

跟踪评级公告

联合[2017]1215号

铁岭新城投资控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

铁岭新城投资控股股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”

铁岭新城投资控股股份有限公司公开发行的“14 铁岭债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年七月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

铁岭新城投资控股股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：A+

上次评级结果：AA-

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

| 债券简称 | 债券待偿本金 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|--------|---------|-----------|--------|--------|-----------|
| 14 铁岭债 | 0.71 亿元 | 5 年 (3+2) | AA | AA | 2016.6.27 |

跟踪评级时间：2017 年 7 月 24 日

担保方：铁岭财政资产经营有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

主要财务数据

发行人：

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 17 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元) | 63.02 | 63.79 | 64.03 |
| 所有者权益 (亿元) | 32.44 | 30.04 | 29.70 |
| 长期债务 (亿元) | 17.62 | 15.41 | 20.17 |
| 全部债务 (亿元) | 25.57 | 28.65 | 30.12 |
| 营业收入 (亿元) | 0.34 | 0.21 | 0.04 |
| 净利润 (亿元) | -1.79 | -2.40 | -0.34 |
| EBITDA (亿元) | -1.51 | -1.93 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 1.05 | -2.99 | -0.49 |
| 营业利润率 (%) | 1.32 | -33.83 | -56.63 |
| 净资产收益率 (%) | -11.06 | -7.70 | -1.15 |
| 资产负债率 (%) | 48.52 | 52.91 | 53.62 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 44.08 | 48.82 | 50.35 |
| 流动比率 (倍) | 4.68 | 3.29 | 4.30 |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | -0.06 | -0.07 | -- |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | -0.74 | -0.91 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | -2.13 | -2.74 | -- |

担保方：

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 |
|------------|--------|--------|
| 资产总额 (亿元) | 716.73 | 778.67 |
| 所有者权益 (亿元) | 192.87 | 192.50 |
| 营业收入 (万元) | 27.04 | 23.80 |
| 净利润 (万元) | 1.07 | 0.26 |
| 资产负债率 (%) | 73.09 | 75.28 |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；公司 2017 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，铁岭新城投资控股股份有限公司（以下简称“公司”或“铁岭新城”）仍然为铁岭新城区唯一一家土地一级开发主体，公司所处铁岭市经济不景气，政府一般预算收入降幅较大，外部发展环境较差；公司受铁岭房地产市场发展缓慢影响，2016 年仍未实现土地出让，净利润亏损规模扩大，债务负担进一步加重，经营性净现金流恶化，整体偿债能力较弱。

“14 铁岭债”由铁岭财政资产经营有限公司（以下简称“铁岭经营”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，铁岭经营资产规模较大，铁岭经营的担保对“14 铁岭债”的信用状况有积极作用。

综上，联合评级对公司主体信用等级由“AA-”下调至“A+”，评级展望为“稳定”。同时联合评级维持“14 铁岭债”的信用等级为“AA”。

优势

1. 2016 年，公司在铁岭市新城区的土地资源获取上有一定的优势。

2. 2016 年，本次债券的担保方铁岭财政资产经营有限公司资产规模仍较大，其担保对“14 铁岭债”到期还本付息具有积极作用。

关注

1. 2016 年，铁岭市经济仍不景气，一般预算收入降幅较大，政府债务率仍较高，公司外部发展环境较差；铁岭房地产市场景气度仍较差，导致公司全年仍无土地开发收入。

2. 2016 年，公司子公司公共事业公司仍不具备盈利能力；汽车租赁业务受政府公务用车改革，该板块收入大幅下降；公司盈利能力仍很弱，净利润持续亏损。

3. 2016 年，公司债务规模增长较快，债务负担进一步加重，其中短期债务增加较多，

短期债务偿付压力加大。

4. 2016 年, 公司所有者权益稳定性偏弱, 经营活动现金流状况较差。

分析师

高 鹏

电话: 010-85172818

邮箱: gaop@unitedratings.com.cn

叶维武

电话: 010-85172818

邮箱: yeww@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

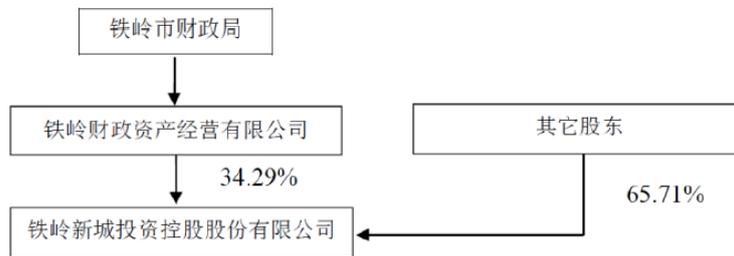


联合信用评级有限公司

一、主体概况

铁岭新城投资控股股份有限公司（以下简称“公司”或“铁岭新城”）原为四川中汇医药（集团）股份有限公司（以下简称“中汇医药”）。2009年7月，中汇医药向其第一大股东成都迈特医药产业投资有限公司（以下简称“迈特医药”）的控股股东四川怡和企业（集团）有限公司（以下简称“怡和集团”）以1.48亿元价格出售其全部资产和负债；中汇医药与铁岭财政资产经营有限公司（以下简称“铁岭经营”）、北京京润蓝筹投资有限公司（以下简称“京润蓝筹”）、罗德安、付驹、北京三助嘉禾投资顾问有限公司（以下简称“三助嘉禾”）签署了《发行股份购买资产协议书》，中汇医药向铁岭经营、京润蓝筹、三助嘉禾、罗德安、付驹非公开发行股份购买其持有的铁岭财京投资有限公司（以下简称“铁岭财京”）100%的股权。2011年9月9日，中汇医药以10.23元每股价格，非公开发行25,200.39万股，购买铁岭经营、京润蓝筹、罗德安、付驹、三助嘉禾共同持有的铁岭财京股权，此次交易完成后，中汇医药控股股东为铁岭经营。2011年12月30日，中汇医药更名为“铁岭新城投资控股股份有限公司”。2012年1月，经深交所核准，中汇医药股票简称更名为“铁岭新城”，股票代码仍为“000809.SZ”，所属行业由“医药、生物制品”变更为“公共设施服务业”。2015年10月20日，公司实施了2015年半年度权益分派，以公司当时总股本54,986.09万股为基数，向全体股东每10股送红股5股，分红后总股本增至82,479.13万股。截至2016年底，铁岭经营直接持有公司28,285.75万股，持股比例为34.29%，为公司第一大股东，公司实际控制人为铁岭市财政局（如下图所示）。

图1 截至2016年底公司股权结构



资料来源：公司提供

2016年，公司仍是辽宁省铁岭市新城区唯一的城市综合运营商，受铁岭市政府委托和授权负责铁岭市新城区土地一级开发以及市政基础设施的建设、运营工作，公司主营业务和组织结构未发生变更。

截至2016年底，公司下辖子公司仍然为铁岭财京、铁岭财京公用事业有限公司（以下简称“公用事业公司”）、铁岭财京传媒有限公司（以下简称“传媒公司”）和铁岭财京汽车租赁有限公司（以下简称“汽车租赁公司”），合并范围未发生变化。截至2017年3月底，公司共有员工166人。

截至2016年底，公司合并资产总计63.79亿元，负债合计33.75亿元，所有者权益30.04亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016年，公司实现营业收入0.21亿元，净利润-2.40亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额为-2.99亿元，现金及现金等价物净增加额-1.80亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总计64.03亿元，负债合计34.33亿元，所有者权益29.70亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017年1~3月，公司实现营业收入0.04亿元，净利润-0.34

亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额为-0.49 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.42 亿元。

公司注册地址：铁岭市凡河新区金沙江路 12 号；法定代表人：隋景宝。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可【2013】1595 号文核准批复，公司于 2014 年 3 月 6 日发行公司债券募集资金 10 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券票面利率为 8.45%，在债券存续期前 3 年固定不变。本次债券已于 2014 年 7 月 7 日上市（债券简称：“14 铁岭债”，债券代码：“112199.SZ”）。截至 2016 年底，本次债券募集资金已按照募集用途使用完毕。

2017 年 3 月 6 日，公司按照本次债券募集说明书中设定的回售条款，投资者将部分债券回售给公司，回售数量为 929.27 万张，回售金额为 10.08 亿元（包含利息 0.85 亿元），剩余待偿本金 0.71 亿元。

因公司 2015 年、2016 年连续两年亏损，深交所根据《证券法》、《深圳证券交易所公司债券上市规则（2015 年修订）》等规定，于 2017 年 4 月 26 日对公司做出了《关于铁岭新城投资控股股份有限公司 2014 年公司债券暂停上市的决定》（深证上【2017】272 号）；根据该决定，本次债券已于 2017 年 5 月 5 日起正式在深交所暂停上市。

铁岭财政资产经营有限公司为本次债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

1. 土地开发

（1）开发模式

由于城市人口增加和社会经济活动不断发展，人们对城市土地的需求不断扩大，而可供城市利用的土地又非常有限。同时，由于具有特定用途的土地非常稀缺，所以，必须科学规划和布局，以合理、高效、经济的开发利用土地。目前土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式比较普遍，近期可能存在机会，但长远来看，发展空间越来越窄。政府主导可能会更加关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。

模式二：完全政府控制模式，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应，形成了“统一规划、统一征地、统一开发、统一出让、统一管理”的“五统一”格局。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。广州市成功的前提在于其土地开发实施较早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

模式三：政府和法定机构协作模式，以上海市和苏州市为代表。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，“一个渠道进水、一个水池蓄水、一个龙头出水”，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

模式四：政府主导、市场化运作模式，以北京市为代表。政府“抓两头”，即控制土地储备计划和供应计划；“放中间”，即充分利用社会力量实施土地一级开发。其背景在于北京市城市规模巨大，政府无法垄断一级开发市场。

根据国土部 2010 年 9 月 10 日发文明确要求，在 2011 年 3 月底前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务的机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事土地一级市场开发。这意味着由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。这种模式中，政府根据土地市场调查确定土地需求状况，以招拍挂方式将拟开发的土地按照“熟地”出让，提前确定土地使用权受让人，并由土地使用权受让人分期支付土地受让价款用于土地一级开发。政府通过招标等方式确定具备资格的企业，在土地出让合同规定的期限内将出让的土地开发为符合土地受让人要求的条件（熟地），土地开发完成经验收合格后，政府与土地受让人正式移交土地。由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力。

（2）融资模式

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时转让不出去时，土地就会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进”土地，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

表 1 土地一级开发融资来源对比情况

| 融资方式 | 现状（在全部资金来源中的比重） | 趋势（在全部资金来源中的比重） |
|--------|-----------------|-----------------|
| 财政拨款 | 比重很小 | 增长空间有限 |
| 银行贷款 | 比重很大 | 有所减小 |
| 吸收直接投资 | 占有一定比重 | 增长空间有限 |
| 发行股票 | 比重很小 | 增长空间有限 |
| 发行债券 | -- | 增长空间较大 |
| 商业信用 | 占有一定比重 | 有所减少 |
| 基金、信托等 | 比重很小 | 增长空间很大 |

资料来源：联合评级整理

从上表可以看出，目前土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过发行债券和基金、信托等方式筹集资金有望渐成趋势。融资能力是对土地一级开发的关键要素，资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

（3）竞争格局

一级土地开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开始市场的低迷，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发

市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

(4) 行业关注

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发上面临亏损风险。而《物权法》通过，进一步加大了拆迁成本。

长期占用大量资金

对于只是用于储备的土地，经土地储备中心验收后，由其用自有资金偿付给开发商，欠款风险加大。如果拆迁工作不顺利，也会推迟整个项目的完工时间。

政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

一级开发不具备可复制性，制约企业的快速成长

一级开发太靠近政府，各市、区情况差异很大，前景看好的地块基本被瓜分，因此不具备可复制性。即使一级市场完全招拍挂，如果企业不同当地政府长期磨合，进行充分调研，那么，企业在短暂的招标期内也很难做出正确判断，高质量的实施方案更无从谈起。一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，资本规模较小的企业，很难同时进行多个一级开发项目。

2. 区域经济

根据《2017年铁岭市政府工作报告》数据显示，2016年，铁岭市地区生产总值为560亿元，较上年下降24.42%；全年完成固定资产投资总额122亿元，较上年下降69.30%。

2016年，铁岭市全是地方综合财力196.00亿元（地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）），较上年下降0.30%，其中一般公共预算收入46.43亿元，较上年下降7.66%，降幅较大，主要受区域环境、产业结构及财税改革影响较大；转移支付和税收返还收入140.03亿元，较上年增长12.37%，占地方综合财力的比重为72.14%，占比较上年上升8.75个百分点；国有土地使用权出让收入为7.64亿元，较上年下降61.16%，主要系土地市场不景气所致。

表2 2016年铁岭市地方政府债务余额及综合财力情况（单位：亿元）

| 地方债务（截至2016年底） | 金额 | 地方财力（2016年） | 金额 |
|-----------------------|---------------|-----------------------|---------------|
| （一）直接债务余额 | 171.27 | （一）地方一般公共预算收入 | 46.43 |
| 1、外国政府贷款 | 0.08 | 1、税收收入 | 34.52 |
| 2、国际金融组织贷款 | 0.01 | 2、非税收入 | 11.91 |
| 3、国债转贷资金 | -- | （二）转移支付和税收返还收入 | 140.03 |
| 4、农业综合开发借款 | -- | 1、一般性转移支付收入 | 82.03 |
| 5、解决地方金融风险专项借款 | -- | 2、专项转移支付收入 | 51.69 |
| 6、国内金融机构借款 | 24.88 | 3、税收返还收入 | 6.30 |
| （1）政府直接借款 | -- | （三）国有土地使用权出让收入 | 7.64 |
| （2）由财政承担偿还责任的融资平台借款 | 24.88 | 1、国有土地使用权出让金 | 7.20 |
| 7、债券融资 | 25.15 | 2、国有土地收益基金 | 0.39 |
| （1）中央代发地方政府债券 | 4.15 | 3、农业土地开发资金 | 0.05 |
| （2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资 | 21.00 | 4、新增建设用地有偿使用费 | -- |
| 8、粮食企业亏损挂账 | -- | （四）预算外财政专户收入 | 1.90 |
| 9、向单位、个人借款 | -- | | -- |
| 10、拖欠工资和工程款 | -- | | -- |

| | | | |
|----------------------------|--------|------------------------|--------|
| 11、其他 | 12.12 | | -- |
| (二)担保债务余额 | 2.33 | | -- |
| 1、政府担保的外国政府贷款 | -- | 补充资料: | -- |
| 2、政府担保的国际金融组织贷款 | -- | (五)公共财政收入 | 87.07 |
| 3、政府担保的国内金融机构贷款 | 2.30 | (六)政府性基金收入 | 27.46 |
| 4、政府担保的融资平台债务融资 | -- | (七)预算外财政专户收入 | 1.77 |
| 5、政府担保向单位、个人借款 | -- | 1、上级补助收入 | -- |
| 6、其他 | 0.03 | 2、上年结余收入 | -- |
| 地方政府债务余额=(一)+(二)×50% | 172.43 | 地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四) | 196.00 |
| 债务率=(地方政府债务余额/地方综合财力)×100% | | | 87.98% |

资料来源：铁岭市财政局提供，联合评级整理。

地方债务方面，截至 2016 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 171.27 亿元，担保债务为 2.33 亿元，地方债务余额 172.43 亿元，地方政府债务率为 87.98%，政府债务率较上年有所上升，政府债务率较高。

总体看，受东北整体经济环境萎靡，2016 年铁岭市经济仍不景气，一般预算收入降幅较大，一般预算收入占铁岭市综合财力比重较少，铁岭市财源基础稳定性较差，未来可持续性存在一定不确定性；政府债务率较高。

四、管理分析

2016 年 8 月，公司董事长兼总经理隋景宝不再兼任总经理职务，并聘任张铁成为公司总经理。

公司现任董事、总经理张铁成先生，1972 年 11 月生，毕业于辽宁大学，MBA 工商管理硕士，曾任铁岭市政府副秘书长、市政府驻深圳办事处主任、民建铁岭市委主任委员（不驻会）、铁岭财京董事兼总经理。

除上述人员调整及变动外，2016 年，公司高管及核心人员稳定，各项主要管理制度连续，管理运作正常。

总体看，2016 年，公司管理层变化不大，主要管理制度连续，整体管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2016 年，公司经营范围未发生变化，主营业务包括土地一级开发和城市基础设施运营；其中土地一级开发业务仍为公司核心业务，但由于铁岭市地处东北地区经济欠发达区域，当地房地产市场不景气，2015~2016 年公司未实现土地出让，致使一级土地开发业务均未实现收入；城市基础设施运营包括供水、污水处理、汽车租赁和广告传媒业务。2016 年，公司实现营业收入 2,102.84 万元，较上年减少 38.84%，主要系其他业务中房屋租赁、销售水表等收入下降较多所致；实现净利润 -24,047.05 万元，较上年亏损扩大 34.09%，主要系营业收入快速下降且财务费用和坏账损失大幅增加所致。2016 年，公司实现主营业务收入 1,705.12 万元，较上年增长 3.84%，变化不大；主营业务收入占比 81.09%，较上年增加 33.33 个百分点，因其他业务收入锐减，使得主营业务有所突出。

表3 2015~2016年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元，%）

| 产品 | 2015 年 | | | 2016 年 | | |
|------|--------|-------|---------|--------|-------|---------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 供水 | 713.83 | 43.47 | -115.23 | 936.28 | 54.91 | -18.60 |
| 污水处理 | 275.00 | 16.75 | -241.59 | 294.00 | 17.24 | -219.71 |

| | | | | | | |
|-----------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|
| 广告 | 92.00 | 5.60 | 27.92 | 88.14 | 5.17 | 31.08 |
| 汽车租赁 | 561.22 | 34.18 | 7.85 | 386.70 | 22.68 | -1.87 |
| 合计 | 1,642.05 | 100.00 | -86.30 | 1,705.12 | 100.00 | -46.91 |

资料来源：公司提供

从收入构成来看，供水、污水处理和汽车租赁业务仍为公司主营业务收入的主要来源。2016年，公司供水业务实现收入936.28万元，较上年增长31.16%，主要系新城区入住人口增加，售水量增加所致，该业务收入在主营业务收入中占比54.91%，较上年增加11.44个百分点，对公司收入影响进一步加大；污水处理业务实现收入294.00万元，较上年增长6.91%，变化不大，该业务收入在主营业务收入中占比17.24%，与上年基本持平；汽车租赁业务实现收入386.70万元，较上年下降31.10%，主要系政府公务用车改革，公司于2016年6月30日取消政府公务用车租赁所致，该业务收入在主营业务收入中占比22.68%，较上年下降11.50个百分点，对公司收入的影响有所下降。

毛利率方面，2016年，公司供水业务毛利率为-18.60%，较上年提高96.63个百分点，主要系新城区入住人口增加，售水量增加，同时公司加强成本管理，减少电费等支出，致使供水业务毛利率大幅提升；污水处理业务毛利率为-219.71%，较上年提高21.88个百分点，主要系政府提高污水处理费征收标准所致；汽车租赁业务毛利率为-1.78%，较上年下降9.72个百分点，主要系受政策影响，公司取消公务用车租赁业务，收入降幅高于成本所致。2016年，公司主营业务综合毛利率为-46.91%，仍为负值，主要系毛利率较高的土地一级开发业务仍未实现收入所致。

2017年1~3月，公司实现营业收入412.01万元，仍未实现土地一级开发收入，经营状况未发生好转；实现净利润-0.34亿元，公司仍处于亏损状态。

总体看，2016年，公司主营业务板块未发生变动，土地一级开发仍未能实现销售导致主营业务收入与上年基本持平，综合毛利率仍为负值，公司经营未发生好转。

2. 一级土地开发

2016年，公司仍是铁岭新城区唯一的土地一级开发商，公司的土地一级开发业务在铁岭新城区具有垄断优势，主要针对铁岭凡河新区土地进行一级开发。由于铁岭市地处东北地区经济欠发达区域，房地产市场不景气，去化压力大，致使2015~2016年公司均未实现土地出让，但土地一级开发业务仍在进行，开发成本有所增长。截至2017年3月底，公司已累计平整土地面积27,444亩，尚有7,000余亩未出让，公司土地储备丰富。

公司的土地一级开发业务模式为：对铁岭凡河新区的土地进行征地，同时对征地范围内的村屯进行拆迁安置，根据政府对铁岭凡河新区的控制性详规和道路、管网等的专项规划进行基础设施建设，对土地进行平整，达到出让条件后，进行组卷报卷，取得土地出让指标后，由土地储备中心对外挂牌出让，摘地企业与土地储备中心签定土地出让合同并缴纳土地出让金，财政部门收到土地出让金并扣除“土地两金”及每亩5,000元土地出让金后，在累计平均地价超过45万元/亩后的下一年度扣出超出部分的35%，将款项拨付给公司，作为公司土地一级开发的补偿收入。2013~2014年，公司土地出让价格分别为114.44万元/亩和128.00万元/亩，2015~2016年公司均未实现土地出让。

2016年，公司土地一级开发主要包括莲花湿地恢复项目征地及周边综合开发项目中市政道路征地，开发成本主要包括征地拆迁费用、报卷费用、以及大市政费用，2016年合计支出4.36亿元，资金主要来源于公司自有资金以及新增借款。2016年，公司完成凡河新区拆迁农户3户、安置农户11套，完成莲花湿地及周边综合开发项目拆迁农户56户、安置农户253套，支付征地拆迁费用0.48

亿元；公司申请土地指标位于铁岭市天水河东地块和凤冠山西地块，占地面积为120.11亩，产生报卷费用1.67亿元；公司大市政支出0.61亿元，主要用于支付凡河新区以前年度已完工市政工程款项。

2016年，公司分别与江苏、北京、上海、辽宁、黑龙江等省份投资商对接，部分土地项目处于洽谈中，计划2017年实现土地销售目标200亩。

总体看，2016年，公司土地储备丰富，土地开发业务仍在进行，但由于所处区域房地产市场仍不景气，公司仍未实现土地出让。

3. 基础设施运营

作为城市综合运营商，公司的城市基础设施运营业务仍是公司主要的收入来源。公司下属公用事业公司、传媒公司和汽车租赁公司仍主要负责铁岭新城的供水、污水处理、广告、出租车运营等业务。

公用事业公司主营业务包括供热、集中式供水；城市基础设施开发、水质化验及检测、管道铺设（不含压力管道）、城市污水处理、园林绿化工程设计及施工、绿色植物租赁及养护；水表、通讯器材销售。由于公用事业公司承载较多社会职能，仍不具备盈利能力。2016年，公用事业公司实现营业收入1,558.52万元，净利润-1,423.90万元。截至2017年3月底，公用事业公司总资产32,805.13万元，净资产14,678.14万元，2017年1~3月实现营业收入307.45万元，净利润-300.61万元。

公司广告业务主要由传媒公司运营管理，主要业务为户外广告经营，2016年，传媒公司实现营业收入88.14万元，净利润10.25万元。截至2017年3月底，传媒公司总资产369.33万元，净资产127.14万元，2017年1~3月实现营业收入12.14万元，净利润0.15万元。

公司汽车租赁业务主要由公用事业公司旗下子公司汽车租赁公司运营管理。2016年以前，公司汽车租赁业务以出租政府公务用车为主，市场化运作，通过政府购买服务的方式向用车使用单位有偿提供汽车租赁服务。2016年，由于政府公务用车改革，取消公务用车租赁，公司汽车租赁业务以出租非政府用车、电瓶车为主，致使汽车租赁收入大幅下降。截至2016年底，公司有租赁用车17台，较年初减少23台，主要系公司处置非运营公务车辆所致。

总体看，2016年，公司下属公共事业公司仍不具备盈利能力；汽车租赁业务受政府公务用车改革，取消公务用车租赁，汽车租赁收入大幅下降。

4. 经营关注

公司土地开发业务区域单一，受到铁岭市房地产市场景气度影响较大，由于铁岭房地产市场低迷，公司2015~2016年均未能实现土地出让收入，导致公司营业收入规模和盈利能力大幅下降。此外，由于铁岭新城区开发尚未完善，基础设施运营板块收入尚不足以支持公司目前发展。

5. 未来发展

(1) 土地储备丰富，逐年有序出让

公司土地储备丰富，已开发整理好的土地尚有7,000余亩未出让。公司将加大土地营销力度，充分抓住新城区房地产市场逐步回暖的有利时机，依托莲花湿地城市之肺的功能，盘活土地开发业务，实现土地逐年有序出让。

(2) 进一步完善新城区基础配套设施，提升土地价值

公司将进一步完善铁岭新城区基础配套设施、教育设施、生活服务设施、环境设施等功能，提高新城区人气，吸引人口聚集，依托新城区国家4A景区莲花湿地以及环境、地理位置，重点

引进旅游、文化、体育健身等第三产业类项目，拉动就业和人口聚集，形成新城区产业支撑，带动地产市场良性持续发展，进而提升新城区土地价值。

（3）多元化发展，拓宽盈利渠道

公司在立足主业的基础上，将探索多元化发展，逐步涉足其它领域，弥补公司主营业务收入波动大的劣势，分散经营风险。作为铁岭市唯一国有控股的上市公司，在地方政府的强力支持下，充分整合铁岭优势资源，培育发展新的业务和收入增长点，同时寻求与外部优势互补资源的合作，逐步扭转目前公司主营业务单一，受地产市场周期影响较大的局面，实现公司的可持续良性发展。

总体看，未来公司仍将以铁岭新城地区土地一级开发业务为主业，并积极拓展新业务；需要关注公司跨区域复制现有业务模式以及多元化发展的进展以及由此带来的经营风险。

六、财务分析

公司2016年财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2017年1~3月财务报表未经审计。2016年公司纳入合并范围内子公司4家，与上年相同；2017年1~3月，公司合并范围未发生变化；相关会计政策连续，财务数据可比性强。

截至2016年底，公司合并资产总计63.79亿元，负债合计33.75亿元，所有者权益30.04亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016年，公司实现营业收入0.21亿元，净利润-2.40亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额为-2.99亿元，现金及现金等价物净增加额-1.80亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总计64.03亿元，负债合计34.33亿元，所有者权益29.70亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017年1~3月，公司实现营业收入0.04亿元，净利润-0.34亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额为-0.49亿元，现金及现金等价物净增加额-0.42亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额63.79亿元，较年初增长1.21%，资产规模变化较小；流动资产和非流动资产分别占总资产的92.40%和7.60%，资产构成仍以流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产合计58.94亿元，较年初增长0.48%，基本保持稳定，流动资产主要由应收账款（占比7.07%）和存货（占比89.39%）构成。

截至2016年底，公司应收账款账面价值4.17亿元，较年初下降33.98%，主要系公司2016年收回部分应收账款且未实现土地出让导致无新增应收账款所致。从账龄看，1年以内应收账款账面余额97.57万元，未计提坏账准备；1~2年的应收账款账面余额57.22万元，坏账准备计提比例为10.00%；2~3年的应收账款账面余额0.94亿元，坏账准备计提比例为20.00%；3~4年的应收账款账面余额3.72亿元，坏账准备计提比例为40.00%；4~5年的应收账款账面余额2.92亿元，坏账准备计提比例为60.00%；5年以上的应收账款账面余额1.21亿元，坏账准备计提比例为100.00%。应收账款中铁岭市土地储备中心地价款7.93亿元，占比90.01%，计提坏账准备4.19亿元；应收铁岭市土地储备中心配套费0.87亿元，计提坏账准备0.45亿元。受土地一级开发特殊经营模式影响，公司应收账款应收方主要为铁岭市土地储备中心，占比超过90%，公司应收账款不能收回的可能性较低，坏账准备计提较为充分；但公司应收账款账龄较长，对公司资金回笼产生很大压力。

截至2016年底，公司存货52.68亿元，较年初增长9.02%，主要系受房地产业宏观调控影响，2016年公司未实现土地出让，但随着土地开发的进行，开发成本有所增长所致；存货中开发成本

52.61亿元，占比99.87%；存货中含借款费用资本化金额6.08亿元。公司存货的变现能力主要取决于土地出让进度以及回款速度，长期看来，在铁岭市政府相关政策支撑下，公司存货变现有一定保障，未计提跌价准备。截至2016年底，公司无用于债务抵押的存货。

截至2016年底，公司非流动资产合计4.85亿元，较年初增长11.12%，主要系递延所得税资产增长所致。公司非流动资产占资产总额比重很小，对整体资产影响较小，主要由固定资产（占比53.97%）、无形资产（占比7.45%）和递延所得税资产（占比34.18%）构成。

截至2016年底，公司固定资产账面价值2.62亿元，较年初下降8.89%，主要系公司对不能出租的公务车辆进行拍卖处置所致，固定资产主要由房屋及建筑物（占比38.99%）、机器设备（占比49.56%）和道路（占比6.89%）构成；无形资产0.36亿元，较年初略降2.25%，变化较小；递延所得税资产1.66亿元，较年初快速增长80.02%，其中由于资产减值准备导致计提递延所得税资产1.20亿元，由于可抵扣亏损计提递延所得税资产0.46亿元。

截至2016年底，公司受限资产包括应收账款6.23亿元、存货2.87亿元，受限资产合计9.10亿元，占总资产的比例为14.27%，均用作长期借款质押，受限规模和受限比例尚属正常水平。

截至2017年3月底，公司资产总额64.03亿元，较上年底略增0.37%，其中流动资产占比92.50%，非流动资产占比7.50%，资产结构较上年底基本无变化。

总体看，2016年，公司资产规模基本不变，资产结构仍以流动资产为主，土地开发存货仍为公司的主要资产；考虑到公司存货变现能力一般、应收账款账龄较长，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

截至2016年底，公司负债合计33.75亿元，较年初增长10.36%，主要系长期借款增加所致；其中流动负债占比53.14%，非流动负债占比46.86%，负债结构转为以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债17.93亿元，较年初增长43.05%，主要系一年内到期非流动负债增长所致；流动负债主要由短期借款（占比22.02%）、应付账款（占比17.77%）和一年内到期的非流动负债（占比51.79%）构成。

截至2016年底，公司短期借款3.95亿元，较年初无变化，为保证借款；应付账款3.19亿元，较年初增长3.64%，变化较小，应付账款主要为暂估工程款（占比96.55%）；一年内到期的非流动负债9.29亿元，较年初增加132.23%，主要系公司于2017年面临“14铁岭债”9.29亿元回售，回售部分计入一年内到期的非流动负债所致。

截至2016年底，公司非流动负债合计15.81亿元，较年初下降12.35%，主要系应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占比30.04%）和应付债券（占比67.41%）构成。

截至2016年底，公司长期借款4.75亿元，较年初增长75.93%，主要系新增建设银行铁岭分行贷款2.05亿元所致，长期借款全部为质押借款，期限分布方面，2021年到期借款2.05亿元，2022年到期借款2.70亿元，长期借款到期期限较为分散，集中偿付压力较小；应付债券10.66亿元，较年初下降28.56%，主要系公司2017年面临“14铁岭债”9.29亿元回售，回售部分计入一年内到期的非流动负债所致，其中“14铁岭债”余额0.71亿元、“15铁岭01”余额4.98亿元、“16铁岭01”4.98亿元，均为五年期债券，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

截至2016年底，公司全部债务合计28.65亿元，较年初增长12.03%，主要系短期债务增加所致；其中短期债务为13.24亿元（占比46.21%），长期债务为15.41亿元（占比53.79%），短期债务占比较上年提高15.12个百分点；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别

为52.91%、48.82%和33.91%，分别较年初上升4.39个百分点、上升4.74个百分点和下降1.29个百分点，公司整体债务负担一般。

截至2017年3月底，公司负债合计34.33亿元，较上年底增长1.72%，变化较小；其中流动负债占比40.09%、非流动负债占比59.91%，转为以非流动负债为主。截至2017年3月底，公司全部债务合计30.12亿元，其中短期债务占比33.04%、长期债务占比66.96%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.62%、50.35%和40.45%，整体债务负担一般。

总体看，2016年，公司负债规模较快增长，负债结构转为以流动负债为主；公司整体债务负担一般，但短期债务增加较多，短期债务偿付压力加大。

（2）所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计30.04亿元（全部系归属于母公司所有者权益），较年初下降7.41%，主要由于公司亏损使得未分配利润下降所致；所有者权益主要由未分配利润（占比64.93%）和股本（占比27.46%）构成。公司所有者权益中，未分配利润占比仍较大，权益的结构稳定性偏弱。

截至2017年3月底，公司所有者权益为29.70亿元，权益结构较上年底基本无变化。

总体看，2016年，由于公司亏损使得未分配利润有所下降，未分配利润占比仍然较高，权益结构稳定性偏弱。

3. 盈利能力

2016年，公司营业收入2,102.84万元，较上年下降38.84%，主要系其他业务中房屋租赁、销售水表等业务规模缩减较多所致；公司营业成本2,663.22万元，较上年下降19.60%。2016年，受财务费用和资产减值损失增加影响，公司实现营业利润-31,664.19万元，较上年减少8,498.09万元；利润总额和净利润分别为-31,416.48万元和-24,047.05万元，分别较上年减少8,414.04万元和6,113.08万元，公司仍处于亏损状态。

从期间费用来看，2016年，公司费用总额13,308.67万元，较上年增长37.89%，主要系财务费用增加所致；其中，销售费用占比0.03%、管理费用占比21.66%、财务费用占比78.31%，财务费用占比仍较高；财务费用10,421.55万元，较上年增长82.28%，主要系2016年凡河以北项目利息资本化停止¹所致。由于公司收入大幅下降，2016年费用收入比大幅提升，达632.89%。

从利润构成来看，2016年，公司资产减值损失17,731.54万元，较上年增长30.75%，为公司计提的坏账损失。2016年公司营业外收入259.72万元，较上年增长24.74%，主要系固定资产处置利得增加所致；其中政府补助162.00万元，固定资产处置利得97.64万元。

从盈利指标来看，2016年，公司营业利润率为-33.83%，较上年下降35.15个百分点；总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为-2.42%、-3.39%和-7.70%，分别较上年上升1.80个百分点、2.10个百分点和3.36个百分点，公司盈利能力仍很弱。

2017年1~3月，公司实现营业收入412.01万元，仍未实现土地一级开发收入；实现净利润-3,428.15万元，公司仍处于亏损状态。

总体看，2016年，受其他业务规模缩减影响，公司营业收入大幅下降，盈利能力仍很弱，仍处于亏损状态。

1、公司土地一级开发业务分为两个部分，即凡河北18.3平方公里，凡河南3.7平方公里；截至2016年底，凡河北除小部分房屋尚未拆迁及少部分基础设施需进一步完善外，其余开发已经完成，具备了土地出让条件，同时考虑到剩余房屋拆迁难度大的非正常停工因素，公司停止了凡河北开发的利息资本化。

4. 现金流

从经营活动看，2016年，公司经营活动产生的现金流入0.76亿元，较上年快速下降82.83%，主要系营业收入下滑、单位往来款大幅减少所致；由于公司用于土地开发的支出增加，使得公司经营活动现金流出3.75亿元，较上年增长11.34%。2016年，公司经营活动现金流量净额为-2.99亿元，由上年的净流入转为净流出。从收入实现质量来看，2016年，公司现金收入比为309.26%，较上年提高30.44个百分点，受应收账款回款情况影响较大。

从投资活动看，2016年，公司投资活动现金流量净额为0.04亿元，较上年下降85.03%，主要系公司投资支付的现金增加所致。

从筹资活动看，2016年，公司筹资活动现金流量净额为1.15亿元，较上年增长4.88倍，主要系偿还债务支付的现金减少所致。

2017年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-0.49亿元，投资活动现金流量净额为-5.62万元，筹资活动现金流量净额为0.08亿元。

总体看，2016年，由于公司仍未实现土地出让，整体现金流规模仍较小，主要现金流来源于筹资活动产生的现金流。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，由于公司流动资产规模基本不变，受“14铁岭债”预计回售部分转入一年内到期非流动负债使得流动负债规模上升影响所致，公司流动比率由年初的4.68倍下降至3.29倍；公司流动负债快速增长，导致速动比率由年初的0.82倍下降至0.35倍；公司现金短期债务比由年初的0.45倍下降至0.14倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。整体来看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司EBITDA为-1.93亿元，仍为负值，较上年减少0.43亿元，主要系2016年公司亏损扩大所致。2016年，公司EBITDA利息倍数由上年的-0.74倍下降至-0.91倍，EBITDA全部债务比由上年的-0.06倍下降至-0.07倍，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度仍很弱。整体看，公司长期偿债能力有待提高。

截至2017年3月底，公司获得各银行授信合计15.80亿元，尚未使用额度7.10亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至2017年3月底，公司无对外担保，公司不存在未决诉讼或其他或有事项。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1021122100164230J），截至2017年5月5日，公司无不良或关注类的已结清或未结清的贷款记录，公司信用状况良好。

总体看，2016年，公司债务规模有所扩大，债务负担有所加重，短期偿债能力偏弱，整体偿债能力有待提升。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年3月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达1.39亿元，约为“14铁岭债”待偿本金（0.71亿元）的1.96倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较低；净资产达29.70亿元，约为“14铁岭债”待偿本金（0.71亿元）的41.83倍，公司较大规模的净资产能够对“14铁岭债”按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为-1.93亿元，约为“14铁岭债”待偿本金（0.71亿元）的-2.74倍，公司EBITDA无法覆盖“14铁岭债”。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入0.76亿元，约为“14铁岭债”待偿本金（0.71亿元）的1.07倍，公司经营活动现金流入量对“14铁岭债”的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司是铁岭新城区唯一一家土地一级开发商及铁岭市唯一一家上市公司，在政府资源、资产规模、土地储备等方面具有综合竞争优势，公司对“14铁岭债”的偿还能力尚可。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

铁岭经营为“14铁岭债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人保证的范围包括“14铁岭债”的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。

铁岭经营承担保证责任的期间为本次债券发行首日至本次债券到期日后的六个月。债券持有人、本次债券受托管理人在债券未偿付期间内未要求担保人承担保证责任的，或者在保证期间主张债权后未在诉讼时效期限届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

2. 担保人分析

（1）铁岭经营整体概况

铁岭财政资产经营有限公司前身为成立于2001年2月14日的铁岭财政资产经营公司，经多次增资后，2008年11月18日，铁岭财政资产经营公司变更为铁岭财政资产经营有限公司，成为国有独资的有限责任公司，改制时铁岭经营注册资本为25.87亿元。后经增资，截至2016年底，铁岭经营注册资本为26.58亿元。

铁岭经营的经营范围仍为政府授权范围内的国有资产经营、城镇基础设施建设、房地产开发。

铁岭经营主要通过其控股子公司开展业务，2016年，铁岭经营下辖子公司为铁岭新城和铁岭公共资产投资运营有限公司（以下简称“铁岭公投公司”），合并范围较上年减少1家。

截至2016年底，铁岭经营资产总额778.67亿元，负债合计586.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计192.50亿元，其中归属于母公司的所有者权益为141.74亿元。2016年，铁岭经营实现营业收入23.80亿元，净利润（含少数股东损益）0.26亿元，其中归属于母公司的净利润为1.16亿元；经营活动产生的现金流量净额为43.77亿元，现金及现金等价物净增加额为33.67亿元。

铁岭经营注册地址：铁岭市新城区金沙江39号4层；法定代表人：关笑。

（2）经营状况

2016年铁岭经营的收入主要来自于铁岭公投公司，主营业务包括公共事业、金融业务、房地产业务和其他业务。

表4 2015~2016铁岭经营营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

| 产品 | 2015年 | | | 2016年 | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 公共事业收入： | 12.93 | 47.82 | 20.30 | 13.24 | 55.64 | 16.93 |
| 建设业务收入 | 7.60 | 28.12 | 16.31 | 8.99 | 37.79 | 11.62 |
| 供水、供热业务收入 | 4.52 | 16.71 | 30.06 | 4.25 | 17.84 | 28.17 |
| 土地业务收入 | 0.81 | 3.00 | 3.27 | -- | -- | -- |
| 金融业务收入： | 12.36 | 45.70 | 28.65 | 9.55 | 40.15 | -16.37 |

| | | | | | | |
|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 银行业务收入 | 12.33 | 45.61 | 28.54 | 9.54 | 40.09 | -16.56 |
| 中小企业担保业务收入 | 0.02 | 0.09 | 87.60 | 0.02 | 0.06 | 100.00 |
| 房地产收入: | 0.88 | 3.24 | 26.85 | 0.46 | 1.95 | 38.28 |
| 房地产业务收入 | 0.88 | 3.24 | 26.85 | 0.46 | 1.95 | 38.28 |
| 其他收入: | 0.88 | 3.24 | 15.75 | 0.54 | 2.26 | 11.29 |
| 酒店业务收入 | 0.38 | 1.42 | 34.97 | 0.26 | 1.10 | 46.26 |
| 信息数字业务收入 | 0.07 | 0.24 | 0.45 | 0.00 | 0.01 | -14.43 |
| 客运业务收入 | 0.06 | 0.23 | 17.98 | -- | -- | -- |
| 会议服务收入 | 0.36 | 1.35 | -2.15 | 0.27 | 1.15 | -21.82 |
| 合计 | 27.04 | 100.00 | 24.18 | 23.80 | 100.00 | 3.85 |

资料来源：铁岭经营审计报告

2016年，铁岭经营实现营业收入23.80亿元，较上年下降12.00%，主要系金融业务规模下降所致。2016年，铁岭经营公共事业、金融业务、房地产业务和其他业务收入占比分别为55.64%、40.15%、1.95%和2.26%，业务结构较上年变化不大，仍以公共事业和金融业务为主。从毛利率来看，2016年，铁岭经营毛利率为3.85%，较上年下降20.33个百分点，主要受2016年铁岭市场经济景气度较差影响，铁岭经营合并范围内子公司铁岭银行随着市场利差收窄，全年利差收入下降导致。

总体看，受铁岭市整体市场经济环境和房地产景气度较差影响，铁岭经营营业收入下降较快，毛利率大幅下降，经营状况快速恶化。

（3）财务状况

铁岭经营提供的2016年财务报表已经辽宁天亿会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016年，铁岭经营合并范围内有2家子公司，较上年减少1家。

截至2016年底，铁岭经营资产总计778.67亿元，较年初增长8.64%，其中流动资产占比为47.68%，非流动资产占比为52.32%；负债合计586.17亿元，较年初增长11.89%，其中流动负债占比为82.34%，非流动负债占比为17.66%；资产负债率由年初的73.09%上升至75.28%；所有者权益合计192.50亿元，其中归属于母公司所有者权益合计141.74亿元，主要由实收资本（占比18.75%）、资本公积（占比55.85%）和未分配利润（占比25.32%）构成。

盈利能力方面，2016年，铁岭经营实现营业收入23.80亿元，较上年下降12.00%，主要系金融业务规模下降所致；实现净利润0.26亿元，较上年下降75.83%，主要系金融业务亏损所致；营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为20.84%、1.41%、0.44%和0.13%，盈利能力较弱。

现金流方面，2016年，铁岭经营的经营活动净现金流由上年的净流出0.70亿元转为净流入43.77亿元，主要系客户存款和同业存放款增加所致；投资活动现金净流出规模快速扩大，由上年净流出0.92亿元扩大至3.48亿元；筹资活动现金净流出规模有所下降，由上年净流出15.63亿元下降至6.61亿元。

总体看，2016年，铁岭经营资产规模有所增长，负债规模增速高于资产增速，资产负债率仍很高；权益稳定性尚可；盈利能力较弱；经营活动现金流规模较大。

（4）债券保护效果评价

以铁岭经营2016年底财务数据测算，铁岭经营净资产192.50亿元，约为“14铁岭债”待偿本金（0.71亿元）的271.13倍，铁岭经营较大规模的净资产能够对“14铁岭债”按期偿付起到很好的保障作用；铁岭经营2016年经营活动产生的现金流入92.26亿元，约为“14铁岭债”待偿本

金（0.71 亿元）的 129.94 倍，铁岭经营的经营活动现金流入量对“14 铁岭债”覆盖程度很高。

根据铁岭经营提供的企业信用报告（机构信用代码：G1021120200070820X），截至 2017 年 5 月 5 日，铁岭经营无不良或关注类的已结清或未结清的贷款记录，铁岭经营信用状况良好。

总体看，铁岭经营净资产和经营活动现金流入量对“14 铁岭债”覆盖程度很高，铁岭经营担保对于“14 铁岭债”的到期还本付息具有积极的保护作用。

九、综合评价

2016 年，铁岭新城仍然为铁岭新城区唯一一家土地一级开发主体，公司所处铁岭市经济不景气，政府一般预算收入降幅较大，外部发展环境较差；公司受铁岭房地产市场发展缓慢影响，2016 年仍未实现土地出让，净利润亏损规模扩大，债务负担进一步加重，经营性净现金流恶化，整体偿债能力较弱。

“14 铁岭债”由铁岭经营提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，铁岭经营资产规模较大，铁岭经营的担保对“14 铁岭债”的信用状况有积极作用。

综上，联合评级对公司主体信用等级由“AA-”下调至“A+”，评级展望为“稳定”。同时联合评级维持“14 铁岭债”的信用等级为“AA”。。

附件1 铁岭新城投资控股股份有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年3月 |
|------------------|--------|--------|---------|
| 资产总额(亿元) | 63.02 | 63.79 | 64.03 |
| 所有者权益(亿元) | 32.44 | 30.04 | 29.70 |
| 短期债务(亿元) | 7.95 | 13.24 | 9.95 |
| 长期债务(亿元) | 17.62 | 15.41 | 20.17 |
| 全部债务(亿元) | 25.57 | 28.65 | 30.12 |
| 营业收入(亿元) | 0.34 | 0.21 | 0.04 |
| 净利润(亿元) | -1.79 | -2.40 | -0.34 |
| EBITDA(亿元) | -1.51 | -1.93 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 1.05 | -2.99 | -0.49 |
| 应收账款周转次数(次) | 0.07 | 0.02 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.01 | 0.01 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.01 | 0.00 | 0.00 |
| 现金收入比率(%) | 278.82 | 309.26 | 86.80 |
| 总资本收益率(%) | -4.21 | -2.42 | -- |
| 总资产报酬率(%) | -5.49 | -3.39 | -- |
| 净资产收益率(%) | -11.06 | -7.70 | -1.15 |
| 营业利润率(%) | 1.32 | -33.83 | -56.63 |
| 费用收入比(%) | 280.72 | 632.89 | 785.26 |
| 资产负债率(%) | 48.52 | 52.91 | 53.62 |
| 全部债务资本化比率(%) | 44.08 | 48.82 | 50.35 |
| 长期债务资本化比率(%) | 35.20 | 33.91 | 40.45 |
| EBITDA利息倍数(倍) | -0.74 | -0.91 | -- |
| EBITDA全部债务比(倍) | -0.06 | -0.07 | -- |
| 流动比率(倍) | 4.68 | 3.29 | 4.30 |
| 速动比率(倍) | 0.82 | 0.35 | 0.42 |
| 现金短期债务比(倍) | 0.45 | 0.14 | 0.14 |
| 经营现金流动负债比率(%) | 8.35 | -16.66 | -3.58 |
| EBITDA/待偿本金合计(倍) | -2.13 | -2.74 | -- |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；公司2017年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------------|--|
| 增长指标 | |
| 年均增长率 | (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% |
| 经营效率指标 | |
| 应收账款周转率 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转率 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转率 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| 现金收入比率 | 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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100% |
| 总资产报酬率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100% |
| 主营业务毛利率 | (主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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% |
| 费用收入比 | (管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100% |
| 财务构成指标 | |
| 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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 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 |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货)/流动负债合计 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 本期公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期公司债券到期偿还额 |
| 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/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额 |

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。