投资”）是铁岭市基础设施建设主体。跟踪期内，公司在政府补贴、项目回购等方面获得铁岭市政府的持续支持、业务区域优势显著。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，受铁岭市一般预算收入大幅下滑及政府债务率较高影响，公司业务发展外部环境及获取政府支持能力弱化；公司存货与其他应收款规模较大，对公司资金形成较大占用；公司收入水平下降、获现能力有待提升、利润总额对政府财政补贴依赖程度大以及2017年后公司继续持有铁岭银行股份有限公司（以下简称“铁岭银行”）控制权相关授权手续进展情况有待关注等因素给公司信用水平造成不利影响。

为应对东北经济不断加大的下行压力，国家发改委、科技部、人社部、中科院等四部门联合制定《关于促进东北老工业基地创新创业发展打造竞争新优势的实施意见》，推动东北老工业基地发展方式转变，再造区域竞争新优势。在创新创业发展的政策指导下，铁岭市地方财政收入下滑趋势有望减缓；国家首轮振兴东北老工业基地项目资金的投入，集中于对长春、沈阳老工业基地的扶持，考虑到铁岭与沈阳市较近的区位优势，未来铁岭市经济发展有望获得新的发展机遇。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“09铁岭债”以公司合法拥有的对铁岭市财政局的56.35亿元应收账款提供质押担保。质押的应收账款金额是“09铁岭债”本金的3.76倍，提升了该期债券偿付的安全性；“12铁岭债/PR铁岭债”设置本金分期偿还条款，有效降低了本金集中偿付风险。

综合考虑，联合资信维持公司AA主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“09铁岭

债”AA^{+}信用等级，并维持“12铁岭债/PR铁岭债”AA信用等级。

优势

1. 公司作为地区城市基础设施和公用事业投资运营主体，行业区域优势显著。
2. 跟踪期内，公司在政府补贴及项目回购等方面获得政府的持续支持。
3. “09 铁岭债”的增信条款和“12 铁岭债/PR 铁岭债”本金分期偿还条款，将有效提高公司存续债券偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，铁岭市一般预算收入大幅下滑，政府债务率较高，公司业务发展外部环境及获取政府支持的能力弱化。
2. 公司其他应收款规模较大，对公司资金形成较大占用。
3. 跟踪期内，公司收入水平下降、获现能力有待提升、整体盈利能力较弱、利润总额对政府财政补贴依赖程度大。
4. 2017 年以后公司继续持有铁岭银行控制权相关授权手续尚在办理，联合资信将对后续情况持续关注。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与铁岭公共资产投资运营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与铁岭公共资产投资运营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因铁岭公共资产投资运营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由铁岭公共资产投资运营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于铁岭公共资产投资运营有限公司主体长期信用及“09铁岭债”和“12铁岭债/PR铁岭债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

铁岭公共资产投资运营有限公司（以下简称“公司”或“铁岭投资”）于2007年4月24日经铁岭市人民政府铁政[2007]39号文件批准，由铁岭财政资产经营公司（现已更名为铁岭财政资产经营有限公司，以下简称“铁岭财经公司”）以改制的方式和铁岭市国有资产经营有限责任公司（以下简称“铁岭国资公司”）共同出资设立，初始注册资本5.11亿元人民币，后经先后两次增资，注册资本变更为20.10亿元人民币。截至2015年底，铁岭财经公司持股95.95%，铁岭国资公司持股4.05%，铁岭市财政局为公司的实际控制人。

公司经营范围：城镇基础设施和社会公用事业建设投资；国有资产投资及运营管理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）公司经营业务具体涵盖三大板块业务，包括公共事业板块（基础设施建设、供水、供热）、金融板块（铁岭银行股份有限公司，以下简称“铁岭银行”；铁岭中小企业信用担保有限公司，以下简称“铁岭担保”）、房地产板块。此外，公司还被委托管理和运营沈铁工业走廊开发基金（以下简称“开发基金”）；拥有酒店业务、客运业务等业务板块。

截至2015年底，公司总部内部设立财务审计部、资产管理部、项目管理部、风险管理部、综合管理部5个部门；合并范围内全资及控股子公司37家。

截至2015年底，公司合并资产总额为571.31亿元，所有者权益154.11亿元（含少数股东权益24.17亿元）；2015年公司合并口径实现营业收入26.68亿元，利润总额3.79亿元。

公司注册地址：辽宁省铁岭市新城区金沙江路39号；法定代表人：李川阳。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示全国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明全国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，国内固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，国内社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；全国消费与人均收入情况大致相同，全国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，全国进出口总值4.0万亿

美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和“一带一路”项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2. 政策环境

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业概况及区域经济

1. 行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日，四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发

行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

2015年，铁岭市全市地方综合财力196.58亿元（地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）），较上年大幅下降，其中一般预算收入50.28亿元，同比下降46.16%，降幅较大；转移支付和税收返还收入124.61亿元，占地方综合财力的比重为63.39%；国有土地使用权出让收入和预算外财政专户收入分别为19.67亿元和2.01亿元，占地方综合财力的比重分别为10.01%和1.02%。

地方债务方面，截至2015年底，铁岭市地方债务主要由直接债务和担保债务构成，其中直接债务为159.68亿元，间接债务为11.89亿元，地方债务余额165.62亿元，地方政府债务率较高（地方综合财力按），为84.25%。

跟踪期内，受区域经济环境及产业结构影响，铁岭市一般预算收入大幅下滑，政府债务率较高，公司业务发展外部环境及获取政府支持的能力弱化。

表1 铁岭市地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至2015年底）	金额	地方财力（2015年）	金额
（一）直接债务余额	**1596768**	**（一）地方一般预算收入**	**502848**
1、外国政府贷款	785	1、税收收入	376584
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	126264
（1）世界银行贷款		**（二）转移支付和税收返还收入**	**1246073**
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	709822
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	481061
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	55190
3、国债转贷资金		**（三）国有土地使用权出让收入**	**196689**
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	190517
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	5029
6、国内金融机构借款	1102421	3、农业土地开发资金	1143
（1）政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	1102421	**（四）预算外财政专户收入**	**20143**
7、债券融资	489985		
（1）中央代发地方政府债券			
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	489985	**补充资料：**	
8、粮食企业亏损挂账		**（五）公共财政收入**	**1406297**
9、向单位、个人借款	3577	1.债券转贷收入	678725
10、拖欠工资和工程款		2.上年结余收入	151819
11、其他		3.调入资金	575753
（二）担保债务余额	**118900**	**（六）政府性基金收入**	**827348**
1、政府担保的外国政府贷款		1.上级补助收入	52783
2、政府担保的国际金融组织贷款		2.上年结余收入	774565
（1）世界银行贷款		3.其他基金收入	
（2）亚洲开发银行贷款		**（七）预算外财政专户收入**	**23665**
（3）国际农业发展基金会贷款		1.上级补助收入	
（4）其他国际金融组织贷款		2.上年结余收入	23665
3、政府担保的国内金融机构借款	58009		
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款	60891		
6、其他			
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**1656218**	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	**1965753**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			**84.25%**

资料来源：铁岭市财政局提供、联合资信整理

五、公司基础素质

1．产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，铁岭市财政局为公司的实际控制人。

2. 政府支持

（1）补贴收入，主要用于公司基建项目的还本付息，2015年公司获得财政补贴收入7.34亿元。

（2）BT协议，根据铁岭市人民政府授权铁岭市财政局与公司签署《投资建设与转让收购（BT）协议书》(简称“《BT协议》”)，协议主要内容为铁岭市财政局（经铁岭市人民政府批准授权）将辽宁专用车生产基地项目基础设施建设项目、铁岭凡河项目委托公司投资建设，

建设完工后由铁岭市财政局负责分期回购。《BT 协议》产生的应收账款为 56.35 亿元，回购期限为 11 年。截至 2015 年底，依照上述协议，公司累计收入到回款 24.41 亿元，其中 2014~2015 年分别收到回款 7.13 亿元和 2.02 亿元（在销售商品、提供劳务收到的现金中体现），其中一部分用于“09 铁岭债”的利息支付。

（3）专项应付款，截至 2015 年底，公司累计收到铁岭政府专项应付款 1.11 亿元，款项性质为公司子公司铁岭天信公用事业股份有限公司（以下简称“天信公司”）供热工程款项。

跟踪期内，公司产权结构保持稳定，在政府补贴、项目回购和专项应付款方面获得政府持续支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

经多年发展，公司业务范围不断扩大，目前主要包括公共事业收入、金融业务收入和房地产业务收入，此外，公司营业收入还包括酒店收入、信息数字化业务收入、客运业务收入和会议服务收入等其他业务收入。跟踪期内，公司收入结构保持稳定。

跟踪期内，公司实现营业收入26.61亿元，主要由公共事业收入和金融业务收入构成，分别在营业收入中占比48.34%和46.44%。2015年，公司分别实现公共事业收入和金融业务收入12.86亿元和12.36亿元，较上年底均有所下降；2015年公司实现房地产收入0.88亿元，同比下降55.66%，主要系预收款结转减少所致；同期，公司实现其他业务收入0.51亿元，同比小幅减少，主要系酒店收入减少所致。

毛利率方面，跟踪期内，公司营业毛利率为 24.34%。2015 年公共事业板块毛利率为 19.85%，同比上升 2.40 个百分点；受银行息差下滑影响，占比较高的金融业务板块毛利率由上年的 38.39%下降至 28.65%，受此影响，公司营业毛利率同比减少 2.29 个百分点；房地产板块毛利率为 26.85%，同比大幅增长，主要系已结转的商铺毛利率较高所致；其他业务板块毛利率保持相对稳定，为 28.49%。

表 2　公司 2014~2015 年各业务板块收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块		2014 年			2015 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公共事业	建设业务收入	115335.00	35.66	14.10	76026.90	28.58	16.31
	供水、供热业务收入	42052.29	13.00	23.49	44462.86	16.71	28.94
	土地业务收入	3342.30	1.03	56.90	8120.58	3.05	3.27
小计		**160729.59**	**49.69**	**17.45**	**128610.33**	**48.34**	**19.85**
金融业务	银行业务收入	136611.75	42.24	38.34	123323.44	46.35	28.54
	中小企业担保业务收入	267.38	0.08	63.88	242.00	0.09	87.60
小计		**136879.13**	**42.32**	**38.39**	**123565.43**	**46.44**	**28.65**
房地产业务	房地产业务收入	19775.91	6.11	19.57	8769.23	3.30	26.85
小计		**19775.91**	**6.11**	**19.57**	**8769.23**	**3.30**	**26.85**
其他业务	酒店业务收入	4366.23	1.35	43.65	3841.46	1.44	34.97
	信息数字业务收入	995.20	0.31	-24.94	657.30	0.25	0.45
	客运业务收入	684.43	0.21	15.63	614.07	0.23	17.98
	会议服务收入	5.66	0.00	-1905.58	--	--	--
小计		**6051.52**	**1.87**	**27.38**	**5112.83**	**1.92**	**28.49**
合计		**323436.14**	**100.00**	**26.63**	**266057.83**	**100.00**	**24.34**

资料来源：公司审计报告

1. 公共事业业务

基础设施项目建设

公司基础设施项目收入来源于公司本部的代建收入、子公司辽宁专用车基地开发有限公司（以下简称“专用车基地公司”）、铁岭交通投资有限公司（以下简称“交投公司”）和铁岭市盛泽发展有限公司（以下简称“盛泽公司”）结转的工程收入。其中，公司本部的代建收入来源于公司发行的“09铁岭债”募投项目的回购款。依据公司与铁岭市财政局签署的《投资建设与转让收购(BT)协议书》，铁岭市财政局将于2010年~2020年分11年支付相关回购款，公司对铁岭市财政局每年支付的回购款确认为当年建设项目收入。跟踪期内，铁岭市财政局计划支付公司回购款1.50亿元，实际支付公司2.02亿元，据以确认收入2.02亿元。

此外，专用车基地公司、交投公司和盛泽公司作为基础设施建设的实施主体，承担了基地内、交通等大量的基础设施项目建设，公司与政府签订了代建协议，并根据决算单与政府进行年度决算，决算金额确认为当年代建收入，2015年，上三家公司分别确认收入1.66亿元、1.75亿元和2.17亿元，其中专用车基地公司和交投公司实际分别收到回款1.66亿元和1.75亿元，盛泽公司尚未收到相关回款。

2015年，受项目建设进度影响，基础设施业务收入由上年底的11.53亿元下降至7.60亿元。

表 3　截至 2015 年底公司主要在建及拟建项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资额	预计完工时间	已投资额
物流园基础设施建设工程	130000	2019 年 12 月	50466
铁岭至沈阳轻轨工程	190000	2020 年 12 月	38796
会展中心建设工程	30000	2019 年 6 月	13834
台湾工业园工程	31192	2016 年 12 月	25957
铁岭银行办公楼	16763	2017 年 12 月	4905
合计	**397955**	--	**133958**

资料来源：公司提供

目前，公司主要在建项目包括物流园基础设施建设工程、铁岭至沈阳轻轨工程、会展中心建设工程、台湾工业园工程和铁岭银行办公楼，预计项目总投资 39.80 亿元，截至 2015 年底，已完成投资 13.40 亿元，未来投资额较大，公司存在一定外部融资压力。

供水、供热业务

公司供水供热业务收入来自天信公司。天信公司负责铁岭市城区 98%以上的集中供热业务和所有城区范围内的供水业务。

截至 2015 年底，天信公司注册资本 1.14 亿元，资产总额 16.53 亿元，负债总额 14.88 亿元，所有者权益（不含少数股东权益）1.65 亿元。

供热能力方面，截至 2015 年底，天信公司拥有 6 台 90T 热水锅炉、5 台 160T 热水锅炉。119 座换热站及配套设施，供热能力为 1714.3 万平方米，同比增长 17.74%；现供热面积 1214.3 万平方米，主管网总长 69 公里。天信公司经营着铁岭市城区 98%以上的集中供热。供水能力方面，截至 2015 年底，天信公司拥有 2 座水厂，日供水能力为 15 万立方米，供水管网总长 686 公里，供水面积 35 平方公里，装表户数 16.35 万户，供水人口约 31 万人。天信公司经营着 100%的城区供水业务。

2015 年公司供水、供热业务实现收入 4.45 亿元，同比增长 5.73%，实现毛利率 28.94%，较上年底增加 5.45 个百分点，主要系煤炭价格下行导致供热成本下降。

2. 金融板块业务

公司金融板块业务收入主要由银行业务收入和中小企业担保业务收入构成，其中银行业务收入为该板块核心来源。跟踪期内，公司金融业务实现收入12.36亿元，受银行业务毛利率下降影响，金融业务毛利率由38.39%下降至28.65%。

银行业务

公司银行业务主要由公司并表子公司铁岭

银行运营。2011年，铁岭银行对外吸收投资11.20亿元，同时，公司全资子公司铁岭天光有线网络有限公司将其持有的铁岭银行5292.70万元股权作为出资投入北方联合广播电视网络股份有限公司，受上述股权变更影响，公司对铁岭银行的持股比例由54.95%下降至24.71%，具体而言，公司直接持有铁岭银行21.41%的股权，间接持3.30%的股权；辽宁铁法能源有限责任公司（以下简称“铁法能源公司”）持有铁岭银行9.97%股权，新蓝置业有限责任公司（以下简称“新蓝公司”）持有铁岭银行19.94%股权。

根据铁法能源公司及新蓝公司授权委托书的有关规定，分别授权公司代其持有9.97%、19.94%股权对应的表决权（收益权及股权转让除外）。截至2015年底，公司实际享有铁岭银行表决权比例为54.62%，对铁岭银行享有控制权，并将铁岭银行纳入2014年度和2015年度合并报表范围。同时联合资信关注到公司与相关股东签订的表决权代持《授权委托书》有效期至2016年底，根据2016年7月19日铁岭市政府投融资管理办公室出具的《关于公投公司对铁岭银行控制权的情况说明》，铁岭市政府已同意公司继续行驶铁岭银行控制权，授权手续正在办理，预计2016年底授权手续全部办理完毕。2017年后铁岭银行是否继续具有控股权，对公司资产和收入影响较大，联合资信将持续关注。

截至2015年底，铁岭银行资产总额、存款余额和贷款余额分别达到了338.67亿元、286.91亿元和127.57亿元，分别较上年底增长14.57%、13.49%和-29.89%。铁岭银行吸收的存款中，活期存款61.50亿元，定期存款225.41亿元，定期存款占存款总额比重由上年底的77.61%上升至78.56%。不良贷款率由1.89%增加至2.45%，资本充足率由15.58%下降至11.59%，其他监管指标都在监管部门规定的安全区域内运行。

跟踪期内，银行业务实现收入12.33亿元，同比下降9.73%，主要由于金融债券市场不景气，受投资收益均大幅下降所致；该板块毛利率为28.54%，较上年减少9.80个百分点，主要存贷款利率下降效应显现，存贷款利率差缩小所致。

中小企业担保业务

公司担保业务主要由公司子公司铁岭担保负责运营。铁岭担保系于2007年成立的国有控股企业，注册资本1.00亿元，经营范围主要为在辽宁省区域内，办理贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保，项目融资担保，投资证担保，诉讼保全担保，以及投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务；以自有资金进行投资（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

跟踪期内，铁岭担保实现担保业务21笔，在保责任余额1.06亿元，共计32笔，实现收入242.00万元，收入规模小，毛利率持续保持高位，2015年为87.60%，较上年大幅增长，主要系担保业务成本中其他支出减少所致。

3. *房地产业务*

公司房地产板块业务收入来自辽宁金峰建设投资有限公司（原辽宁金鼎置业有限公司）以及铁岭天信房地产开发有限公司（子公司天信公司成立的子公司）。

截至2015年底，公司没有新开工的房地产项目，主要存在部分尚未决算项目，以及部分项目的扫尾工程，主要有日鑫大厦项目和金峰小镇一期工程。由于公司投资建设的房地产项目均接近尾声，且已过销售高峰期，2015年该板块收入0.88亿元，主要来自结转的住宅项目和商铺收入，受商铺毛利率较高影响，该板块毛利率大幅增长。

跟踪期内，公司收入较上年有所下滑；由于建筑业务的特殊性，确认的收入规模波动较大；铁岭银行投资收益受金融市场不景气影响而有所减少。考虑到，受铁岭市一般预算收入大幅下滑及政府债务率较高影响，公司项目建设回款情况有待关注。

4. 未来发展

按照铁岭市委、市政府在“十三五”期间提出的建设目标，从城市建设发展实际出发，不断强化企业内部组织建设管理，提升公司核心竞争力，扩大市场投融资能力，完善资产盘活运行体系，从而达到服务政府，促进项目建设，最终发展成为以政府资源为背景、以国有资产为纽带、以资本营运为核心的资产运营集团。

目前，公司主要任务在于消化存量工程，尚未拟建项目。公司重点在建项目中预计总投资39.80亿元，截至2015年底，已完成投资13.40亿元，未来存在一定外部融资压力，

八、募集资金使用情况

“09 铁岭债”募集资金 15 亿元，全部用于辽宁专用车生产基地基础设施建设项目（简称“辽宁专用车基地”），该项目投资总规模为 25.44 亿元。截至 2015 年底，募集资金已使用完毕，募投项目已完工。

“12 铁岭债/PR 铁岭债”募集资金 12 亿元，用于铁岭市沙子沟、靠山屯保障性住房建设项目，该项目投资总规模为 23.61 亿元，截至 2015 年底，项目已完成投资额 17.94 亿元，募投资金使用用完毕；募投项目方面，沙子沟、靠山屯保障房项目主体结构基本完成，安装工程正在进行，门窗及外饰面等工程完成 50%，园区建设总体工程进度达到 75%。根据项目可行性研究报告，按照经济适用房 2800 元/平方米和限价房 3300 元/平方米的暂估价进行预测，项目预计将实现经营收入 20.64 亿元。截至 2015 年底，该募投项目尚未产生收益。

九、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2015 年底，公司新增两家子公司纳入合并财务报表范围，同时有三家子公司由于股权转让以及铁岭天信房地产开发有限公司注销，不再纳入合并报表范围。总体看，受财务政策变更影响，公司对于 2014 年度审计数据进行了追溯调整，主要追溯调整科目为投资性房地产、资本公积、递延所得税资产和可供出售金融资产等科目，追溯内容分别为在 2015 年 1 月 1 日前，公司对出租建筑物、出租土地使用权分别在固定资产、无形资产中核算，追溯调整后于投资性房地产中核算；在 2015 年 1 月 1 日前，公司按权益法核算对子公司的股权投资准备，由于会计政策追溯调整递延所得税资产等科目，造成上述资本公积发生变化；公司在 2015 年 1 月 1 日前对坏账准备增加导致的可抵扣暂时性差异未确认递延所得税资产，追溯调整后确认为递延所得税资产；公司在 2015 年 1 月 1 日前对银行间债券市场购入的国债和央票等债券资产计入短期投资，按取得时的实际成本计价，于年末按单项投资计算的市价低于成本的差额计提短期投资跌价准备；现在可供出售金融资产核算，采用公允价值计量等。总体看，公司的财务数据可比性受到一定影响。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 571.31 亿元，所有者权益 154.11 亿元（含少数股东权益 24.17 亿元）；2015 年公司合并口径实现营业收入 26.68 亿元，利润总额 3.79 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现主营业务收入 26.68 亿元，主要为银行业务收入、建设项目收入、公共事业板块收入、房地产收入等，其中，银行业务板块实现收入 12.33 亿元，占营业收入的 46.35%；建设项目板块收入有小幅下降，降至 7.60 亿元，占公司营业收入的比重降至 28.58%。此外，供水、供热业务收入小幅增长，增幅 5.73%，土地业务收入 0.81 亿元，较上年增幅较大，为 142.96%，各主要板块业务收入呈现不同程度减少。

期间费用方面，2015 年，公司期间费用较

上年下降 19.13%，主要系管理费用大幅下降。2015 年，公司管理费用 3.48 亿元，同比下降 45.12%，主要系退缴土地使用税所致，财务费用 3.37 亿元，同比增长 20.19%，主要系工程本年竣工利息予以费用化所致。跟踪期内公司期间费用占营业收入的比重下降至 37.31%，营业利润亏损规模有所减少，2015 年为 3.51 亿元。期间费用对公司营业利润侵蚀程度较上年得到一定的缓解，但仍较为严重。

2015 年，公司投资收益实现 2.31 亿元，同比增长 80.13%，主要系公司处置子公司股权产生的投资收益增加所致；公司的补贴收入 7.34 亿元，同比下降 38.72%。在投资收益的有效补充下，2015 年公司实现利润总额 3.79 亿元，同比下降 32.47%。

跟踪期内，公司实现净利润 3.05 亿元，同比下降 39.27%，主要系本年度政府补贴下降所致。铁岭银行对公司的净利润影响较大。

从主要盈利指标上看，受业务板块收入同比下降幅度高于业务板块成本下降影响，2015 年公司主营业务利润率为 24.40%，同比下降 2.32 个百分点；受净利润下滑影响，净资产收益率由上年的 3.31%降至 1.98%。

跟踪期内，公司各板块收入均有所下滑，致使公司收入规模有所下降；公司净利润受铁岭银行影响较大，并对政府补贴具有较强依赖性。

2. 现金流

经营活动现金流方面，2015 年，公司经营活动现金流入量同比增加 39.86%，为 94.60 亿元，主要系银行业板块客户存款及存放同业款项净增加额及收到的其他与经营活动有关的现金的增加。其中，公司收到的其他与经营活动有关的现金由上年的 23.67 亿元增加至 26.70 亿元，主要由往来款项增加所致。2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 7.98 亿元，同比增长 28.78%，系开发项目投入增加所致；支付的其他与经营活动有关的现金 16.96 亿元，同比增加 1.38%，主要来自往来款项的增加。此外，客户存款及存放同业款项净增加额由 2014 年的 15.72 亿元增加至 47.23 亿元；贷款及垫款净增加额-19.74 亿元；收取的利息、手续费及佣金 11.72 亿元，同比下降 14.26%，支付的利息、手续费及佣金 8.08 亿元，同比增长 1.24%。跟踪期内，公司经营活动现金流量净额 71.41 亿元，同比增长 261.53%，主要系公司子公司铁岭银行客户贷款及垫款净增加额减少所致。从收入质量看，受金融业务板块和房地产销售板块现金流入未在销售商品、提供劳务收到的现金体现影响，公司现金收入比低，2014~2015 年分别为 44.71%和 31.55%，其中 2015 年持续下滑主要系公司子公司盛泽公司基建项目尚未收到回款所致。整体看，公司获现能力有待提升。

投资活动现金流方面，2015 年，公司现金流入 240.44 亿元，同比增幅巨大，主要系子公司铁岭银行收回持有至到期投资、交易性金融资产和可供出售的金融资产所致。同期，公司取得投资收益收到的现金由上年 1.87 亿元增加至 2.38 亿元。公司现金流出仅包括购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 20.45 亿元，同比增长 90.47%。跟踪期内，公司投资活动现金流量仍以资金流出为主，为-124.67 亿元，主要系公司子公司铁岭银行投资金融性资产等支付的现金增加所致。

筹资活动现金流方面，2015 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 372.46%，为 31.88 亿元，主要系公司借款所收现金增加所致；2015 年，公司筹资活动现金流出低于筹资活动现金流入，其中，偿还债务所支付的现金 26.87 亿元，同比增加 310.87%；分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 4.71 亿元，同比增加 6.49%。跟踪期内，筹资活动现金流量净额由负转正，2015 年为 0.15 亿元，主要系公司借款所收到的现金增加所致。

跟踪期内，公司获现能力有待提升，项目投资支出规模大幅增加，筹资活动净流出由负

转正，公司筹资压力得到缓解，剔除铁岭银行现金流量，公司仍存在一定的资金压力。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 571.31 亿元，同比增长 11.32%。跟踪期内，公司资产结构发生变化，调整为以非流动资产为主，主要系公司会计政策变更，将 2014 年的短期投资重分类为可供出售金融资产等科目，可供出售金融资产隶属为非流动资产所致。公司资产中，流动资产和非流动资产占比分别为 29.59%、70.41%。

截至 2015 年底，公司流动资产为 169.04 亿元，同比下降 11.86%；主要由货币资金、存货、其他应收款和预付账款构成等构成，分别占比 37.18%、29.19%、22.45%和 8.39%。

截至 2015 年底，公司货币资金 62.84 亿元，同比下降 22.49%，主要由存放中央银行款项（存款准备金）及存放同业款项下降所致。剔除铁岭银行货币资金规模，公司货币资金 4.96 亿元，同比降低 49.94%。公司货币资金中无受限资金。

截至 2015 年底，公司应收账款 2.79 亿元，同比下降 40.11%，主要系公司部分应收款项收回，同时冲抵与铁岭财政局往来款所致。应收账款前五名在应收账款中占比 89.70%（其中账龄在 1 年以内的占比 83.68%），主要为应收铁岭市财政局建设项目收入款 2.02 亿元、铁岭天水物产经营管理有限公司土地转让款 0.20 亿元、铁岭有限网络信息传输中心收视费 0.17 亿元、辽宁新兴佳汽车部件制造有限公司代建厂房款 0.12 亿元和沈阳龙安汽车部件有限公司代建厂房款 0.07 亿元。公司累计计提坏账准备 541.16 亿元。

截至 2015 年底，公司预付账款 14.18 亿元，同比下降 2.64 亿元，主要系预付土地出让金减少所致。预付账款中账龄超过 1 年且金额重大的主要为预付土地出让金。

截至 2015 年底，公司应付利息 1.05 亿元，同比增长 133.84%，主要系应收债券利息增加所致。

截至 2015 年底，公司存货 49.34 亿元，同比减少 1.01%。其中，开发成本 29.96 亿元，同比下降 11.32%，主要由项目开发投入的土地成本、建设成本等组成，其中价值 4.79 亿元的在建项目由于向中泰信托有限公司取得的 2.20 亿借款提供担保处于抵押状态；开发产品 17.62 亿元，同比增加 11.92%，主要由房地产板块及代建板块完工项目结转收入所致。公司存货未计提存货跌价准备。

截至 2015 年底，公司其他应收款余额为 37.96 亿元，同比下降 6.18%，主要系往来款减少所致。公司其他应收款具体为与铁岭市财政局、铁岭市新城区建设指挥部、铁岭市土地储备中心等政府机关、事业单位的往来款。共计提坏账准备 1.86 亿元。从账龄分布上来看，1 年以内的占 29.22%，1~2 年占比 16.60%，2~3 年占比 16.48%，3 年以上的占 37.70%。公司其他应收款前五名欠款单位合计占比 54.22%。

表 4 截至 2015 年底公司其他应收款金额前五名

（单位：万元、%）

单位	金额	占比
铁岭市财政资产经营公司	79901.78	20.07
铁岭市财政局	77307.35	19.41
铁岭市新城区建设指挥部	28994.67	7.28
铁岭高新技术产业开发区管委会	15146.05	3.80
铁岭中建投资管理有限公司	14557.00	3.66
合 计	**215906.85**	**54.22**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司非流动资产主要以固定资产、在建工程及无形资产（主要为土地使用权）和可供出售金融资产为主。截至 2015 年底，公司固定资产净额 51.52 亿元（其中 5.64 亿元处于抵押状态），同比增长 4.76%，主要系根据《铁岭市人民政府关于同意资产划转的批复》，将铁三线、赣江路、嘉陵江路、澜沧江东路立交桥资产划入公司，评估入账价值 3.60 亿元；在建工程 12.85 亿元，同比下降 7.80%，主

要系台湾工业园项目结转成本所致；无形资产79.95 亿元（其中 18.87 亿元处于抵押状态），同比增加 1.72%，主要系以前年度购买土地本期办理土地证从预付账款转为无形资产所致；公司持有至到期投资为 22.00 亿元，主要系公司增加持有至到期其他金融资产。

截至 2015 年底，铁岭银行贷款和垫款规模小幅下降 9.57%至 127.57 亿元，占公司非流动资产 31.71%。

截至 2015 年底，由于会计政策变更，公司将短期投资科目变更为可供出售金融资产项下，对 2014 年进行追溯调整，截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 85.89 亿元，同比增加187.26%，均为铁岭银行在银行间债券市场购入的国债和央票等。

剔除铁岭银行的资产，截至 2015 年底，公司资产规模 250.74 亿元，同比下降 2.56%。公司流动资产占比由 2014 年的 47.10%降低至44.64%，其中应收款项及存货占流动资产总额的 48.29%，流动性尚可。固定资产、在建工程及无形资产（土地资产为主）分别占公司资产总额的 32.02%、9.01%和 54.55%。资产变现能力较弱，质量一般。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 154.11 亿元，同比增长 1.60%。归属于母公司权益中，实收资本（占 15.47%）较 2014 年未发生变化；资本公积（占 58.22%）75.65 亿元，较 2014 年未发生变化；盈余公积（占 2.78%）和未分配利润（占 23.47%）分别同比增长 2.53%和 5.14%。公司所有者权益稳定性较好。

截至 2015 年底，公司负债总额 417.21 亿元，同比增长 15.40%，主要来自流动负债的增加。从负债结构来看，公司流动负债占比为89.76%，比重略有增长，主要由短期借款增幅较大所致。

截至 2015 年底，公司流动负债 374.49 亿元，同比增长 20.24%；主要以客户存款（占76.61%）、应付款项（占 1.32%）为主；应付款项中，其他应付款余额 37.50 亿元，同比增长12.76%，主要系往来款增加所致；应付账款 4.93 亿元，同比下降 33.09%，主要系子公司报告期内应付购地款项结算所致；其他流动负债 16.11 亿元，同比增长 787.49%，主要系卖出回购金融资产款增加所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 42.72 亿元，同比下降 14.70%；其中长期借款 7.04 亿元，同比大幅下降 54.87%，长期借款全部为抵押借款（抵押资产主要为土地、酒店房产等）；应付债券 33.58 亿元，同比增加 2.46%，主要系公司新增债券“PPN 私募”、“08 铁岭债”已全部偿付的综合影响所致。“PPN 私募”为 2015 年 8 月 24 日，根据中国银行间市场交易商协会中市注协[2015]PPN371 号文件，公开非公开发行 3 年期（2015 年 9 月 25 日至 2018 年 9 月 25 日）定向债务融资工具 10 亿元。公司专项应付款为 1.11 亿元，同比增长 752.68%，主要系公司之子公司天信公司收到政府拨入集中供热工程款项使得供水工程改造款增加所致。

剔除铁岭银行负债和权益，截至 2015 年底，公司负债合计 118.76 亿元，其中流动负债占 59.40%，非流动负债占 40.60%。流动负债中，短期借款为 9.15 亿元，占流动负债总额 12.97%，应付款项 4.93 亿元（包括应付账款与其他应付款），占 6.99%；长期负债中应付债券规模较大，占 69.64%。同期，公司所有者权益 131.98 亿元，同比增长 1.32%；其中，实收资本、资本公积、未分配利润占比分别为 15.58%、58.46%、23.15%。

有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务同比增加 10.78%，为 57.93 亿元。债务结构方面，短期债务比重由 2014 年底的 7.51%升至29.89%，为 17.31 亿元，长期债务比重降至70.11%，为 40.61 亿元。剔除铁岭银行因素，公司全部有息债务为 67.87 亿元，较 2014 年底减少 13.13%。有息债务结构上，短期债务 21.76 亿元，同比增长 56.29%，比重由 2014 年底的17.82%增至 32.06%；长期债务 46.11 亿元，同比下降 28.18%，比重降至 67.94%。

跟踪期内，公司长期债务资本化比率由2014年的24.18%小幅下降至20.86%；全部债务资本化比率同比上升1.68个百分点至27.32%；资产负债率同比基本持平，为73.03%，公司资产负债率较高，主要由于银行业经营属性所致，铁岭银行通过吸收存款从事经营活动。剔除铁岭银行因素影响，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为25.89%、33.96%和47.36%，上述指标较2014年的变化值为-7.12、-3.53和-2.01个百分点。

跟踪期内，公司负债、资产规模和结构由铁岭银行主导。剔除铁岭银行因素影响，公司实际资产的流动性较差，质量一般，存货与其他应收款规模较大，对资金形成较大占用；公司债务规模同比下降，债务结构有所改善。

4. 偿债能力

从短期支付能力看，截至2015年底，公司流动比率、速动比率分别为45.14%和31.97%，流动比率同比有所下降，速动比率受存货数额下降影响有所下降。剔除铁岭银行的资产和负债，2015年底公司流动比率和速动比率分别为158.68%和86.00%，但考虑到公司流动资产流动性较弱，加之公司实际短期债务规模较大（截至2015年底，公司短期债务规模17.31亿元，现金类资产合计62.84亿元），公司短期偿债压力较大。

从长期偿债指标来看，剔除铁岭银行的各项拆入和存款资金，2015年底公司全部债务为67.87亿元，全部债务/EBITDA为6.99倍（此处EBITDA值不包含铁岭银行），公司整体偿付能力弱。考虑到铁岭市政府对公司债务偿还方面的支持力度，公司实际自身偿债能力尚可。

截至2015年底，公司担保余额16.00亿元（不含经营性担保金额），担保比率为12.31%，公司担保比率较低，被担保企业主要为当地国有企业，经营正常，公司或有负债风险较小。

表5 截至2015年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限
铁岭财京投资有限公司	27000.00	2015.01~2016.01
铁岭财政资产经营有限公司	19000.00	2015.09~2016.09
铁岭金汇资产经营有限责任公司	6000.00	2015.06~2016.06
铁岭财京公用事业有限公司	13000.00	2015.01~2016.01
铁岭师范高等专科学校	6000.00	2015.10~2016.10
辽宁宇泰房地产开发有限责任公司	5000.00	2015.12~2016.12
铁岭市金达资产经营有限责任公司	13100.00	2015.06~2016.06
铁岭市金达资产经营有限责任公司	3956.00	2015.04~2016.04
铁岭市惠民农艺科技有限公司	780.00	2015.02~2016.02
铁岭市龙山宾馆	18500.00	2015.06~2016.06
华晨汽车（铁岭）专用车有限公司	8000.00	2015.07-2016.07
铁岭黄海专用车制造有限公司	12000.00	2014.12.-2016.12
铁岭市公路管理处	19000.00	2015.11-2016.11
铁岭市国有资产经营有限责任公司	6000.00	2015.8-2016.8
铁岭市公共汽车公司	2650.00	2015.12-2016.12
个人及企业	10620.50	不适用
合计	**170606.50**	--

资料来源：公司提供

注：个人及企业担保主要源于子公司铁岭银行对外经营性担保。

截至2015年底，公司共获得各家银行授信额度合计33.60亿元，其中已使用额度13.60亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1021120200069760S），截至2016年7月5日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清信息记录中有3笔关注类贷款，根据中国邮政储蓄银行铁岭市分行和中国建设银行股份有限公司铁岭分行出具的《情况说明》，公司2笔关注已结清贷款按资产质量分类等级曾被列入关注一级；根据中国农业发展银行调兵上市支行出具的《情况说明》，公司1笔关注已结清贷款2016年6月21日为正常收息日，但因双休日，于2016年6月23日进行了收息，导致征信系统显示逾期未还贷款利息情况。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，未来发展，以及铁岭市政府对公司支持力度的综合判

断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿债保障分析

公司通过“09铁岭债”募集资金15亿元，到期一次性偿付本息，2015年投资者未行使回售选择权；公司通过“12铁岭债/PR铁岭债”募集资金12亿元，“12铁岭债/PR铁岭债”设置本金分期偿还条款，即于存续期的第3、4、5、6年末分别偿还本金的25%（3亿元）、25%（3亿元）、25%（3亿元）和25%（3亿元）。截至2015年底，公司待偿还本金合计24亿元，即公司2016年~2019年每年待偿还债券本金分别为3亿元、3亿元、3亿元、15亿元，2019年达到最高待偿债券本金峰值。

2015 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为待偿还债券本金合计 0.44 倍、3.94 倍和 2.98 倍；上述三项指标分别为公司最高待偿还债券本金的 0.70 倍、6.31 倍和 4.76 倍。截至 2015 年底，公司现金类资产 62.84 亿元，为 2016 年待偿还债券本金的 20.95 倍。

剔除铁岭银行因素影响，2015 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为待偿还债券本金合计 0.40 倍、1.80 倍和 0.34 倍；上述三项指标分别为公司最高待偿还债券本金的 0.65 倍、2.87 倍和 0.54 倍。截至 2015 年底，公司现金类资产 4.96 亿元，为 2016 年待偿还债券本金的 0.33 倍。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和现金类资产对存续期债券待保障能力较强。剔除铁岭银行因素影响，公司经营活动现金流入量对续期债券待保障能力尚可。考虑到“09铁岭债”的增信保护条款及“12铁岭债/PR铁岭债”的本金分期偿还条款，公司对存续债券待偿还本金保障能力较强。

十一、存续期债券债权保护情况分析

“09 铁岭债”以公司合法拥有的对铁岭市财政局的 56.35 亿元应收账款为本期债券还本付息提供质押担保。根据铁岭市财政局与公司签署的《投资建设与转让收购（BT）协议书》，在支付“09 铁岭债”利息和本金前 10 个工作日内，应将对应回购工程款资金划入监管账户，并在监管行监管下，于当日将应付的利息、本金或应提前计提偿债资金由监管账户划转入偿债账户。2014~2015 年，按上述回购协议分别回购 11.50 亿元和 1.50 亿元，实际分别收到回款 7.13 亿元和 2.02 亿元，回购款金额和实际到位情况具有一定的波动性，联合资信将持续关注该回购款项的到位情况。公司收到的回购款中一部分用于“09 铁岭债”的利息支付。

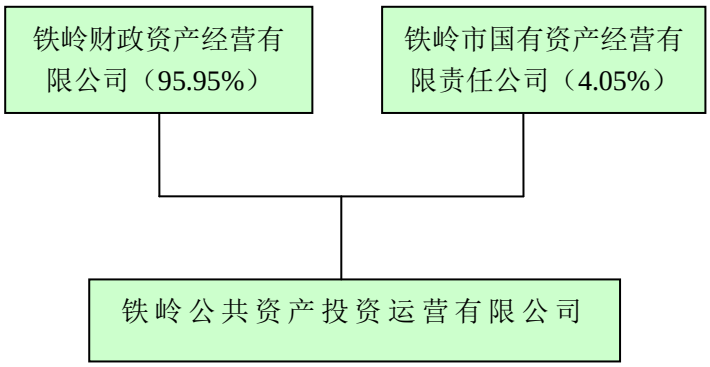
整体看，“09 铁岭债”对应的应收账款是该期债券本金的 3.76 倍；同时为了应对 2015 年底可能出现的投资者回售情况，“09 铁岭债”偿债账户分别于在 2013 年、2014 年、2018 年、2019 年年底前分别质押 5 亿元、8 亿元、5 亿元、8 亿元，可有效减缓集中支付压力。截至 2015 年底，公司已按照《2009 年铁岭公共资产投资运营有限公司公司债券募集说明书》和《账户及资金监管协议》的约定，如期将计提的债券本金存入中国银行股份有限公司铁岭分行。

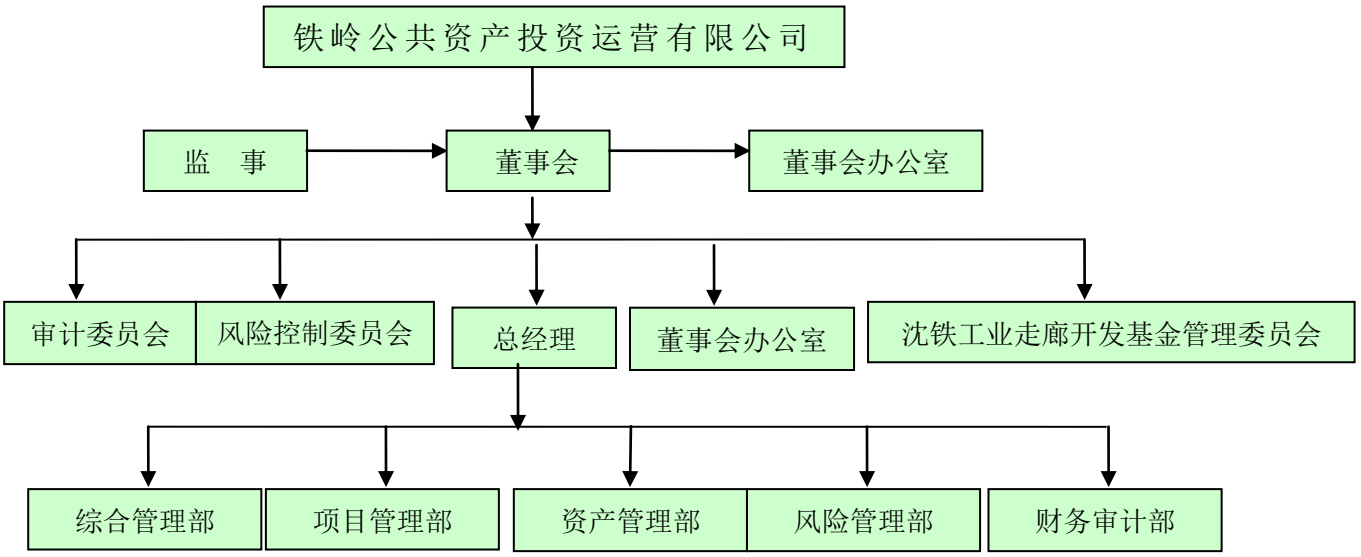
整体看，“09 铁岭债”和“ 12 铁岭债/PR 铁岭债”募投项目进展情况正常。“ 12 铁岭债/PR 铁岭债”已如期进行了本金分期偿付，考虑到上述债券的保障措施，公司偿付压力较低，联合资信将关注“ 12 铁岭债/PR 铁岭债”募投项目的经济效益情况。整体看，公司债券到期不能偿付的风险较低。

十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“08 铁岭债”和“09 铁岭债”AA^{+}信用等级，并维持“ 12 铁岭债/PR 铁岭债”AA 信用等级。

附件 1　公司股权结构图和组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	97.39	81.08	62.84
资产总额(亿元)	485.16	513.21	571.31
所有者权益(亿元)	122.37	151.68	154.11
短期债务(亿元)	17.23	3.93	17.31
长期债务（亿元）	41.17	48.36	40.61
全部债务(亿元)	58.40	52.29	57.93
短期债务(亿元)*	23.02	13.92	21.76
长期债务（亿元）*	56.00	48.36	40.61
全部债务(亿元)*	79.01	78.13	67.87
主营业务收入/营业收入(亿元)	29.51	32.57	26.68
利润总额 (亿元)	5.63	5.61	3.79
EBITDA(亿元)	8.00	11.16	10.51
EBITDA(亿元)*	4.21	10.82	9.71
经营性净现金流(亿元)	28.20	19.75	71.41
财务指标			
销售债权周转次数(次)	97.25	13.99	7.17
存货周转次数(次)	0.48	0.62	0.23
总资产周转次数(次)	0.06	0.13	0.05
现金收入比(%)	102.84	44.71	31.55
主营业务利润率/营业利润率(%)	21.59	49.18	54.08
总资本收益率(%)	2.93	3.59	2.97
净资产收益率(%)	2.79	3.31	1.98
长期债务资本化比率(%)	22.50	24.18	20.86
全部债务资本化比率(%)	28.68	25.64	27.32
长期债务资本化比率(%)*	31.05	33.02	25.89
全部债务资本化比率(%)*	38.85	37.49	33.96
资产负债率(%)	70.07	70.45	73.03
资产负债率(%)*	48.40	49.38	47.36
流动比率(%)	117.75	61.58	45.14
速动比率(%)	98.23	45.58	31.97
经营现金流动负债比(%)	9.49	6.34	19.07
EBITDA 利息倍数(倍)	7.64	4.82	3.23
全部债务/EBITDA(倍)	7.30	4.68	5.51
全部债务/EBITDA(倍)*	18.76	7.22	6.99

注：1、所有者权益不包含少数股东权益；所有者权益不包含少数股东权益；2013~2014 年公司财务报表采用旧准则，公司自 2015 年 1 月 1 日起执行新会计准则，对财务报表项目进行了追溯调整，为维持公司财务数据的可比性，故 2014 年财务数据为 2015 年审计报告期初数；

2、*表示公司剔除铁岭银行的合并口径数据计算得出。

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=【(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1】×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含　　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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。