

信用等级公告

联合[2012] 335 号

联合资信评估有限公司通过对铁岭公共资产投资运营有限公司及其拟发行的 2012 年度 12 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

铁岭公共资产投资运营有限公司

主体长期信用等级为

AA

铁岭公共资产投资运营有限公司

2012 年度 12 亿元公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年五月二十一日
评级业务专用章

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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

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、评估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、联合资信与评估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、铁岭公共资产投资运营有限公司 2012 年度 12 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该公司债券的信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一二年五月三十一日
评级业务专用章

铁岭公共资产投资运营有限公司

2012年度12亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 12 亿元

本期债券期限: 6 年

评级时间: 2012 年 5 月 21 日

财务数据:

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额 (亿元)	327.02	351.39	404.75
所有者权益 (亿元)	105.87	109.91	115.04
长期债务 (亿元)	35.76	39.04	38.83
全部债务 (亿元)	53.49	57.13	54.82
营业收入 (亿元)	11.42	18.66	21.30
利润总额 (亿元)	3.86	6.27	6.44
EBITDA (亿元)	5.42	8.06	8.06
经营性净现金流 (亿元)	20.63	-28.07	22.78
营业利润率 (%)	30.34	34.01	32.64
净资产收益率 (%)	3.31	3.67	4.55
资产负债率 (%)	66.14	66.60	66.32
全部债务资本化比率 (%)	33.19	34.04	32.07
流动比率 (%)	106.51	98.39	104.33
全部债务/EBITDA (倍)	9.43	11.00	7.76
EBITDA/ 本期发债额度 (倍)	0.45	0.67	0.67

注: 短期债务、全部债务、全部债务资本化比率、全部债务/EBITDA 指标为剔除铁岭银行数据后计算得出。

分析师

李小建 刘俊宏
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

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对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”) 的评级反映了公司作为铁岭市城市基础设施和公用事业建设的主体, 在区域垄断经营和政府支持等方面的显著优势。公司主要通过经营城市公用事业、金融、房地产三大板块业务, 以及运营沈铁工业走廊开发基金 (以下简称“开发基金”) 来加强资金筹措能力。

近几年铁岭区域经济发展快速, 地区财力逐年增强。未来随着地区工业化、城镇化进程将进一步加快, 公司的投融资职能也将随之不断放大, 对外融资规模也将有所增加, 但考虑到自主经营业务的发展及开发基金的收入保障, 公司偿债压力较小。

本期债券无担保。本期债券设置本金分期偿还条款, 可降低了本金集中偿付风险。联合资信认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司作为铁岭市政府授权的参与城市基础设施和公用事业建设的主体, 得到地方政府的大力支持;
2. 铁岭区域经济快速发展, 地方财力不断增强, 同时公司自主经营业务的发展和开发基金的收入增长, 确保公司偿债和建设资金的来源;
3. 公司经营的公用事业和金融业务具有一定的资源和区域垄断优势;
4. 鉴于铁岭银行股份有限公司特殊的经营模式, 即经营规模和风险控制水平依赖其负债规模 (即吸收的对外存款), 剔除铁岭银行吸收的存款, 公司负债水平低, 债

务负担轻。

关注

1. 作为铁岭市城市基础设施和公用事业建设的主体,公司目前自身经营及盈利能力偏弱;
2. 公司承担较多的基建项目工程的建设,存在一定的资本支出压力。
3. 依协议,公司对铁岭银行的控股权有效期到 2016 年底,2017 年以后对其是否具有控股权不确定。

一、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，后于 2007 年、2008 年两次增资，注册资本变更为 20.10 亿元人民币，其中：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。

公司经营涵盖三大板块业务，包括公共事业板块（供水、供热和数字电视）、金融板块（铁岭银行股份有限公司，简称“铁岭银行”；铁岭中小企业信用担保有限公司，简称“铁岭担保”）、房地产板块。此外公司还授权委托管理和运营沈铁工业走廊开发基金（简称“开发基金”）。

截至 2011 年底，公司内部下设董事会办公室、审计委员会、风险控制委员和沈铁工业走廊开发基金管理委员会、综合部、项目部、融资部、财务审计部；合并范围内全资及控股子公司 23 家。

截至 2011 年底，公司合并资产总额为 404.75 亿元，所有者权益 115.04 亿元；2011 年公司合并口径实现营业收入 21.30 亿元，利润总额 6.44 亿元。

公司注册地址：辽宁省铁岭市银州区市府路 19 号；法定代表人：隋景宝。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2012 年发行人民币债券 12 亿元（以下简称“本期债券”），债券期限为 6 年，于本期债券存续期的第 3、4、5、6 年末

分别偿还本金的 25%、25%、25%和 25%，即 3 亿元、3 亿元、3 亿元和 3 亿元。

本期债券采用单利按年计息，不计复利。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

本次发行债券募集资金 12 亿元，拟用于铁岭市沙子沟、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。

（1）铁岭市沙子沟、靠山屯保障性住房建设项目介绍

该项目规划用地面积 361613 平方米（约 542.4 亩），总建筑面积为 795447 平方米，其中住宅面积 773175 平方米，配套用房面积 22272 平方米。共新建住宅 215 幢，建设保障性住房 10529 套。其中：棚户区改造用房建筑面积 107250 平方米，共 1650 套，限价房建筑面积 399525 平方米，共 5327 套，经济适用房建筑面积 266400 平方米，共 3552 套。小区内配套建设给排水、供电、消防、人防、绿化等附属设施。项目估算总投资 23.61 亿元，建设期两年。

（2）项目批文情况

该项目已经铁岭市发展和改革委员会铁发改投资[2011]389 号文件核准实施。

（3）项目收益情况

根据项目可行性研究报告，按照经济适用房 2800 元/平方米、限价房 3300 元/平方米的暂估价计算，该项目预计将实现经营收入 20.64 亿元，扣除开发成本及销售税金及附加后，预计利润总额为-0.39 亿元。从项目自身经济效益来看，略有亏损。但该项目主要建设内容为保障性住房，项目建成后将有助于改善中低收入居民的居住条件、引导社会投资方向、控制高房价、促进社会的和谐稳定，项目的社会意义显著。

三、区域经济与政府支持

1. 区域经济

公司作为铁岭市政府授权的投融资平台，主要负责城市基础设施和公用事业以及重大项目的开发建设。公司作为铁岭市政府授权的参与城市基础设施和公用事业建设的主体，得到地方政府的大力支持。

区域概况

铁岭市是辽宁省 14 个省辖市之一，位于辽宁省北部，松辽平原中段。南与沈阳市、抚顺市毗邻，北与吉林省四平市相连，东与抚顺市清原满族自治县、吉林省辽源市接壤，西与沈阳市法库县、康平县及内蒙古自治区科尔沁左翼后旗和通辽市为邻。

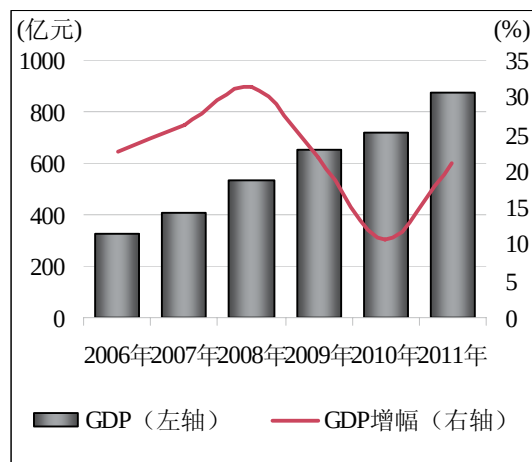
从铁岭本市情况看，铁岭市下设 2 个辖区：银州区、清河区；2 个县级市、3 个县、1 个经济开发区，1 个高新技术产业开发区。区（市）县下设街道办事处 13 个，镇 51 个，乡 38 个。首府设在银州区。区域面积 1.3 万平方公里，总人口 305.9 万。

铁岭交通便捷，是中国东北地区稠密的铁路、公路网的重要联结点，是黑龙江、吉林、内蒙古等省区通往关内和港口的重要通道。京哈高速公路、102 国道、京哈快速铁路纵贯全境，铁路运输直达全国 50 多个大中城市。铁岭距沈阳桃仙国际机场只有 40 分钟的车程，距大连和营口港也只有 2—3 个小时的车程。

区域经济

由于历史等诸多原因，铁岭市作为传统农业地区曾是辽宁省经济发展较为缓慢的城市。近几年，铁岭市加强产业结构的调整，在全省经济高速发展的带动下，地区 GDP 逐年增长，近三年年均复合增长率达到 15.68%，2011 年达到 873.80 亿元，按可比价格计算，比上年增长 21.01%，人均 GDP 达到 28647 元，比上年增加 5018 元。

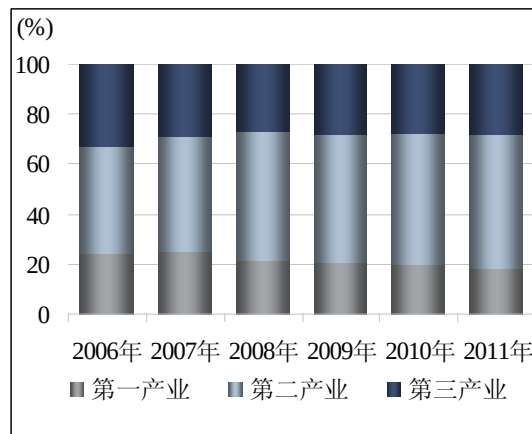
图 1 2006~2011 年铁岭市地区生产总值



资料来源：铁岭市各年统计公报

产业结构方面，受工业企业增加值大幅增长所致，铁岭市第二产业比重逐年增大，工业主导地位已经确立。2011 年，铁岭市第一产业实现增加值 172.4 亿元，同比增长 6.7%，拉动 GDP 增长 1.3 个百分点；第二产业实现增加值 460.1 亿元，同比增长 14.5%，拉动 GDP 增长 7.6 个百分点；第三产业实现增加值 241.3 亿元，同比增长 17.6%，拉动 GDP 增长 4.8 个百分点。三次产业增加值占生产总值（GDP）的比重分别为 19.7%、52.7% 和 27.6%。截至 2011 年底，全市规模以上工业企业达 1613 户，工业总产值比上年增长 42.5%；在全社会固定资产投资（764.2 亿元）中，工业完成投资 487.5 亿元，比上年增长 47.3%。

图 2 2006~2011 年铁岭市三次产业结构情况



资料来源：铁岭市各年统计公报

固定资产投资

从城市固定资产投资看，伴随着工业发展，近几年城市固定资产投资规模高速增长，2011年，铁岭市全年完成固定资产投资 764.2 亿元，比上年增长 27.9%。其中：城镇固定资产投资 696.6 亿元，增长 29.7%。从投资结构上看，第一产业完成投资 20.7 亿元，同比下降 8.6%；第二产业完成投资 488.8 亿元，同比增长 45.9%；第三产业完成投资 254.7 亿元，同比增长 36.9%。

从固定投资的资金来源看，尽管地方财力不断增强，但尚不能满足固定投资的需求，还主要依靠对外招商，采取项目股权融资的模式；同时，地方政府还通过采取向银行贷款、第三方借款、发行企业债券等举债模式筹措资金；此外，地方政府通过抓住国家振兴东北老工业基地和省委、省政府加快辽西

北开发的历史机遇，向国家和省财政争取到各类无偿补助，并注重加强地区金融服务业的建设，进一步保障满足地区城市建设资金的需求。

财政实力及地方政府债务

(1) 全市财政收入

铁岭市执行一级财政管理体制。财政收入由税收收入（纯预算内收入）和非税收入两部分组成；其中非税收入包括土地出让收益、行政事业性收费、国有资产收益、罚没收入、政府基金等，采用专户管理，纳入预算内统一安排。

从地方财政的合计收入来看，近三年，财政收入合计逐年增长，年均复合增长 46.66%，2011 年铁岭市地方财政收入合计 1696863 万元，较 2010 年增长 24.02%。

表1 铁岭市财政可支配收入情况

地方财政(万元)	2009 年	2010 年	2011 年	复合增长率 (%)
1.税收收入（纯预算内收入）	479851	800829	1050245	47.94
2.非税收入（基金收入+行政事业收费）	309011	567512	646618	44.66
3.地方财政合计收入(1+2)	788862	1368341	1696863	46.66
4.预算收入体系内刚性成本支出	239903	594075	652278	64.89
上级转移支付(万元)	2009 年	2010 年	2011 年	复合增长率 (%)
5.上级补助(转移支付)	603577	704734	793515	14.66
6.其中:专项转移支付	329691	353635	340539	1.63
7.地方实际可支配财力(3-4+5-6)	822845	1125365	1497561	34.91

资料来源：铁岭市国民经济和社会发展统计公告，联合资信整理。

从财政收入结构来看，近几年税收收入（纯预算内收入）和非税收入（主要是基金收入和行政事业收费等）占比有所波动，整体上看以税收收入为主，2011 年占比为 61.89%。非税收入以国有土地使用权出让收入为主。

从地方财政刚性支出来看，刚性成本主要包括人员经费、行政事业公用经费和民生支出（文体教育、社保医疗、住房保障等）等科目，近 3 年年均复合增长 64.89%，略高

于同期地方财政收入的增长幅度，刚性支出在地方财政合计收入的比重呈现波动变化，2011 年为 38.44%。

此外，铁岭近三年上级补助规模逐年增加，2011 年达到 793515 万元。其中专项转移支付合计为 340539 万元；财力性转移支付 452976 万元。

在工业发展的带动下，近几年铁岭财政收入快速增长，上级补助逐年增大，地方财力逐步增强。2011 年，地方实际可用财力合

计达到 1497561 万元（税收收入+非税收入+转移支付中的税收返还—预算收入体系内刚性成本支出）。

（2）市本级财政收入及地方政府债务

铁岭市本级综合财力由一般预算本级收入、上级补助收入（转移支付和税收返还收入）、国有土地使用权出让收入以及预算外收入构成。2011 年，铁岭市本级实现一般预算收入 5.90 亿元，上级补助收入 25.90 亿元，国有土地使用权出让收入 6.60 亿元，预算外财政专户收入 1.01 亿元，市本级综合财力合计 39.41 亿元，上级补助收入（特别是其中专项转移支付收入）以及国有土地使用权出让收入对铁岭市本级综合财力贡献较大，本级财政存在一定不稳定性。

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2012年3月底，铁岭市政府直接债务余额1.87亿元，担保债务余额37.39亿元，铁岭市政府全部债务余额20.56亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为51.66%。铁岭市地方政府债务总体水平适中。

未来发展规划

根据《铁岭市国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》，“十二五”期间，铁岭市将以坚持开发发展、坚持创新发展、坚持绿色发展、坚持统筹发展、坚持共享发展为基本原则，力争经过 5 年的努力，全市综合经济实力进入全省前 5 名。到 2015 年，地区生产总值实现 2000 亿元，年均增长 18%；地方财政一般预算收入增长高于经济增长，实现 200 亿元，年均增长 20%以上；固定资产投资实现 2500 亿元，年均增长 20%以上；经济结构优化升级，三次产业结构实现 10：55：35，城市化率达到 60%，形成“一个中心、三大基地”的经济发展格局。

为实现上述目标，工业发展方面，铁岭市将坚持工业强市战略，坚持走新型工业化道路，优化发展沈铁工业走廊，全力构建新

型工业化基地，重点推进“两区六园两基地”建设，到 2015 年，沈铁工业走廊实现工业增加值 1000 亿元，年均增长 20%以上；实施工业重点工程、提高工业经济核心竞争力。重点培育亿元以上的成长型企业 1000 户、10 亿元的骨干企业 100 户、100 亿元的优势企业 10 户，新建千万元以上项目 1000 个、亿元以上项目 200 个、10 亿元以上的项目 30 个，形成销售收入超过 1000 亿元的产业集群 1 个、超 500 亿元的 4 个、超 100 亿元的 5 个；发展壮大优势产业、构建新型工业化体系，加快发展先进制造业、原材料工业、农产品加工业和高新技术产业四大支柱产业；加快发展战略型新兴产业，构建新能源、节能环保、生物产业、信息产业、新材料等五大新兴产业体系。

城市建设及公用事业建设方面，加强城市基础设施建设、提高城市承载力。加快形成以中心城区为核心、以沈铁工业走廊沿线的产业带和城镇带为依托的“一区两带”城市发展新格局，加快铁岭新城建设，全面推进新城区重大项目建设，进一步提升城市功能；加强城市水系安全，提高城镇供水保证率，到 2015 年新增供水能力 1.5 亿立方米，城市供水普及率达到 98.5%；推进新老城区热电联产，新建铁岭电厂 4 合 300MW 发电机组，新建 5 处热源厂，完善供热管网改造，集中供热率提高到 85%；加快燃气管网改造，新增燃气管网 500 公里，燃气普及率达到 60%以上；加快城市道路系统建设，到 2015 年，拟新建四级公路 50.3 公里、新建三级公路 1.6 公里、改建三级公路 7.2 公里、新建二级公路 1.3 公里；提高城市公共交通能力，到“十二五”期末，全市拟新增公交线路 20 条、运营总线路达到 113 条，新增运营线路长度 350 公里、总长度达到 1537 公里，客运总量达到 8000 万人次，运营车辆达到 860 辆。

2. 政府支持

公司作为铁岭市授权从事地区市政建设的投融资平台，铁岭市人民政府在政策、资产和资金方面都给予了公司大力支持。

①资本及资产注入，铁岭市政府为加强公司投融资职能，不断给公司增加注资及注入新的资产，用以增强公司整体实力。截至2011年底，公司（合并口径）收到铁岭市政府、股东方注入的资本、房产、土地使用权及子公司股权等资产合计达到76.82亿元。

②公司经营管理开发基金，该基金用于公司参与投资基础设施建设和公司在建设中形成债务的偿付。2009~2011年，公司累计获得该基金收入共计11.22亿元（反映在专项补贴收入，开发基金详细介绍见经营部分）。

四、基础素质

1. 企业规模

公司作为铁岭市政府基础设施和社会公用事业建设的经营主体，负责政府国有自然资源、社会公共资源和授权范围内国有资产的投资经营。

截至2011年底，公司拥有铁岭天光有线网络有限公司、辽宁专用车基地开发有限公司、辽宁专用车基地研发中心有限公司等10家全资子公司；拥有铁岭银行股份有限公司、铁岭天信公用事业股份有限公司、辽宁金峰建设投资有限公司等13家控股子公司。公司业务范围涵盖城市公用事业（供水、供热和数字电视）、金融（铁岭银行）、房地产和高科技园区开发四大板块。

表2 公司全资、控股子公司情况

序号	对外投资单位	注册资本（万元）	出资额（万元）	出资比例	简称
1	铁岭银行股份有限公司	200649.12	54867.09	24.71%	铁岭银行
2	铁岭天信公用事业股份有限公司	11352	13098.78 万元(折股8514 万元)	75.00%	天信公司
3	铁岭天光有线网络有限公司	10000	10000	100.00%	天光有线
4	辽宁金峰建设投资有限公司	21379.80	18439.80	86.25%	金峰建设
5	铁岭高新技术产业开发区有限公司	15000	12000	80.00%	铁岭高新
6	辽宁专用车基地开发有限公司	166500	166500	100.00%	
7	铁岭交通投资有限公司	56000	53000	94.64%	
8	辽宁新天数字科技有限公司	3600	1912.80	63.76%	新天科技
9	铁岭中小企业信用担保有限公司	10000	8000	80.00%	担保公司
10	铁岭市客运中心有限公司	9465	8958	94.64%	
11	辽宁专用车基地研发中心有限公司	500	500	100.00%	
12	辽宁卓越汽车制造有限公司	2000	2000	100.00%	
13	辽宁专用车基地产业配套实训有限公司	500	500	100.00%	
14	铁岭天信房地产开发有限公司	1000	750	75.00%	房地产公司
15	铁岭金峰生态农业开发有限公司	100	86.25	86.25%	
16	铁岭金峰华园餐饮有限公司	1100	948.75	86.25%	
17	铁岭机动车交易有限责任公司	5700	4500	78.95%	
18	铁岭如意湖酒店有限责任公司	129.35	77.61	60.00%	
19	铁岭市运通网络有限公司	10	10	100.00%	
20	铁岭市天水网络服务有限公司	50	30	60.00%	
21	铁岭如意湖金融会馆有限责任公司	50	50	100.00%	
22	铁岭天信热电联产供热有限公司	1000	1000	100.00%	
23	铁岭市旅游集散旅行社有限公司	50	50	100.00%	

资料来源：公司提供

2. 人员素质

公司本部现有高级管理人员14人，包括董事9人，其中董事长1人，副董事长1人，董事7人；执行监事1人，总经理1人，副经理

3人。高级管理人员中硕士研究生（含在职研究生）12人，本科2人。

公司董事长戴炜先生，52岁，硕士，曾先后担任开原市常务副市长，铁岭市委常委、市

委秘书长,铁岭市常务副市长。

公司法定代表人、总经理隋景宝先生, 49岁, 研究生, 会计师、注册资产评估师, 曾先后任开原造纸厂财务科副科长,铁岭市国资局企业科副科长,铁岭市财政局社会保障科副科长、企业科科长,铁岭市政府投融资管理办公室副主任、主任,铁岭市财政局副局长。现任公司总经理、法定代表人。

截至 2011 年底, 公司在职职工 2577 人, 其中按年龄结构分, 30 岁以下 953 人, 占比 36.98%, 31 岁至 50 岁 1469 人, 占比 57.00%, 51 岁以上 155 人, 占比 6.02%; 按文化素质分, 大专及大专以上 851 人, 占比 33.02%, 高中 1288 人, 占比 49.98%, 初中及以下 438 人, 占比 17.00%。

总体看, 公司管理人员均具备市政府机关工作背景或在相关产业、附属行业公司高级管理岗位的工作经历。公司员工构成、员工素质复合行业特点, 能够满足经营需要。

五、公司治理与管理

1. 法人治理结构

公司是经工商行政管理局核准登记注册的企业法人。公司按照《中华人民共和国公司法》、《铁岭公共资产投资运营有限公司公司章程》(以下简称:《公司章程》)及其他法律法规的规定进行规范运作, 拥有较为完善的法人治理结构。公司依法设立了股东会、董事会、监事, 聘任了经营管理层, 并依据《公司章程》, 行使各自的职权。

公司股东会是公司最高权力机构, 由全体股东组成, 股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。公司设董事会, 由 9 名董事组成, 设董事长一人, 副董事长一人。公司董事会每届任期三年。公司设一名监事, 由股东提名, 在公司股东会议审议通过后报铁岭市人民政府书面委任。公司董事、高级管理人员不得兼任执行监事。监事任期三年, 届满可以连任。公

司设总经理 1 名、副总经理 3 名, 总经理全面负责公司的经营管理工作, 副总经理及其他高级管理人员协助总经理工作。

2. 公司内部管理

从内部管理来看, 公司根据自身特点建立了相应的管理制度。内部财务管理方面, 公司实行“统一管理、分级核算、层层负责”的管理体制, 建立以总公司财务审计部为中心, 对各下属子公司财务部进行业务管理及指导, 各下属子公司财务部在本公司总经理领导下依法对财务管理及会计核算进行有序管理的财务管理体系。资金管理方面, 公司实行资金使用额度管理控制制度, 总公司根据各子公司具体经营特点及管理要求, 下达各子公司总经理审批权限, 额度范围内的由子公司总经理及财务经理签批, 超出子公司额度的, 须经过总公司总经理审批后方可执行。筹资管理方面, 总公司对各子公司筹资实行总量控制, 子公司结合自身条件制定筹资预算及筹资方案并上报总公司。对外投资管理方面, 总公司实行投资项目审批和备案制度, 子公司对外投资的相关事项, 按照总公司相关制度执行, 公司对外投资行为统一由总公司项目部负责。财务预算管理方面公司实行全面预算管理, 总公司负责审查批准子公司财务预算方案, 各子公司财务部为本单位预算管理部门。

综合看, 公司法人治理结构较为完善, 自公司重组以来, 公司加强了对下属子公司的管理和控制, 公司的整体管理水平也有所提高。

六、公司经营

公司作为地区市政建设的投融资实体, 其主要职能是为地区市政建设进行投资和融资, 同时地区市政府为加强公司投融资职能, 又给与公司相应的经营性资产进行运营。

1. 公司投资情况

截至 2011 年底，公司主要参与完成的投资项目以围绕新城区基础设施建设一期工程、沈铁工业走廊（工业园区）、铁岭市新城区和辽宁专用车生产基地几类项目建设为主，项目总投资 63.15 亿元。

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 亿元人民币，应收账款回购期限为 11 年。根据《BT 协议》，约定的投资利息和利润回报合计按 15.70%/年计算，2010 年和 2011 年公司应回购款分别为 1.5 亿元和 1.5 亿元。截至 2011 年 12 月 22 日，公司已收到回购工程款 7.39 亿元（高于协议约定应收账款回购合计 3 亿元，反映为主营业务收入中的建设项目收入），其中一部分用于“09 铁岭债”的利息支付。

表 3 公司成立以来完成的主要投资项目情况

单位：万元

项目名称	项目概况	总投资	资金落实情况	项目进展安排
新城区基础设施建设一期工程	土地征用及拆迁；道路和桥梁；供水、供热工程。	240010	全部落实	已竣工
铁岭新城区莲花湖湿地修复工程	湿地生态系统保护与恢复；湿地景观与资源利用示范；湿地管理与建设试点示范；湿地科普教育示范；莲花湖湖区内清淤，居民动迁，清水引入，城市段污水收集及人工湿地水质净系统。	56405	全部落实	已竣工
沈铁工业走廊辽宁环保产业园基础设施建设	征地拆迁、道路、供水排水、污水处厂、供热管网、电力设施、通信设施等	80700	全部落实	已竣工
辽宁专用车生产基地基础设施建设项目	项目占地面积 7 平方公里，主要进行 806 户居民住宅的拆迁，动迁面积 12 万平方米；铺设柏油路 16.9 公里，工程总土方量 53 万立方米；铺设供水管线 5 公里，建设污水处理厂 1 座；铺设污水管线 4 公里；建设一次变电站 1 座；二次变电站 2 座；热源厂 1 座；平整土地动用土方 900 万立方米；国道 102 线道路拓宽 16 公里；建设标准化厂房 22.75 万平方米，	254400	全部落实	已竣工

资料来源：公司提供

开发基金情况介绍

根据铁政办发[2007]56 号文沈铁工业走廊开发基金管理暂行办法和铁政函[2008]8 号文开发基金补充说明文件，开发基金使用主体为公司，开发基金的筹集和使用采用专户核算管理，在公司董事会下设开发基金管理委员会，

由其行使资金审批监督职能，开发基金委员会的主任由公司副董事长担任。

开发基金收入来源方面，根据铁政函[2008]8 号文规定，开发资金两年收入合计的总规模不低于 10 亿元，主要由八部分地方财政收入构成，即包括①25~50%国有土地出让收益；

②100%国有资产经营收益；③100%城市基础设施配套费；④部分非税收入，具体包括污水处理、建筑工程质量监督、垃圾处理、停车费、户外广告等收入；⑤地方财政预算内每年安排不低于 1.75 亿元的城建资金；⑥沈铁工业走廊 16 个园区的每年税收增量收入；⑦市政府授权公司的经营资产收益；⑧其他资金来源。

2011 年开发基金当年收到金额 5.11 亿元，截至 2011 年底，累计进入基金专户资金总额 21.03 亿元，公司用于投资已使用的金额达到 15 亿元。

2. 公司自营情况

目前公司拥有 23 家全资及控股子公司，经营业务主要涉及包括：银行业、供水、供热、房地产、数字电视等业务。

2009~2011 年，公司实现营业收入分别为 11.42 亿元、18.66 亿元和 21.30 亿元，年均增

长 36.57%，主要是公司合并范围的扩大和铁岭银行等子公司业务规模的扩大所致。

从收入构成上看，银行业收入是公司收入的核心构成，但随着公司业务范围的扩大，银行业收入占公司收入构成的比重呈下降趋势。2009~2011 年，公司银行业收入占公司营业收入的比重分别为 58.93%、54.82%和 50.26%。此外，公司建设项目收入、供水供电收入、数字电视收入和房地产收入在公司营业收入中均占有一定比重，2011 年分别占比 22.95%、11.90%、2.07%和 11.48%。

从毛利率上看，2009~2011 年，公司银行业务实现毛利率分别为 43.24%、45.26%和 47.23%。公司综合毛利率主要由银行业务毛利率决定，但受公司经营供水、供热等公共事业业务影响，公司综合毛利率低于银行业务毛利率，2009~2011 年，公司实现综合毛利率分别为 34.89%、37.56%和 36.55%。

表 4 公司各业务板块收入及占比情况

项目	营业收入（万元）			营业成本（万元）			毛利率（%）		
	2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年
建设项目收入		25000	48892.30		13215.86	32909.49		47.14	32.69
银行业收入	67298.12	102348.16	107076.13	38135.34	56022.9	56506.37	43.24	45.26	47.23
供水供热收入	22983.61	26080.13	25355.46	20740.68	22179.4	24329.64	9.76	14.96	4.05
数字电视收入	10093.84	10667.39	4403.88	5996.66	9970.88	5327.67	40.59	6.53	-20.98
房地产收入	12848.5	20427.94	24445.70	9417.03	14674.36	15111.60	26.71	28.17	38.18
客运收入	471.52	544.38	791.14				100.00	100.00	100.00
中小企业担保收入	210.1	253.91	274.38	30	107.62	106.99	85.72	57.61	60.97
城市一卡通等数字业务收入	303.15	826.02	922.59	1.45	332.11	627.48	99.52	59.79	31.99
让渡资产使用权收入	33	430.5	29.50	3.08	0.1		90.67	99.98	100.00
酒店业收入			834.36			250.83			69.94
合计	114241.84	186578.43	213025.44	74324.24	116503.23	135170.06	34.89	37.56	36.55

资料来源：公司提供

公用事业板块业务

公司公用事业板块业务主要包括城区供水、供热和数字电视以及城市一卡通等业务，该部分业务收入来自于公司下属的天信公司、天光有限和新天科技三家公司。

① 供水/供热

公司供水、供热主要由下属天信公司承担。

天信公司成立于 2003 年 12 月 17 日，截至 2011 年底，天信公司注册资本金 11352.00 万元，公司持有其 75%的股权。天信公司经营范围包括：供热、供水经营；城市基础设施开发；管道铺设；锅炉安装；设施、设备维修等。

截至 2011 年底，天信公司合并报表资产总额 80018 万元，负债总额 69592 万元，所有者

权益（不含少数股东权益）10426 万元。

供热能力方面，截至 2011 年底，天信公司拥有 1 台 100 吨、6 台 90 吨和 4 台 40 吨链条热水锅炉、47 座换热站及配套设施，供热能力为 1000 万平方米，现供热面积 880.75 万平方米，主管网总长 916 公里。天信公司经营着铁岭市城区 85%以上的集中供热。

供水能力方面，截至 2011 年底，天信公司拥有 2 座水厂，日供水能力为 15 万立方米，DN100 以上供水管网总长 636 公里，供水面积 40 平方公里，装表户数 13.75 万户，供水人口约 31.6 万人。天信公司经营着 100%的城区供水业务。

2011 年公司供水供热业务实现收入 25355.46 万元，较 2010 年的 26080.13 万元下降 2.78%，实现毛利率 4.05%，较 2010 年下降 10.91 个百分点，主要是由于地区供水供热价格制定市场化程度不高，加之煤炭成本较高、水管网陈旧，漏水情况严重。公司供水供热整体盈利能力不强。

② 数字电视业务

数字电视业务主要由公司全资下属子公司天光有线承担。

天光有线成立于 2008 年 2 月 14 日，截至 2011 年底，天光有线注册资本金 10000 万元，为公司全资子公司。经营范围包括：数字广播电视网络传输；工程设计安装；有线广播电视网络传输；有线电视、数字器材销售等。

天光有线已完成城区 30 余万户数字电视改造项目，预计全部完成后全市新型数字电视用户将达到 60 万户。

目前数字电视的收费基础价格(不含附件服务和额外的机顶盒)为 24 元/月/台，且收费方式为前行付费。

2011 年公司实现的数字电视业务收入合计为 4403.88 万元，较 2010 年下降 58.72%，2010 年 12 月 30 日，天光有线与辽宁有线电视网络传输有限公司等 16 家单位签订《辽宁省广播电视有线网络联合重组股东投资协议》，天光有线

以其持有的“广播电视有线网络净资产”对北方联合广播电视网络股份有限公司投资，受此影响，天光有线 2011 年数字电视业务收入下降较多。

2009~2011 年，公司公用事业板块业务收入波动下降，年均下降 5.15%，主要是 2011 年数字电视业务收入大幅下降所致。这三年该板块业务盈利指标有所波动，毛利率整体呈下降趋势，2011 年该板块业务的毛利率为 0.34%，盈利能力较弱。

此外，公用事业板块业务的经营多为垄断，且收费方式多为先行支付，该板块业务收入的稳定性较好，且收入实现质量较高。

金融板块业务

公司金融板块业务主要由铁岭银行承担，是目前公司营业收入和利润的核心来源。同时公司下属子公司担保公司经营担保业务。

① 铁岭银行及担保公司情况介绍

铁岭银行是在原铁岭市城市信用社基础上改制成的铁岭市唯一一家地方性股份制银行。

2011 年，铁岭银行对外吸收投资 11.20 亿元，同时，天光有线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，受上述因素影响，公司对铁岭银行的持股比例由 54.95%下降至 24.71%；根据公司与铁岭银行其他相关股东签订的《授权委托书》的有关规定，相关股东授权公司代其行使与其持有的铁岭银行股权相关的全部股东权利（收益权及股权转让除外），上述授权有效期至 2016 年 12 月 31 日，受此影响，截至 2011 年底，公司实际享有铁岭银行表决权比例为 54.62%，公司将铁岭银行纳入 2011 年度合并财务报表的合并范围。同时联合资信关注到：公司与相关股东签订的《授权委托书》有效期至 2016 年底，2017 年以后公司若对铁岭银行不再具有控股权，铁岭银行不纳入合并范围，公司资产和收入将受到较大影响。

近年来，铁岭银行经营规模不断扩大，运

营效率逐渐提高，竞争能力显著增强，社会信誉大幅提升。截至 2011 年底，铁岭银行资产总额、存款余额和贷款余额分别达到了 224 亿元，178 亿元和 119 亿元。不良贷款率由 2008 年的 3.48% 降至 1.34%，资本充足率达到 15.7%，拨备覆盖率达到 300.64%，其他监管指标都在监管部门规定的安全区域内运行。

铁岭银行结合自身的资源优势，注重中间业务的发展，同时承担地方财政的结算业务。

担保公司系由铁岭财政信用担保局于 2007 年 4 月 26 日出资设立的国有独资公司，担保公司设立时的实收资本为 2000 万元。2009 年 3 月 26 日，根据铁岭市财政局铁市财发[2009]51 号《关于铁岭公共资产投资运营有限公司投资铁岭中小企业信用担保有限公司及资产无偿划转的批复》的批准及本公司与铁岭市中小企业信用担保中心签订的增资扩股协议书的相关规定，公司以货币方式向担保公司注资 1050 万元，以实物方式向担保公司注资 6950 万元。至此，担保公司实收资本 10000 万元，其中公司出资 8000 万元，占其实收资本的 80%。

② 金融板块业务经营情况

2009~2011 年，公司银行业务收入年均复合增长 26.14%，2011 年为 10.71 亿元。近三年，公司银行业务盈利水平较高，三年毛利率均值为 45.85%，2011 年为 47.23%。

2011 年，担保公司实现担保业务 111 笔，在保责任余额 66 笔 18853 万元，实现收入 274.38 万元。

房地产板块业务

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（2010 年 5 月由辽宁金鼎置业有限公司更名而来），2010 年 9 月，子公司天信公司成立子公司铁岭天信房地产开发有限公司负责房地产开发业务。

截至 2011 年底，公司房地产建设完成的项目主要有：水木华园二期工程、日鑫大厦项目、金峰小镇一期工程。

2011 年，公司房地产业务实现收入 2.44 亿

元，实现毛利率 38.18%。

综合来看，2009~2011 年公司营业收入增长较快，年均复合增长 36.57%，三年综合毛利率呈波动上升趋势，2011 年为 36.55%，盈利水平较高。

尽管公司自营能力逐步提升，但面对庞大的市政建设资本支出需求，自营带来的自有资金仍显不足，因此大量的市政建设资金仍来源于市财政构成的开发基金和公司财政补贴收入，2009~2011 年公司获得专项补贴收入合计达到 13.76 亿元，该部分资金也是构成公司利润的主要来源。

3. 公司未来发展

① 公司未来发展规划

公司将严格按照国家及地方产业发展指导思想与政策法规，积极探索有效的公共资产运营体制和投融资方式，整合地区公用事业资产，通过多元化融资方式完成项目开发，逐步形成以公共产品为支柱、资本运营为纽带的多元化的资产运营公司。同时，以市场化运作盘活国有资产，确保实现公共资产保值、增值。通过建立和完善现代企业制度，全力将公司打造和建设成高效的公共资产投资运营平台，推进资产重组，化解金融风险，盘活存量资产，加快公共资产流动。

② 公司未来自营情况

未来随着公司对地区公共资产整合的逐步到位，以及公司对现已划入的公共经营性资产的开发，公司将逐步形成包括：以供水、供热、数字电视构成的公用事业板块业务；以铁岭银行和各类非银行的金融机构构成的金融板块业务；以沈铁工业走廊构成的科技园区开发板块业务；以及地区基础设施建设中开发的土地资源所形成的地产板块业务等。

随着以上业务板块的确立和发展，公司自身盈利能力也将随之增强，但鉴于公司承担了较多公益类基础设施投资职能，预计未来一段时间内公司盈利还仍将主要依靠开发基金收

入。

③ 公司未来投融资

公司未来主要参与建设的项目包括：沈铁城际铁路建设项目、铁岭市沙子沟、靠山屯保障性住房建设项目、物流园基础设施建设项目、机动车交易建设工程。

以上项目总投资约50.43亿元，其中银行贷款6.65亿元，发行企业债筹资12亿元，财政2.35亿元，其余29.43亿元主要依靠公司自筹解决。以上项目预计在2014年前完工，目前，已落实资金9.52亿元，2012年公司计划投资16.64亿元，公司未来资本支出压力较大。

从公司对外融资压力看，截至2011年底，以上项目已落实的资金合计为6.65亿元，占项目总投资的13.19%。整体看，公司资金落实情况一般，未来的融资压力较大。

从公司举债融资情况看，根据上述项目资金分配方案，公司未来举债资金约为18.65亿元，除截至2011年底以上项目已举债的资金合计约6.65亿元，未来实际还需新增12亿元债务，为发行企业债券融资所得。

整体看，未来12亿元的新增债务将加重公司现有债务负担，但公司债务负担将仍处于合理范畴。

五、财务分析

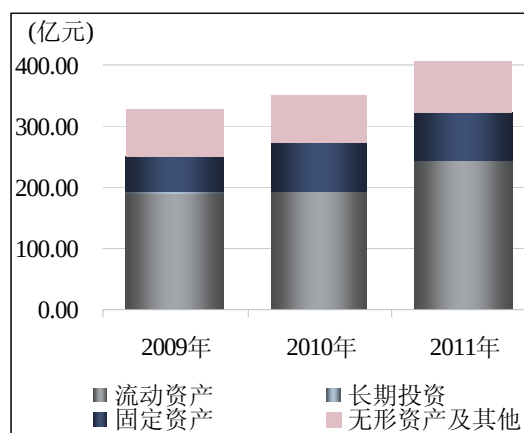
公司提供了 2009~2011 年经由华普天健会计师事务所连审的标准无保留意见审计结论的财务合并报表。公司除铁岭银行以外的其他子公司执行《企业会计制度》及其相关规定。公司控股子公司铁岭银行执行企业会计准则和《金融企业会计制度》及其相关规定。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 404.75 亿元，所有者权益 115.04 亿元；2011 年实现营业收入 21.30 亿元，利润总额 6.44 亿元。

1. 资产质量

2009~2011 年，随着合并范围的增加以及业务规模的扩大，公司总资产规模快速增长，年复合增长率为 11.25%，2011 年底为 404.75 亿元。公司资产以流动资产为主，2010 年随着固定资产占比的提高，流动资产占比呈现下降趋势，自 2009 年底的 58.72%下降至 2010 年底的 54.96%；2011 年随着货币资金和贷款和垫款的大幅增加，流动资产比重上升至 60.08%。

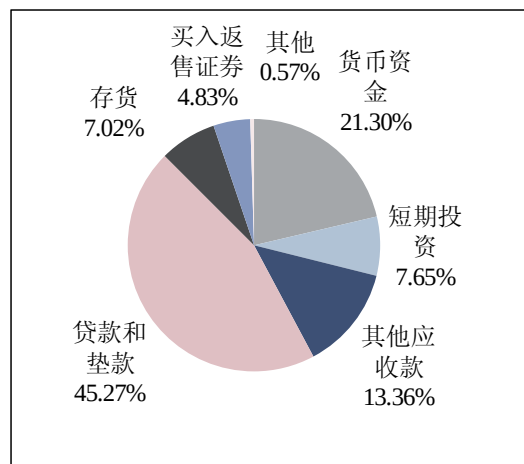
图3 公司近三年资产结构变化情况



资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司流动资产为 243.18 亿元，主要由货币资金、短期投资、其他应收款、贷款和垫款以及存货构成，分别占流动资产总额的 21.30%、7.65%、13.36%、45.27%和 7.02%。

图4 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司货币资金为 51.79 亿元，其中 46.71 亿元为铁岭银行缴存到中国人民银行的存款准备金；公司短期投资 18.61 亿元，均为子公司铁岭银行在银行间债券市场购入的国债和央票等；公司应收账款规模小，2011 年底为 0.33 亿元。

2009~2011 年，公司其他应收款增长较快，主要是公司与铁岭市财政局、铁岭县资产经营公司之间往来款增加所致，截至 2011 年底，公司其他应收款余额为 32.49 亿元。从账龄分布上来看，1 年以内的占 73.62%，1~2 年以内占比为 21.61%，2~3 年以内占比 4.08%，3 年以上的占 0.69%。2011 年其他应收款计提坏账准备 0.24 亿元，计提比例为 0.73%。

2009~2011 年，随着铁岭银行的发展，公司贷款和垫款余额实现较快增长，年均增长 20.79%，截至 2011 年底为 110.09 亿元，其中短期贷款 78.08 亿元，中长期贷款 27.15 亿元。公司计提贷款损失准备 4.96 亿元，计提比例为 4.31%。

公司存货主要为在建的代建项目和房地产开发项目（反映在开发成本），2011 年底存货净额为 17.08 亿元，其中 90.40%为开发成本。公司存货变现能力一般。

截至 2011 年底公司固定资产净额 40.21 亿元，主要由房屋建筑物（占 85.03%）、机械设备（占 9.97%）构成；随着债券融资资金到位，公司承担的建设项目增加，公司在建工程增长较快，2009~2011 年年均增长 33.86%，2011 年底为 37.52 亿元，主要为专用车基础设施建设工程、铁岭至沈阳轻轨工程、物流园基础设施建设工程等。

公司无形资产主要为土地使用权，2011 年底无形资产及其他资产合计 78.03 亿元，99.94%为土地使用权。

剔除铁岭银行的资产，2011 年底，公司的资产规模约为 196.60 亿元。资产结构以固定资产（占 36.44%）和无形资产及其他资产（占 33.59%）为主；公司流动资产占比为 26.82%，

以其他应收款为主，资产的流动性较差。

综上所述，2009~2011 年，公司合并资产增长较快，合并资产在规模、结构以及流动性上易受铁岭银行资产的影响。公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

2009~2011 年，公司所有者权益年复合增长 4.24%，主要得益于未分配利润的增长。2011 年底，公司所有者权益合计 115.04 亿元，其中实收资本占 17.47%，资本公积占 63.16%，盈余公积和未分配利润分别占 1.99%和 17.46%，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2011 年底，公司资本公积为 72.67 亿元，主要为公司收到的铁岭市政府及铁岭财经公司划转的房产、土地使用权以及子公司股权等资产。

2009~2011 年，公司负债结构变化较小，其中流动负债占比分别为 83.35%、83.88%和 86.84%，流动负债占比略有上升，主要是公司客户存款增加以及其他流动负债中贴现负债增加所致。截至 2011 年底，公司负债合计 268.42 亿元，以流动负债为主。

截至 2011 年底，公司流动负债 233.09 亿元，以客户存款（占 75.92%）、其他应付款（占 7.85%）、其他流动负债（占 6.46%）为主。

2009~2011 年，随着铁岭银行的发展，公司客户存款增长较快，年均增长 10.78%，2011 年底为 176.97 亿元。

截至 2011 年底，公司应付票据为 6.71 亿元，为银行承兑汇票。

2009~2011 年，公司其他应付款增长快速，年均增长 106.43%，主要是公司增加与控股股东之间的往来款，2011 年为 18.30 亿元，其中有应付控股股东铁岭财经公司款项 7.12 亿元，占应付款余额的 38.91%。

公司长期负债主要由长期借款和应付债券构成，截至 2011 年底，公司长期负债为 35.33 亿元，其中长期借款占 39.46%，应付债券占

59.33%。

2009~2011 年底，公司资产负债率指标基本保持稳定，2011 年底为 66.32%，公司全部债务资本化比率指标由 2009 年的 64.07%下降至 62.51%（注：全部债务资本化比率中，全部债务为有息债务=短期借款+向中央银行借款+同业和其他金融机构存放款项+应付票据+拆入资金+客户存款+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券）。

由于存款计入铁岭银行负债，存贷款比率是商业银行信贷安全运营的主要指标，因此铁岭银行的金融运营体制对公司债务指标存在影响。剔除铁岭银行负债和权益，截至 2011 年底，公司债务合计约为 80.47 亿元，其中流动负债占 51.21%；长期负债占 48.79%，负债结构较合理。流动负债中，短期有息债务合计（短期债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债）15.99 亿元。2011 年底公司长期有息债务合计（长期债务=长期借款+应付债券）38.83 亿元。截至 2011 年底，剔除铁岭银行公司实际有息债务合计（短期债务+长期债务）54.82 亿元。截至 2011 年底，剔除铁岭银行，公司全部债务资本化比率指标约为 32.07%。

综合上述，公司负债在规模和结构上易受铁岭银行负债的影响。公司实际的债务水平较低，债务负担较轻。

3. 盈利能力

受合并范围增加及业务规模扩大影响，公司营业收入增长较快，年均增长36.55%。2011 年，公司实现营业收入21.30亿元，主要为金融板块业务收入、建设项目收入、公共事业板块收入、房地产收入等，其中，金融板块业务收入2011年实现10.71亿元，占50.28%，是公司目前的核心业务收入。

从公司盈利能力看，2009~2011年，受铁岭银行营业利润率和房地产业务营业利润率上升影响，近三年公司营业利润率整体呈波动上升趋势，2011年营业利润率达到32.64%，公司

营业盈利能力较好。

2009~2011年，公司营业利润分别为-0.80亿元、2.35亿元和0.40亿元。此外，2009~2011年，公司获得政府补贴4.65亿元、3.60亿元和5.96亿元，上述财政补助主要系铁岭市财政局拨付的项目款。在补贴收入的有利补充下，2009~2011年，公司利润总额分别达到3.86亿元、6.27亿元和6.44亿元，公司利润规模受财政补贴影响较大。

从主要盈利指标看，近三年公司营业利润率波动变化，从2009年的30.34%上升至2011年的32.64%；受净利润波动逐年增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率逐年上升，2011年分别为3.17%和4.55%，但仍处于较低水平。

4. 现金流

经营活动方面，受铁岭银行的影响，公司经营现金流量以金融业务资金流动为主。2009~2011年，公司经营活动产生的现金流入量波动较大，年均增长11.41%，2011年，公司经营活动产生的现金流入量为84.85亿元，较2010年增长115.04%，主要是客户存款及存放同业款净增加额增加31.58亿元所致；受客户存款大幅增加、存放同业净增加额减少及往来款净额流入大幅增加影响，公司经营活动产生的现金流量净额由2010年的净流出转为净流入，2011年为22.78亿元。从收入质量看，2011年，公司现金收入比为105.60%，较2010年的112.27%有一定幅度下降；剔除铁岭银行，2011年，公司现金收入比为103.97%，较2010年的130.40%有较大幅度下降。

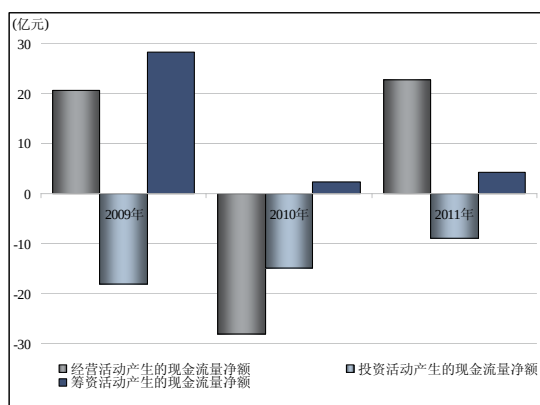
从投资活动来看，2009~2011年公司投资活动现金流入规模很小。公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，2009~2011年，公司投资活动产生的现金流出分别为18.12亿元、15.27亿元和9.42亿元。相应地表现为2009~2011年公司投资活动产生的净流出分别为-18.12亿元、-14.92亿元和-8.85亿元。

考虑到公司经营活动现金流主要为铁岭银行各项存贷款现金流，剔除铁岭商业，2009~2011年，公司筹资前现金流量净额分别为-19.2亿元、-7.65亿元和2.38亿元，公司实际存在较大对外筹资压力。

随着投资规模的不断扩大，公司资金需求也相应增加。公司融资主要来自吸收权益性投资、银行借款和发行债券。2009~2011年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为28.22亿元、2.38亿元和4.24亿元。

综合来看，2009~2011年由于铁岭银行的并入，公司合并报表中反映的经营活动现金流较充沛，但实际可动用于投资建设的资金较少，随着公司投资职能的扩大，公司对外筹资压力逐步增大。

图5 2009~2011年公司现金流状况



资料来源：公司审计报告。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011年底，公司流动比率和速动比率呈波动变化，三年均值分别为102.98%和95.16%，2011年底两项指标分别为104.33%和97.00%。公司两项指标偏低，主要是由于铁岭银行业务结构中活期存款占比较大，以及铁岭银行经营特性（存款大于贷款）所致。

剔除铁岭银行的资产和负债，2011年底公司流动比率和速动比率分别为127.93%和86.09%，加之公司实际短期债务规模较大（截至2011年底，公司实际短期债务余额为15.99亿元），公司实际短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2009~2011年公司EBITDA利息保护倍数指标偏高，主要是由于利息支出未包含资本化部分，因此该指标数据参考价值较低。从全部债务偿付能力看，剔除铁岭银行的各项拆入和存款资金，2011年底公司实际全部债务为54.82亿元，全部债务/EBITDA为7.76倍，公司整体偿付能力一般。

此外，根据铁岭市人民政府铁政办[2007]56号文和铁政函[2008]8号文件精神，公司偿债资金主要来源于开发基金，这将进一步减小公司债务偿付压力。

七、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期拟发行公司债券12亿元，占2011年底公司全部债务的4.47%；剔除铁岭银行，本期债券占公司全部债务的21.89%。本期债券的发行对公司现有债务影响较大。

截至2011年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为62.51%和66.32%；以2011年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期公司债券发行后，全部债务资本化比率和资产负债率分别上升为63.71%和67.29%。剔除铁岭银行，截至2011年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为32.07%和40.93%，本期公司债券发行后，全部债务资本化比率和资产负债率分别上升为36.52%和44.33%。公司债务负担进一步加重，但仍处于合理范围。

2. 本期公司债券偿债能力分析

2009~2011年，公司EBITDA均值为7.53亿元，2011年为8.06亿元，分别为本期债券拟发行额度的0.63倍和0.67倍，公司EBITDA对本期债券覆盖程度一般。

2009~2011年，公司经营活动产生的现金流量流入量均值为67.94亿元，2011年为84.85亿元，分别为本期债券拟发行额度的5.66倍和7.07倍；2009~2011年，公司经营活动现金流量净额均值为7.09亿元，2011年为22.78亿

元，分别为本期债券发行额度的 0.59 倍和 1.90 倍。鉴于公司下属铁岭银行金融业务的特殊性，剔除铁岭银行经营活动现金流后，公司（合并）经营活动现金流入三年均值及 2011 年值分别为 30.47 亿元和 36.67 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 2.54 倍和 3.06 倍；公司（合并）经营活动现金流入净额三年均值及 2011 年值分别为 7.67 亿元和 11.66 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.64 倍和 0.97 倍。公司经营现金流量流入量对本期债券的保障能力尚可。

同时考虑到，本期债券募集资金投资项目为保障房建设项目，建设期两年，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 206435.30 万元，可有效覆盖项目开发建设成本；此外，本期债券设置本金分期偿还条款，即于本期债券存续期的第 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），有效降低了本金集中偿付风险。综合来看，本期公司债券到期不能偿还的风险低。

八、综合评价

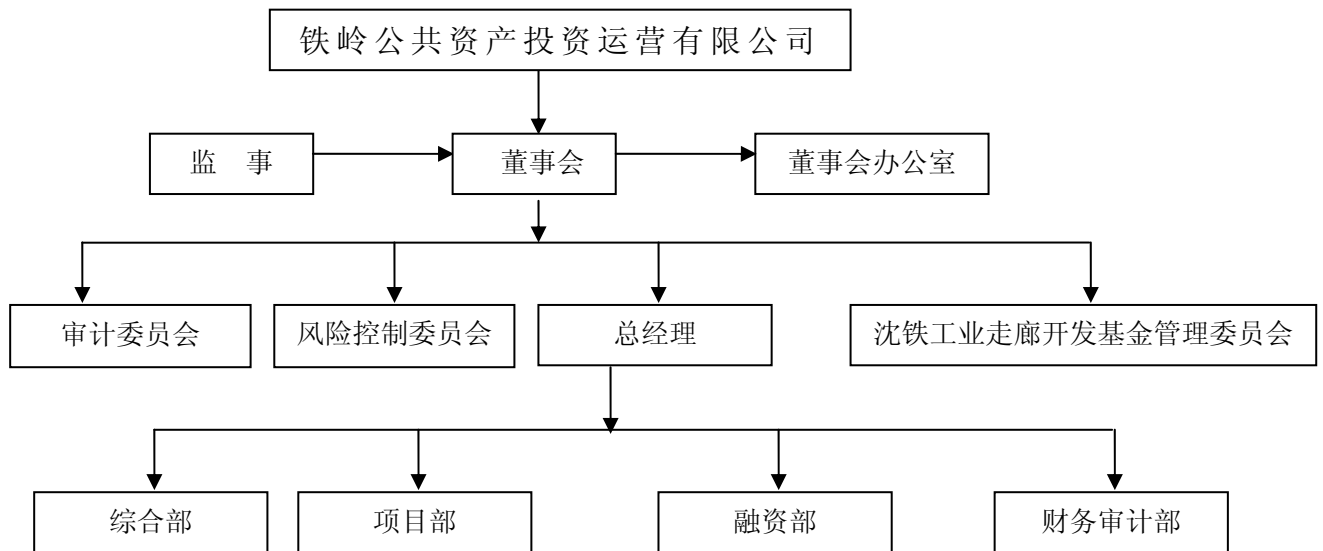
近年来，铁岭市区域经济发展快速，财政实力逐年增强，地方政府债务水平适中，为公司未来发展提供了良好的外部环境。

公司作为铁岭市政府参与基础设施和公用事业建设的主体，在区域垄断经营和政府支持等方面优势显著。公司主要通过经营城市公用事业、金融、房地产三大板块业务，以及运营由地方财政收入构成的沈铁工业走廊开发基金（简称“开发基金”）来加强资金筹措能力。

近几年，公司资产增长快速，公司实际负债水平较低，债务负担较轻，随着未来投资建设的加大，对外融资需求有望增加。但考虑到公司偿债资金主要来源于开发基金，实际偿债压力较小。

本期债券无担保。本期债券设置本金分期偿还条款，有效降低了本金集中偿付风险。联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 铁岭公共资产投资运营有限公司组织结构图



附件 2-1 2009~2011 年底资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	403110.05	432147.66	517915.55	13.35
短期投资	117265.69	90634.93	186082.02	25.97
拆出资金		8000.00		
应收票据				
应收股利				
应收利息	2508.28	4682.20	1943.47	-11.98
应收账款	2594.15	6245.60	3323.19	13.18
其他应收款	233580.30	245260.41	324926.19	17.94
预付账款	16714.57	16048.97	8411.39	-29.06
买入返售证券	264550.00	15000.00	117447.55	-33.37
贷款和垫款	754548.87	931431.95	1100863.07	20.79
存货	125221.09	181628.61	170782.05	16.78
待摊费用	203.71	224.09	112.47	-25.69
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	1920296.69	1931304.42	2431806.95	12.53
长期投资				
长期股权投资	2824.42	3254.31	13001.08	114.55
减：投资风险准备				
长期贷款及投资合计				
固定资产				
固定资产原值	387144.47	510523.96	444836.61	7.19
减：累计折旧	32050.91	43411.71	42765.95	15.51
固定资产净值	355093.56	467112.25	402070.66	6.41
固定资产清理		278.89	137.17	
工程物资	153.34			
在建工程	209370.88	304667.05	375172.81	33.86
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	564617.77	772058.19	777380.64	17.34
无形资产及其他资产				
无形资产	752501.67	761428.34	780299.50	1.83
长期待摊费用	457.24	907.18	1246.10	65.08
其他长期资产	29505.83	44978.44	43721.26	21.73
无形资产及其他资产合计	782464.73	807313.96	825266.87	2.70
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	3270203.62	3513930.87	4047455.54	11.25

附件 2-2 2009~2011 年底资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债				
短期借款	4310.00	16740.00	16840.00	97.67
向中央银行借款	50000.00			
同业和其他金融机构存放款项	45230.34	1325.34	40017.18	-5.94
应付票据	71100.00	72306.00	67105.00	-2.85
拆入资金				
应付账款	44150.03	30626.48	28502.68	-19.65
预收账款	16505.16	44390.75	43006.56	61.42
卖出回购证券	50000.00			
客户存款	1441919.46	1583184.97	1769664.55	10.78
应付工资			170.73	
应付福利费				
应付利润				
应交税金	-492.60	1684.74	620.82	
其他应付款	56.04	42.44	5.45	-68.82
其他应付款	42936.15	158173.18	182963.75	106.43
预提费用	607.92	625.90	550.16	-4.87
预计负债				
一年内到期的长期负债	20912.86	31201.82	30800.00	21.36
其他流动负债	15611.09	22658.79	150639.38	210.64
流动负债合计	1802846.44	1962960.42	2330886.25	13.71
长期负债				
长期借款	132186.34	151548.52	139430.23	2.70
应付债券	208748.38	209151.09	209553.80	0.19
长期应付款	18442.96	15614.32	3409.26	-57.01
专项应付款	775.22	975.22	902.30	7.89
长期负债合计	360152.90	377289.15	353295.58	-0.96
递延税项				
递延税项贷项				
负债合计	2162999.35	2340249.58	2684181.83	11.40
少数股东权益	48497.62	74591.72	212861.13	109.50
股东权益				
实收资本	201000.00	201000.00	201000.00	0.00
资本公积	726603.75	726646.57	726650.21	0.00
盈余公积	13619.90	17540.24	22883.42	29.62
未分配利润	117483.00	153902.76	200909.85	30.77
未确认投资损失			-1030.90	
股东权益合计	1058706.65	1099089.57	1150412.58	4.24
负债及股东权益合计	3270203.62	3513930.87	4047455.54	11.25

附件 3 2009 年~2011 年利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
一、营业收入	114241.83	186578.43	213025.44	36.55
其中: 营业收入	46943.71	84230.28	105949.31	50.23
利息收入	58413.71	100771.58	106011.51	34.72
金融企业往来收入	7426.66			
手续费收入	1022.84	1040.10	421.20	-35.83
其他营业收入	434.91	536.47	643.41	21.63
二、营业成本	122195.84	163052.80	209053.32	30.80
其中: 营业成本	36188.89	60480.33	78663.69	47.43
利息支出	33319.65	55952.25	56453.787	30.17
金融企业往来支出	4817.26			
手续费支出	58.44	70.65	52.59	-5.14
其他营业支出				
主营业务税金及附加	5194.02	6627.22	8331.64	26.65
提取准备	11458.17			
营业费用	18787.19	20069.36	43827.80	52.74
管理费用	12308.42	15525.09	16011.85	14.06
财务费用	63.81	4327.90	5711.96	846.15
三、营业利润 (亏损以“一”号填列)	-7954.01	23525.63	3972.12	
加: 投资收益 (损失以“一”号填列)	890.50	3510.85	1724.37	39.15
补贴收入	46481.01	36018.63	59573.96	13.21
营业外收入	82.35	275.42	1095.93	264.80
减: 营业外支出	943.74	584.56	1989.89	45.21
四、利润总额 (亏损总额以“一”号填列)	38556.11	62745.96	64376.51	29.22
减: 所得税	2215.81	9199.33	7964.94	89.59
少数股东本期损益	1323.36	13206.53	5092.20	96.16
未确认的本期投资损失			-1030.90	
五、净利润 (净亏损以“一”号填列)	35016.94	40340.10	52350.280	22.27

附件 4-1 2009 年~2011 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	46521.67	109837.32	110154.33	53.88
客户存款及存放同业款项净增加额	401660.33	49940.24	365702.71	-4.58
同业存放及卖出回购金融资产款项净增加额				
向中央银行借款净增加额	50000.00	-50000.00	0.00	
收取利息、手续费及佣金的现金	66739.07	99637.76	114792.42	31.15
收到的税费返还	153.81			
收到的其他与经营活动有关的现金	118553.37	185186.82	257885.81	47.49
经营活动现金流入小计	683628.25	394602.14	848535.27	11.41
购买商品、接受劳务支付的现金	88870.49	101379.47	56840.29	-20.03
贷款及垫款净增加额	177883.64	176978.08	172991.46	-1.38
与中央银行往来现金净额				
同业存放及卖出回购金融资产款项净减少额	38195.34	169532.91	94004.65	21.02
支付利息、手续费及佣金的现金	38195.34	57769.09	50076.07	14.50
支付给职工以及为职工支付的现金	11041.69	10910.98	17704.68	26.63
支付的各项税费	9979.39	14531.92	19134.35	38.47
支付的其他与经营活动有关的现金	87151.34	144225.17	210015.92	55.23
现金流出小计	477310.13	675327.62	620767.42	14.04
经营活动产生的现金流量净额	206318.11	-280725.48	227767.85	5.07
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益收到的现金	0.00	3314.40	3312.16	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	9.16	187.92	2307.11	1487.30
投资活动现金流入小计	9.16	3502.33	5619.26	2377.23
购固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	180411.42	151823.51	94056.10	-27.80
投资支付的现金	800.00	891.27	105.10	-63.75
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
投资活动现金流出小计	181211.42	152714.78	94161.20	-27.92
投资活动产生的现金流量净额	-181202.26	-149212.46	-88541.94	-30.10
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	19032.87	12485.60	117750.00	148.73
发行债券所收到的现金	147695.00			
借款所收到的现金	129550.00	70540.00	32546.60	-49.88
筹资活动现金流入小计	296277.87	83025.60	150296.60	-28.78
偿还债务所支付的现金	5640.80	28458.86	64622.85	238.47
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8343.13	30725.13	43241.78	127.66
支付其他与筹资活动有关的现金	105.75	0.00	0.00	105.75
筹资活动现金流出小计	14089.68	59183.98	107864.63	176.69
筹资活动产生的现金流量净额	282188.19	23841.62	42431.97	-61.22
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	307304.04	-406096.32	181657.88	-23.11

附件 4-2 2009 年~2011 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	35016.94	40340.10	52350.28	22.27
加: 少数股东本期损益	1323.36	13206.53	5092.20	96.16
减: 未确认的投资损失			1030.90	
计提的资产减值准备	48.03	-358.24	19128.92	1895.59
计提存放拆放坏账准备				
计提贷款呆账准备净额	11458.17			
固定资产折旧	11346.44	11371.14	8967.73	-11.10
无形资产摊销	4107.17	1757.68	1038.78	-49.71
长期待摊费用摊销	91.53	197.16	640.71	164.58
待摊费用减少(减: 增加)	-78.30	-20.38	111.61	
预提费用增加(减: 减少)	2.57	17.98	-75.74	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	36.65	-29.88	278.96	175.89
固定资产报废损失	281.84			
财务费用	122.90	4674.06	5573.64	573.42
投资损失(减: 收益)	-890.50	-3510.85	-1724.37	39.15
递延税款贷项(减: 借项)				
存货的减少(减: 增加)	-85318.51	-56407.52	15777.42	
经营性应收项目的减少(减: 增加)	-277562.18	-370547.71	-248891.60	-5.31
经营性应付项目的增加(减: 减少)	506332.00	78584.43	370530.22	-14.46
其他				
经营活动产生的现金流量净额	206318.11	-280725.48	227767.85	5.07

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	44.04	42.21	44.53	43.73
存货周转次数(次)	0.59	0.76	0.77	0.73
总资产周转次数(次)	0.03	0.06	0.06	0.05
现金收入比(%)	99.14	112.27	105.60	106.31
盈利能力				
营业利润率(%)	30.34	34.01	32.64	32.59
总资本收益率(%)	2.28	2.71	3.17	2.85
净资产收益率(%)	3.31	3.67	4.55	4.04
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	24.94	26.07	25.06	25.34
全部债务资本化比率(%)	28.31	29.07	32.07	32.89
资产负债率(%)	66.14	66.60	66.32	66.37
偿债能力				
流动比率(%)	106.51	98.39	104.33	102.98
速动比率(%)	99.57	89.13	97.00	95.16
经营现金流动负债比(%)	11.44	-14.30	9.77	2.88
全部债务/EBITDA(倍)	9.43	11.00	7.76	9.06
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.36	-0.13	0.04	-0.09
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.45	0.67	0.67	0.63
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.70	3.29	7.07	5.66
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.72	-2.34	1.90	0.59
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.21	-3.58	1.16	-0.45

注：短期债务、全部债务、全部债务资本化比率、全部债务/EBITDA、筹资前现金流量净额债务保护倍数等指标为剔除铁岭银行数据后计算得出。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 + 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

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

企业执行旧会计准则, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益

附件 7 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。

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 2012 年度 12 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

铁岭公共资产投资运营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。铁岭公共资产投资运营有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注铁岭公共资产投资运营有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现铁岭公共资产投资运营有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如铁岭公共资产投资运营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期企业债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送铁岭公共资产投资运营有限公司、主管部门、交易机构等。

