

跟踪评级公告

联合[2016]781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 AA-，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”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁晓

二零一六年六月十七日



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](http://www.unitedratings.com.cn)

铁岭新城投资控股股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA- 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 负面

债项信用等级

债券简称	债券规模	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	10 亿元	3+2 年	AA	AA	2015 年 6 月 29 日

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 27 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	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	62.08	63.02	67.15
所有者权益 (亿元)	34.79	32.44	32.23
长期债务 (亿元)	15.95	17.62	22.59
全部债务 (亿元)	22.90	25.57	30.54
营业收入 (亿元)	2.63	0.34	0.03
净利润 (亿元)	0.29	-1.79	-0.21
EBITDA (亿元)	1.29	-1.50	--
经营性净现金流 (亿元)	-7.89	1.05	-1.89
营业利润率 (%)	71.13	1.32	-105.85
净资产收益率 (%)	0.83	-5.34	--
资产负债率 (%)	43.97	48.52	52.00
全部债务资本化比率 (%)	39.69	44.08	48.65
流动比率 (倍)	5.32	4.68	5.27
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	-0.06	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.08	-0.80	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.13	-0.15	--

担保方母公司 (非合并口径):

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	107.92	117.70
所有者权益 (亿元)	33.06	33.07
营业收入 (万元)	29.03	147.22
净利润 (万元)	14.88	14.71
资产负债率 (%)	69.36	71.91

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; 一季度报表未经审计; 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

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”) 为铁岭新城区唯一一家土地一级开发商, 公司继续保持其在铁岭市新城区的土地资源获取上的排他性优势, 同时公司拥有铁岭其它区域土地一级开发的优先权, 跟踪期内, 公司资产依然保持较大规模, 资产质量依然良好。但受房地产市场发展放缓影响, 公司 2015 年无土地出让收入, 整体收入及利润规模大幅减少, 公司由上年的盈利转为亏损。

未来, 随着洽谈土地项目取得进展, 公司有望重新实现盈利, 并保持经营状况稳定。

“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, 铁岭经营母公司资产规模较大, 铁岭经营的担保对“14 铁岭债”的信用状况有积极作用。

综上, 联合评级下调公司主体信用等级至“AA-”, 评级展望调整为“稳定”。同时联合评级维持“14 铁岭债”的信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内, 公司继续保持其在铁岭市新城区的土地资源获取上的排他性优势。

2. 跟踪期内, 本次债券的担保方铁岭财政资产经营有限公司资产规模依然较大, 资产质量依然良好, 其担保对“14 铁岭债”到期还本付息具有积极作用。

关注

1. 2015 年房地产市场持续分化, 三、四线城市房地产投资规模持续下降, 铁岭房地产市场景气度下滑导致公司全年无土地开发收入, 主营业务收入大幅下降。

2. 跟踪期内, 公司子公司公共事业公

司仍不具备盈利能力；传媒公司经营状况尚可，但整体规模较小，对公司收入和利润影响不大。

3. 随着 2015 年新的债券发行，公司刚性债务持续增长，债务压力加大。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

蔡 昭

电话：010-85172818

邮箱：caiz@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。

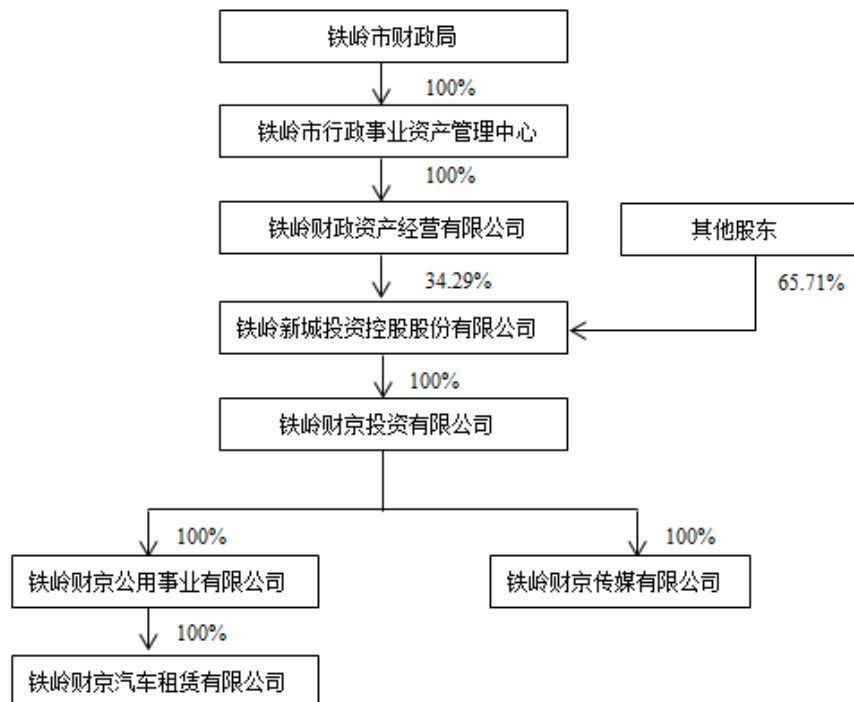
分析师：


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，公司名称变更为“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”，证券代码仍为“000809”。公司所属行业由“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2015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2015年底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司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（目前面积22平方公里）土地一级开发以及市政基础设施的建设、运营工作，跟踪期内，公司主营业务未发生变更。截至2015年底，公司设有办公室、财务部、人力资源部、工程管理部、

预算部、项目部、营销策划部 7 个职能部门，跟踪期内，公司职能部门有所调整，撤消了投资部，原总工办变更为人力资源部。跟踪期内，公司下属子公司情况未发生改变，截至 2015 年底，公司下辖子公司依然为铁岭财京投资有限公司（以下简称“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”），其中公用事业公司和传媒公司为二级子公司，汽车租赁公司为三级子公司。截至 2016 年 3 月底，公司共有员工 166 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 630,231.54 万元，负债合计 305,800.74 万元，所有者权益 324,430.80 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2015 年，公司实现营业收入 3,438.10 万元，净利润-17,933.97 万元，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 10,462.51 万元，现金及现金等价物净增加额 15,235.55 元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总计 671,525.25 万元，负债合计 349,218.90 万元，所有者权益 322,306.35 万元，全部为归属于母公司所有者权益。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 330.76 万元，净利润-2,124.45 万元，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 -18,861.50 万元，现金及现金等价物净增加额 20,129.49 亿元。

公司住所：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。本次公司债已于2014年7月7日上市（债券简称：“14铁岭债”，债券代码：112199）。本次公司债券募集资金已经按照募集用途使用完毕。2016年3月7日，公司完成支付本次债券第二年利息0.845亿元（含税）。

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

土地作为房地产主要的成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响。其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015 年，土地市场整体下行，100 大中城市成交土地占地面积为 4.68 亿平方米，较上年减少 1.03 亿平方米。2014 三季度开始，政府陆续出台“930”新政、“330”新政和降准降息等政策，提高了市场活力，释放了消费能力，但在房地产去库存的背景下，土地供应并未增加，导致 2015 年开始土地溢价率出现快速上涨，2015 年 12 月土地溢价率达到市场高点 29.97%。开发商在招拍挂中对土地选择日趋谨慎，一线城市土地市场竞争激烈，而部分三线城市土地流拍现象增多，导致土地溢价率快速上升，成交土地占比却有所下降。

土地供应方面，2015 年，“去库存”是房地产政策主基调，中央及各级政府在供应端实施“有供有限”，2015 年全年房地产开发企业的土地购置面积增速均处于负增长态势。根据国家统计局

数据，2015年房地产开发企业土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%；土地成交价款7,622亿元，下降23.9%，降幅收窄2.1个百分点。

土地价格方面，2015年在去库存压力下，房企拿地速度明显放缓，土地供求量出现较大下滑；但另一方面，受“二孩政策”、“公积金异地贷款全面推行”等宏观政策利好影响，房企对于重点城市优质地块的争夺较为激烈，使得一、二线城市土地溢价率及楼面均价均有所上升。2015年，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率21%，较去年同期上升9个百分点。具体来看，一线城市呈现上升态势，比2014年同期上升2个百分点至27%；二线城市较去年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较去年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。

房地产开发方面，2015年，我国房地产行业增速明显放缓。受经济持续下行影响，2015年全国房地产开发投资95,979亿元，比上年名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），比上年增速大幅下滑9.5个百分点。2015年全年房地产开发企业房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.3%，增幅同比下降7.9个百分点；新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%，继续维持下降趋势。

从下游商品房市场供求情况看，得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费，2015年商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄，好于去年同期表现。2015年，全国商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%；其中，住宅销售面积增长6.9%，办公楼销售面积增长16.2%，商业营业用房销售面积增长1.9%。商品房销售额87,281亿元，增长14.4%，增速回落1.2个百分点；其中，住宅销售额增长16.6%，办公楼销售额增长26.9%，商业营业用房销售额下降0.7%。从供给看，2015年土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，改善市场环境，全年房屋竣工面积100,039万平方米，下降6.9%；其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。从销售价格看，2015年受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交价格小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

行业政策方面，为促进房地产行业的平稳健康发展，2015年中央及地方相继出台多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。2015年8月，住建部、商务部、发改委、央行、工商总局和外汇局等六部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，文件在一定程度上放宽了外资投资房地产和购房的限制。2015年10月，住建部、财政部和央行联合发布《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》，提出了全面推行异地贷款业务的要求，对于缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地住房公积金个人住房贷款政策向购房地住房公积金管理中心申请个人贷款。2016年2月，央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。2016年2月，国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》。

行业关注方面，截至2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217

万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低，对土地市场需求产生较大影响；2015年上市房企发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险；随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓，相应区域土地成交量大幅下降，需要关注三四线城市的市场风险。

总体看，近年来受宏观政策和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降态势；2015年，在政策利好影响下，房企对于重点城市优质地块的争夺较为激烈，使得一、二线城市土地溢价率及楼面均价均有所上升；“去库存”成为2015年楼市的基调，随着需求端利好政策的逐步落地实施，房价走势有所回暖，但依然面临较大的库存压力。

2. 区域经济

铁岭市系辽宁省14个省辖市之一，位于辽宁省北部。全市东西最长134公里、南北端宽162公里，总面积1.3万平方公里。其中市区面积638平方公里。

根据2016年铁岭市政府工作报告，2015年，铁岭市预计地区生产总值实现745亿元，较上年下降31.02%；一般公共预算收入50.3亿元，较上年下降53.85%；固定资产投资396亿元，较上年下降47.20%；规模以上工业增加值118亿元，较上年下降60.67%；社会消费品零售总额407亿元，较上年增长3.83%。铁岭市投资和生产状况出现大幅下滑，消费状况保持稳定。

铁岭新城区（即铁岭市凡河新区）位于铁岭市中心区西南方向，距铁岭老城区8公里，南临沈北新区，距沈阳市区30公里。铁岭新城区历经9年的发展建设，已具备一定规模，累计完成重点建设工程投资近200亿元，全面完成规划范围内道路、桥梁、供暖、燃气、给水、排水、通讯等基础设施及公共服务配套设施建设。截止到目前，凡河新区常住人口达12万余人，随着市、县两级行政中心顺利南迁，共有236家行政事业单位8,000余人进驻新城区办公。技师学院、本科大学、银岗学院、军体校、凡河中小学、市第一高中南校区、新区实验中学、铁岭县高中、铁岭医专、莲花中学等全面建成并投入使用，容纳师生42,000余人。公安、交通、消防、邮政、移动、电信、联通及各社区服务中心也开始对市民服务。随着新型城镇化的持续发展，新城区23个房地产项目全面建成并完成居民入住工作。

总体看，受东北整体经济环境萎靡，人口数量下降影响，铁岭市经济明显下行，投资和生产总值出现一定幅度下降；铁岭新城区发展投入较大，已具备一定规模。

四、管理分析

2015年4月，公司董事会、监事会换届改选，部分董事监事职位人员发生变更；2015年5月，选举隋景宝为总经理、迟峰为董事会秘书、王洪海为财务总监；2015年12月，公司原董事长韩广林因工作调动，辞去董事长职务，经董事会选举隋景宝为公司董事长。

公司新任董事长及总经理隋景宝，男，1963年生，在职研究生学历。1983年毕业于辽宁省阜新财经学校，2002年东北财经大学会计学在职研究生结业。中共党员，会计师、注册资产评估师。1995年8月至2013年1月，历任铁岭市国有资产管理局工交科副科长、铁岭市财政局企业科科长、铁岭市政府投融资管理办公室主任、铁岭公共资产投资运营有限公司总经理、铁岭市财政局副局长；2013年1月22日至2014年5月19日任铁岭财京投资有限公司总经理；2014年5月19日起任铁岭财京投资有限公司董事长；2013年4月22日至今任铁岭新城投资控股股份有限公司总经理；2013年5月15日至今任铁岭新城投资控股股份有限公司董事。

除上述人员调整及变动外，跟踪期内公司高管及核心技术人员稳定，各项主要管理制度连续，管理运作正常。

总体看，跟踪期内公司经营管理团队有所变动，主要是正常换届选举导致，公司主要管理制度连续，整体管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司是由铁岭市人民政府授权的铁岭新城城市综合运营商，业务包括土地一级开发和城市基础设施运营。其中，土地一级开发为公司核心业务。

表1 2014~2015年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元，%）

产品	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	23,591.99	93.43	78.91	0.00	0.00	--
供水	759.60	3.01	-27.37	713.83	43.47	-115.23
污水	385.23	1.53	-143.71	275.00	16.75	-241.59
广告	59.26	0.23	5.76	92.00	5.60	27.92
汽车租赁	453.73	1.80	-10.15	561.22	34.18	7.85
合计	25,249.81	100.00	70.54	1,642.05	100.00	-86.30

资料来源：公司提供

主营业务收入方面，2015年公司主营业务收入1,642.05万元，同比下降93.50%，主要由于当地土地市场不景气，2015年公司无土地一级开发收入所致，而2014年土地一级开发收入占公司主营业务收入的93.43%；由于铁岭新城区开发尚未完善，居民数量较少，整体供水板块和污水处理板块收入仍然不高；供水板块收入为713.83万元，较上年基本持平；污水处理板块收入275.00万元，较上年大幅下降，主要是2014年污水处理收入包含部分2013年应由财政局返还公司而未及时到账的收入，造成了2014年污水收入相对较高；广告板块随着城市建设逐步完善收入有所增长，2015年收入为92.00万元；汽车租赁板块收入来源于政府机构用车，2015年收入为561.22万元，收入有所增长。2015年，公司主要盈利业务由土地一级开发转变为基础设施运营业务，基础设施运营业务收入占比由4.54%提升至60.22%，其中供水业务占比43.47%，污水业务占比16.75%。

2015年，公司主营业务毛利率-86.30%，较上年大幅下降，主要是毛利率较高且占比最大的土地一级开发业务2015年未实现营业收入；供水业务和污水处理业务毛利润依然为负，其较上年进一步下降，主要是供水业务和污水处理业务运营成本规模较大，收入对成本无法形成覆盖所致；广告业务运营成本较低，随着广告投放数量增长，毛利率出现增长，2015年板块毛利率为27.92%；汽车租赁板块随着业务开展毛利率由负转正。

2016年一季度，公司实现营业收入330.76万元，依然未实现土地一级开发收入，经营状况未发生好转。

总体看，2015年公司主营业务板块未发生变动，土地一级开发未能实现销售导致主营业务收入和毛利润出现大幅下降，公司经营有所恶化。

2. 一级土地开发

公司是铁岭市政府为开发铁岭新城而专门成立的政府建设主体平台，负责铁岭新城区的土地

一级开发。2006年3月，铁岭财京、铁岭市政府和土地储备中心共同签署了《铁岭市凡河新区土地一级开发项目合作协议》，确定铁岭财京是负责铁岭新城规划和土地运营的唯一主体。上述约定以协议的方式使公司成为铁岭新城地区唯一的土地一级开发商，保证了公司土地一级开发业务的区域垄断性。截至2016年3月，公司合计已完成出让土地14,083.26亩，未开发土地6,153.63亩。

（1）土地开发成本

公司土地开发成本包括土地征收拆迁费用和土地出让成本两大部分。

土地征收方面，2015年，公司完成征地面积为零，未支付任何征地补偿费用。截至2016年3月底，铁岭新城累计完成征地32,987亩，该等土地均不属于基本农田，不涉及基本农田保护问题。截至2016年3月底，铁岭新城累计支付征地补偿费用138,640万元。

拆迁方面，根据子公司铁岭财京与铁岭县凡河镇人民政府分别于2006年6月2日签署的《拆迁工作委托协议》、《征地工作委托协议》，铁岭新城的征地与拆迁工作由铁岭财京委托铁岭县凡河镇人民政府进行。截至2016年3月底，公司累计完成拆迁农户1,822户（住宅），完成整体拆迁任务的66.66%，铁岭财京实际支付拆迁费用合计41,907.77万元，其中2015年完成拆迁1户，支付拆迁费用85.77万元。

（2）土地销售

公司需在取得地块“招、拍、挂”公告和土地成交确认书，且土地使用权受让方按照“招、拍、挂”公告要求将出让金缴入财政局专门账户后，公司才能按照土地开发协议取得相应土地开发收入。公司土地开发完毕后，交给市土地储备中心，再由国土部门收储后进行相关土地挂牌转让。土地出让涉及政府部门较多，相关流程较为复杂，导致从出地招商到出让再到收入确认过程时间较长。同时土地作为特殊商品，所有权归政府所有，公司只有开发权和收益权，政府对土地市场的引导对公司土地出让收入有一定影响。

在宏观经济下滑环境下，受三、四线城市房地产市场持续低迷及去库存化影响，开发商持观望态度，2015年，公司挂牌土地未实现土地摘牌。截至2015年底，公司已开发未出让土地7,442.94亩，未开发土地6,153.63亩，未来有较多的土地可供出售。截至2016年3月底，公司已经累计完成出让土地14,083.26亩。

从土地用途来看，按铁岭市政府相关规划，公司出让土地用途主要为居住、商业、公共设施（医院及学校等）、市政（绿地及旅游）等，已开发待出让土地中，近七成为居住用地，商业、公共设施和市政，土地面积相对平均。

土地出让单价方面，近年来公司土地出让单价逐年上升。2014年，公司土地出让价格为128万元/亩，较2013年的114.44万元/亩的售价水平提升了13.56万元/亩。未来随着铁岭新城地区的继续发展，铁岭新城土地出让价格仍有一定的上升空间。

总体看，铁岭新城区规划较完善，公司作为该区域唯一的以及土地开发企业，具有垄断优势，并已完成了较多的土地一级开发业务；受制于当地房地产市场景气度低迷，2015年公司无土地出让，导致2015年公司收入和利润出现大幅下降。

（3）土地项目洽谈情况

结合铁岭新城得天独厚的自然资源优势以及城市产业发展需要，公司与黑龙江马迭尔集团股份有限公司从2015年11月开始进行了多次沟通，筹备在凤冠山西地块（占地1,652亩）建设冰雪大世界项目，铁岭市委市政府将此项目确定为2016年铁岭市重点招商引资项目，目前由铁岭市政府

积极推进。

2015年4月，公司实地考察了黑龙江嘉天房地产开发有限责任公司在哈尔滨成功运作的松蕾商厦项目。黑龙江嘉天房地产开发有限责任公司也多次到铁岭新城进行实地考察、调研、论证，拟在铁岭新区复制该项目。目前项目初步选址在凡河以东、昆仑山路以西、黑龙江路以南、松花江路以北地块（占地289亩），公司在积极沟通跟进该项目，力争2016年促进该项目落地。

公司与铁岭拓峰房地产开发有限公司、沈阳电力房产公司、苏州全球地产有限公司、中际亚洲集团有限公司、中粮国际集团（沈阳分公司）、沈阳东北精英联盟等投资企业等就松花江路以南、鸭绿江路以北、泰山路以西、庐山路以东（占地320亩）开发建设商住及养老产业项目进行洽谈，上述企业投资意向较为强烈。公司正积极跟进并协调土地局、规划局及市政府等相关部门，大力促进该产业的进驻。

总体看，尽管2015年公司挂牌土地未实现摘牌，但公司积极发现潜在摘牌客户，目前有一定土地项目处于洽谈当中，2016年有望实现土地摘牌并实现经营状况好转。

3. 基础设施运营

作为城市综合运营商，公司在进行土地一级开发业务的同时，将城市基础设施运营业务作为其未来稳定的利润来源。公司旗下设立公用事业公司和传媒公司，具体开展铁岭新城的供水、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，暂不具备盈利能力。2015年，公用事业公司实现营业收入1,626.72万元，净利润-1,635.55万元。截至2016年3月底，公用事业公司总资产38,794.16万元，净资产16,005.26万元，2016年1~3月实现营业收入232.20万元，净利润-568.8万元。

公司汽车租赁业务主要由公用事业公司旗下子公司铁岭财京汽车租赁公司运营管理。汽车租赁业务以政府公务用车为主，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。公司对公务用车日常使用统一管理，定点加油，维护维修，以公务卡消费形式，每月集中办理费用报销手续，实际发生费用定期向财政部门结算，目前经营收支基本平衡。截至2015年末，公司有租赁用车40台。

2009年4月，公司成立传媒公司，主要业务主要为户外广告经营，2015年，传媒公司实现营业收入92.00万元，净利润6.34万元。截至2016年3月底，传媒公司总资产381.16万元，净资产126.80万元，2016年1~3月，实现营业收入26.83万元，净利润10.10万元。

总体看，跟踪期内公司下属公共事业公司仍不具备盈利能力；传媒公司经营状况尚可，毛利率有所上升，但整体规模较小。

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，2015年由于铁岭房地产市场低迷公司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。同时，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

未来公司将坚持以土地一级开发业务作为战略核心业务，集中优势资源，扩大规模，夯实公司的发展基础，同时，积累丰富的开发经验，组建企业的核心团队。

具体战略布局方面，首先，公司需要立足主业，经营城市，执行差异化战略，打造中国优秀的城市运营商；继续完善新城区基础设施建设，美化优化环境；丰富城市运营商题材，做大做强城市运营业务。其次，公司将进行横向模式复制。在有条件的情况下，公司将跨区域进行模式复制。再次，公司将进行纵向多元化发展，分散经营风险，采取现金流补偿原则进行纵向多元化。

具体项目方面，《铁岭凡河新区莲花湿地恢复及综合开发项目合作协议书》的签署，符合公司的长期发展战略，将对公司经营带来积极的影响。该项目总投资 12 亿元，截至 2016 年 3 月底，已投资 9.90 亿元，未来几年该项目将为公司带来稳定的收益。因莲花湿地与公司原 22 平方公里土地一级开发项目直接相连，尤其能够提升公司已开发的尚未出售土地的价值，近 7,000 余亩的土地储备具有较大的升值潜力和空间。

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；莲花湿地项目预计未来将成为公司新的利润增长点；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2015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。2015年公司纳入合并范围内子公司4家，与2014年相同，相关会计政策连续，财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 630,231.54 万元，负债合计 305,800.74 万元，所有者权益 324,430.80 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2015 年，公司实现营业收入 3,438.10 万元，净利润-17,933.97 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；2015 年公司经营活动现金流量净额为 10,462.51 万元，现金及现金等价物净增加额 15,235.55 元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总计 671,525.25 万元，负债合计 349,218.90 万元，所有者权益 322,306.35 万元，全部为归属于母公司所有者权益。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 330.76 万元，净利润-2,124.45 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；2016 年 1~3 月公司经营活动现金流量净额为-18,861.50 万元，现金及现金等价物净增加额 20,129.49 亿元。

1. 资产及负债结构

(1) 资产

截至2015年底，公司资产总额630,231.54万元，较年初增长1.51%，资产规模较为稳定。截至2015年底，公司资产构成中，流动资产占比93.07%，非流动资产占比6.93%，公司资产构成以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产586,575.93万元，较年初增长1.12%，基本保持稳定，主要由存货（占比82.38%）、应收账款（占比10.77%）和货币资金（占比6.15%）构成。

截至2015年底，公司货币资金36,100.80万元，较年初增长73.02%。货币资金中银行存款36,092.96万元，货币资金中无受限资金。

截至2015年底，公司存货483,232.69万元，较年初增长6.47%，主要系受房地产业宏观调控影响，2015年公司无土地出让，且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482,492.80万元，占比99.84%。存货中含借款费用资本化金额49,428.60万元。存货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。截至2015年底，公司无用于债务担保的存货。

截至2015年底，公司应收账款账面余额92,448.89万元，计提坏账准备29,300.06万元，应收账款账面价值63,148.83万元，较年初下降21.13%，主要是公司2015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。从账龄看，1年以内应收账款账面余额57.22万元，未计提坏账准备；1~2年的应收账款账面余额9,440.33万元，坏账准备计提比例10%；2~3年的应收账款账面余额37,155.45万元，坏账准备计提比例20%；3~4年的应收账款账面余额33,682.12万元，坏账准备计提比例40%；4~5年的应收账款账面余额11,654.21万元，坏账准备计提比例60%；5年以上的应收账款账面余额459.57万元，坏账准备计提比例100%。应收账款中铁岭市土地储备中心地价款83,727.21万元，占比90.56%，计提26,277.44万元坏账准备；铁岭市土地储备中心配套费8,662.52万元，计提3,022.43万元坏账准备。受土地一级开发特殊经营模式影响，应收账款应收方主要为铁岭市土地储备中心，占比超过99%，公司应收账款不能收回的可能性很低；但公司应收账款账龄较长，对公司资金回笼产生较大压力。

截至2015年底，公司非流动资产总额43,655.61万元，较年初增长7.19%，主要是递延所得税资产大幅增长。公司非流动资产主要由固定资产（占比65.82%）、递延所得税资产（占比21.10%）和无形资产（占比8.47%）构成。

截至2015年底，公司固定资产账面价值28,732.20万元，其中房屋及建筑物10,767.52万元，机器设备13,838.58万元，运输设备1,727.69万元，道路1,872.36万元，办公设备及其他526.05万元。公司固定资产中通过经营租赁租出的房屋建筑物982.99万元。固定资产账面余额37,966.78万元，累计计提折旧9,234.57万元，成新率75.68%，成新率尚可。

截至2015年底，公司递延所得税资产9,209.18万元，同比增长122.41%。其中由于资产减值准备导致计提递延所得税资产7,530.89万元，由于可抵扣亏损计提递延所得税资产1,678.28万元。

截至2015年底，公司无形资产3,699.31万元，较年初下降2.15%。无形资产中土地使用权3,692.29万元，占比99.81%。

总体看，公司资产规模较大，构成较简单，以流动资产为主，土地开发存货为公司的主要资产；跟踪期内资产规模和结构基本稳定，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

截至2015年底，公司负债合计305,800.74万元，较年初增长12.03%，主要由于应付债券增加所致。截至2015年底，公司负债构成中，流动负债占比41.00%，非流动负债占比59.00%，公司负债以非流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债125,372.59万元，较年初增长14.87%，主要是一年到到期非流动负债增长导致。公司流动负债主要以一年内到期的非流动负债（占比31.90%）、短期借款（占比31.51%）、应付账款（占比24.52%）和应付利息（占比6.46%）构成。

截至2015年底，公司短期借款39,500万元，为保证借款，余额较上年持平。

截至2015年底，公司应付账款30,745.73万元，较年初增长3.33%。应付账款主要为暂估工程款，金额29,553.63万元，占比96.12%。应付账款账龄以一年之内为主，账龄超过一年的大额应付账款包括铁岭市市政建设工程公司1,181.51万元，铁岭市通达通讯工程有限责任公司509.35万元，朝阳建设集团有限公司铁岭新城凡河一桥项目经理部243.30万元，辽宁华电铁岭发电有限公司221.09万元，中铁九局集团有限公司铁岭新区工程项目经理部140.39万元和山东省交通工程监理咨询公司铁岭海慧工程监理咨询处116.64万元。

截至2015年底，公司应付利息8,096.72万元，为公司债券利息。应付利息较年初增长16.58%，系公司应付债券本金增加导致应付利息相应增长所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债40,000.00万元，系中信信托有限责任公司长期借款转入，到期日2016年4月28日。

截至2015年底，公司非流动负债合计180,428.15万元，较年初增长10.14%，主要由于应付债券的增长所致。截至2015年底，公司非流动负债主要由应付债券（占比82.71%）和长期借款（占比14.96%）构成。

截至2015年底，公司应付债券149,232.33万元，同比增长50.03%，主要为2015年“15铁岭01”债券发行所致。其中“14铁岭债”余额99,584.74万元、“15铁岭01”余额49,647.59万元，均为五年期债券，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

截至2015年底，公司长期借款27,000万元，较年初下降55%，主要由于中信信托有限责任公司40,000万元长期借款转为一年内到期的非流动负债。长期借款均为国家开发银行借款，共6笔，均为2022年5月到期。

截至2015年底，公司全部债务合计255,732.33万元，较年初增长11.69%，主要系公司2015年发行公司债券所致。其中短期债务为79,500万元（占比31.09%），长期债务为176,232.33万元（占比68.91%）；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48.52%、44.08%和35.20%，分别较上年上升4.55、4.39和3.77个百分点，债务水平有所上升。

截至2015年底，公司所有者权益合计324,430.80万元，较年初下降6.74%，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67.53%）和股本（占比25.42%）构成。公司所有者权益中，未分配利润占比较大，权益的结构稳定性偏弱。

截至2015年底，公司股本82,479.13亿股，较年初增长50%，主要是根据《关于2015年半年度利润分配预案》，以原有股本549,860,862股为基数，向全体股东每10股送5股，共计转增274,930,431股（每股面值1元），转增后公司的股本为824,791,293股。公司未分配利润为219,073.98万元，较年初下降18.86%，主要由于公司2015年未分配利润转增股本27,493.04万元，向股东分红5,498.61万元，同时2015年公司出现亏损，共同导致未分配利润下降。

总体看，跟踪期内，公司债务有所增长，负债率有所上升；公司权益派送导致股本大幅增长，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。

2. 盈利能力

2015年，公司营业收入3,438.10万元，同比下降86.93%，主要系铁岭房地产市场行情低迷，公司2015年无土地开发收入所致；公司营业成本3,312.59万元，同比下降56.08%。公司营业收入大幅下降，导致公司营业利润率大幅下降，2015年营业利润率1.32%，较2014年下降69.81个百分点。

2015年，公司费用总额9,651.47万元，同比下降2.63%，主要由于销售费用和财务费用下降所致，2015年公司销售费用和财务费用分别为200.22万元和5,717.37万元，分别同比下降40.93%和3.80%。公司费用构成中，销售费用占比2.07%；管理费用占比38.69%；财务费用占比59.24%。由于公司收入大幅下降，2015年费用收入比大幅提升，达280.72%。

2015年公司资产减值损失13,560.91万元，同比增长228.75%，为公司计提的坏账损失。2015年公司营业外收入208.20万元，同比增长20.28%，其中政府补助162万元，固定资产处置利得45.72万元。2015年公司所得税费用-5,068.46万元，出现大幅下降，为递延所得税费用。2015年公司净利润-17,933.97万元，出现大幅下降。

总体看，公司土地开发业务受房地产行业不景气影响，2015年公司无土地出让，公司营业收入和利润出现大幅下降，公司盈利能力严重弱化。

3. 现金流

从经营活动看，2015年，公司经营活动产生的现金流入44,106.79万元，较2014年下降67.08%，主要由于2015年未实现土地摘牌，导致收入规模下降所致。受到收入下滑影响，土地开发也大幅放缓，2015年公司经营活动产生的现金流出33,644.29万元，较2014年下降84.19%。2015年公司经营活动产生的现金流量净额10,462.51万元，经营活动现金呈流入状态。2015年，公司现金收入比为278.82%，受应收款账款回收情况影响较大。

从投资活动看，2015年，公司投资活动产生的现金流入3,056.92万元，主要是理财到期赎回导致，受此影响，2015年公司投资活动产生的现金流量净额2,822.21万元。

从筹资活动看，2015年，公司筹资活动产生的现金流入126,139.17万元，较2014年下降36.57%，主要由于2015年无土地开发收入，土地开发投入大幅下降，公司资金需求有所下降。筹资活动现金流入中取得借款所收到的现金76,500万元，发行债券所取得的现金49,625万元；2015年，公司筹资活动产生的现金流出124,188.33万元，较2014年下降5.07%。筹资活动现金流出中偿还债务支付的现金99,500万元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金24,688.33万元。2015年公司筹资活动产生的现金流量净额1,950.84万元，筹资活动现金呈流入状态，但流入金额较前两年大幅下降。

总体看，2015年，由于未实现土地摘牌，整体现金流规模下降，主要现金流来源于筹资活动产生的现金流。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动资产规模相对稳定，受信托借款转入一年内到期部分使得流动负债规模有所上升所致，公司流动比率由上年的5.32倍下降至4.68倍；公司存货规模较大，且2015年公司存货有所上升，导致速动比率由上年的1.16倍下降至0.82倍。受益于2015年筹资活动流入现金大幅增长，公司现金类资产大幅增长，公司现金短期债务比由上年的0.30倍上升为0.45倍。整体来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA为-15,015.67万元，较2014年大幅下降，主要由于2015年公司利润总额出现大幅下降。2015年，公司EBITDA利息倍数为-0.80倍，EBITDA全部债务比为-0.06倍。公司EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期偿债能力有待提升。

截至2016年3月底，公司获得各银行授信合计9.00亿元，尚未使用额度2.25亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016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2016年5月20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，跟踪期内，公司债务规模有所扩大，债务负担有所加重，短期偿债能力较强，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2015年底，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3.61亿元,约为“14铁岭债”(10亿元)的0.36倍,公司现金类资产对债券的覆盖程度较低;净资产达32.44亿元,约为债券本金(10亿元)的3.24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,2015年,公司 EBITDA 为-15,015.67万元,约为债券本金(10亿元)的-0.15倍,公司 EBITDA 对“14铁岭债”的覆盖程度低。

从现金流情况来看,公司2015年经营活动产生的现金流入4.41万元,约为债券本金(10亿元)的0.44倍,公司经营活动现金流入量对“14铁岭债”的覆盖程度偏低。

综合以上分析,并考虑到公司铁岭新城区是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。未偿付的本次债券之债券持有人、本次债券受托管理人在此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。

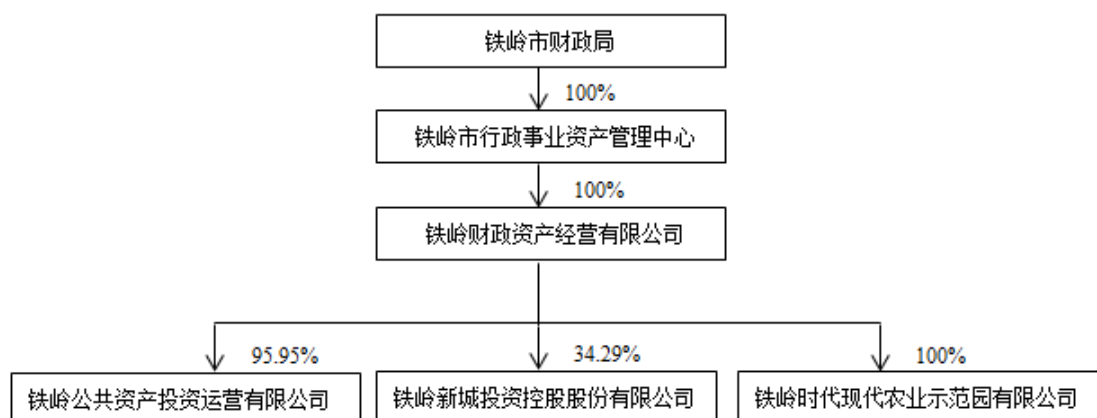
2. 担保人分析

(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258,651万元人民币。2010年3月29日,铁岭财政资产经营有限公司由资本公积7,105万元转增实收资本,其实收资本增加至265,756万元。铁岭经营的经营范围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。

铁岭经营唯一股东为铁岭市行政事业资产管理中心,铁岭市行政事业资产管理中心成立于2008年4月30日,隶属于铁岭市财政局,负责铁岭市财政局委托授权范围内的市直属行政事业单位国有资产的管理,除持有铁岭经营股权外,无其他经营性业务。铁岭经营及其控股的主要公司股权结构如下图:

图 2 截至 2015 年底铁岭财政资产经营有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

铁岭经营主要通过其控股子公司开展业务，截至 2015 年底，铁岭经营直接控股子公司 3 家，分别为铁岭新城投资控股股份有限公司、铁岭公共资产投资运营有限公司（以下简称“铁岭公投公司”）和铁岭时代现代农业示范园有限公司（以下简称“铁岭农业公司”）。

其中铁岭公投公司系于 2007 年 4 月 24 日经铁岭市人民政府铁政[2007]39 号文件批准，由铁岭经营与铁岭市国有资产经营有限责任公司共同出资组建的有限责任公司。截至 2015 年底，铁岭公投公司注册资本为 201,000.00 万元。铁岭公投公司经营范围为：城镇基础设施和公用事业建设投资；国有资产投资及运营管理。

铁岭农业公司系于 2009 年 9 月成立，截至 2015 年底，铁岭农业公司注册资本为 50.00 万元。铁岭农业公司主要经营农作物种植、销售。

铁岭经营本部现有职工 31 人，跟踪期内，铁岭经营部门设置略有调整，截止 2016 年 3 月底，公司设有办公室、市场开发部、融资业务部、资产经营部、监督评审部、投资业务部、财务管理部七个职能部门。

铁岭经营法定代表人：李世范；注册地址：铁岭市新城区金沙江 39 号 4 层。

（2）经营状况

2015 年铁岭经营的收入主要来自于铁岭公投公司，铁岭公投公司经营状况能从侧面反映铁岭经营公司经营状况。2015 年纳入铁岭公投公司的子公司 37 家，主营业务包括公共事业、金融业务、房地产业务和其他业务，具体情况见下表。

表 2 2014~2015 铁岭公投公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元，%）

产品	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公共事业收入：	160,729.59	49.69	17.45	128,610.33	48.34	19.85
建设业务收入	115,335.00	35.66	14.10	76,026.90	28.58	16.31
供水、供热业务收入	42,052.29	13.00	23.49	44,462.86	16.71	28.94
土地业务收入	3,342.30	1.03	56.90	8,120.58	3.05	3.27
金融业务收入：	136,879.13	42.32	38.39	123,565.43	46.44	28.65
银行业务收入	136,611.75	42.24	38.34	123,323.44	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
房地产收入：	19,775.91	6.11	19.57	8,769.23	3.30	26.85

房地产业务收入	19,775.91	6.11	19.57	8,769.23	3.30	26.85
其他收入:	6,051.52	1.87	27.38	5,112.83	1.92	28.49
酒店业务收入	4,366.23	1.35	43.65	3,841.46	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	-1,905.58	--	--	--
合计	323,436.14	100.00	26.63	266,057.83	100.00	24.34

资料来源：铁岭公投公司审计报告

2015年，铁岭公投公司营业收入266,057.83万元，同比下降17.75%，主要系建设业务收入的下降所致。2015年，铁岭公投公司公共事业、金融业务、房地产业务和其他业务分别占比48.34%、46.44%、3.30%和1.92%，受2015年铁岭市整体房地产景气度下降影响，房地产业务和建筑业务较2014年有所下降；受铁岭市场经济影响，2015年银行业务收入也较上年略有下降。从毛利率来看，2015年，铁岭公投公司毛利率24.34%，较2014年略有下降。从各业务板块来看，公用事业、房地产和其他业务毛利率略有上升，金融业务毛利率有所下降，主要系铁岭公投参股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影响，铁岭经营主要运营主体铁岭公投2015年主营业务收入有所下降，整体毛利率也略有下降，但依然维持在较高水平。

(3) 财务状况

铁岭经营提供了2015年度审计报告（母公司），出具了标准无保留意见的审计结论，由于截至本报告出具日铁岭经营合并口径财务报表尚未审计完毕，本次主要分析铁岭经营母公司财务情况。

截至2015年底，铁岭经营母公司资产总额1,176,999.06万元，负债合计846,338.43万元，所有者权益330,660.63万元。2015年，铁岭经营母公司实现营业总收入147.22万元，净利润14.71万元；经营活动产生的现金流量净额172,603.28万元，现金及现金等价物净增加额-5,375.92万元。

资产负债及所有者权益

截至2015年底，铁岭经营母公司资产合计1,176,999.06万元，较年初增长9.06%，主要由于长期应收款、其他应收款和应收利息增长所致，其中流动资产占比47.91%、非流动资产占比52.09%。截至2015年底，铁岭经营母公司流动资产563,921.62万元，较年初增长3.19%，主要由于其他应收款增长所致。从流动资产的构成来看，铁岭经营母公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和应收利息构成，分别占比7.88%、60.91%、16.97%和14.24%。

截止2015年底，铁岭经营母公司货币资金44,436.14万元，银行存款为主，较年初减少10.79%；铁岭经营母公司应收账款343,504.22万元，较年初增长1.56%，账龄以1~2年和3年以上居多，分别占比72.79%和25.66%，前五大应收账款债务人占应收账款总额的60.24%，应收账款集中度较高，但考虑到应收账款债务人主要系铁岭市政府部门，铁岭经营未对应收账款计提坏账准备；铁岭经营母公司其他应收款95,687.10万元，较年初增长12.62%，账龄3年以上占比70%以上，其他应收款主要来自铁岭市棚户区改造基金、铁岭市财校基建办、铁岭湿地建设管理有限公司和铁岭市公安局等单位，回款风险不大，铁岭经营母公司未对其他应收款计提坏账准备；应收利息80,294.17万元，较年初增长9.28%，账龄依然以一至二年为主。

铁岭经营母公司非流动资产结构较2015年初变化不大，主要由长期股权投资（占比55.73%）和长期应收款（占比36.09%）构成。截至2015年底，铁岭经营母公司非流动资产613,077.44万

元，较年初增长 15.07%，主要是长期应收款增长所致；铁岭经营母公司长期股权投资 341,687.48 万元，较年初下降 0.36%，主要是对合营企业投资增长；长期应收款 221,245.66 万元，较年初增长 58.36%。

总体看，铁岭经营母公司资产规模较为稳定，资产中应收项目占比较高，资产流动性较差。

截至 2015 年底，铁岭经营母公司负债合计 846,338.43 万元，较年初增长 13.06%，主要系长期应付款、短期借款和应付账款增加所致。其中流动负债占比 52.06%；非流动负债占比 47.94%。

截至 2015 年底，铁岭经营母公司流动负债 440,588.43 万元，较年初增长 28.79%，主要系应付账款大幅增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占比 69.49%）和其他应付款（占比 23.92%）构成。铁岭经营母公司应付账款 306,167.88 万元，较年初增长 87.65%，主要是对铁岭市财政局和子公司铁岭公投的应付账款；铁岭经营母公司其他应付款 105,390.33 万元，较年初下降 34.09%，主要为关联方其它应付款，其中辽宁专用车基地开发有限公司 66,000 万元、县经营公司 22,000 万元、铁岭如意湖酒店有限责任公司 17,100 万元。

截至 2015 年底，铁岭经营母公司非流动负债 405,750 万元，较年初下降-0.18%，基本保持稳定，主要由长期应付款（占比 62.05%）和长期借款（占比 37.95%）构成。截至 2015 年底，公司长期应付款 251,750 万元，较年初增长 40.80%，主要系对辽宁公共发展投资有限公司的应付款增长所致；长期借款 154,000 万元，较年初下降 32.37%，主要系借款偿还所致，其中三年以上长期借款 144,000 万元，短期内不存在集中偿付压力。

跟踪期内，铁岭经营母公司资产规模稳步增长，负债规模增速高于资产增速，资产负债率稍有上升，由 2014 年底的 69.36% 上升至 2015 年底的 71.91%。由于长期刚性债务下降，截至 2015 年底，全部债务资本化和长期债务资本化率分别 35.63% 和 31.77%，分别较上年下降 7.10 个百分点和 9.01 个百分点。

截至 2015 年底，铁岭经营母公司所有者权益合计 330,660.63 万元，实收资本占 80.37%，资本公积占 19.57%，未分配利润占 0.06%，铁岭经营权益结构较上年无明显变化。铁岭经营母公司所有者权益中实收资本占比较高，权益的稳定性较好。

盈利能力

2015 年，铁岭经营母公司主营业务收入 147.22 万元、同比增长 407.21%；净利润 14.71 万元，同比下降 1.18%。2015 年，铁岭经营母公司费用总额 4,444.46 万元，同比增长 1,742.48%，主要是 2015 年利息支出 4,055.00 万元导致财务费用大幅增长所致。近两年铁岭经营母公司费用收入比分别为 831.08% 和 3,018.97%，费用收入比水平高。近两年铁岭经营母公司投资收益分别为 255.22 万元和 4,324.75 万元，主要是长期股权投资产生的投资收益大幅增长，投资收益对铁岭经营母公司利润贡献度很高。

总体看，2015 年度铁岭经营母公司盈利能力较弱，投资收益对铁岭经营母公司利润水平影响较大。

现金流

铁岭经营母公司经营活动现金流规模较大，2015 年，铁岭经营母公司经营性现金流入 357,199.15 万元，同比增长 36.88%，经营活动现金流出 184,595.88 万元，同比增长 4.46%，铁岭经营母公司经营性现金净呈净流入状态，经营活动产生的现金流量净额 172,603.28 万元，同比增长 84,250.81 万元，同比增长 104.87%。铁岭经营母公司投资活动现金流情况较为简单，2015 年投资活动取得投资收益收到现金 1,880.00 万元，导致铁岭经营母公司投资活动现金流呈净流入状态，投资活动产生的现金流量净额 1,379.71 万元。2015 年，铁岭经营母公司筹资活动现金流呈现净流入

出状态，筹资活动产生的现金流量净额-179,358.91 万元。

总体看，铁岭经营母公司经营活动与筹资活动现金流规模较大，2015 年筹资活动现金流出规模较大，公司存在一定融资压力。

债券保护效果评价

以铁岭经营母公司2015年底财务数据测算，本次债券10亿元的发行规模占铁岭经营母公司净资产的30.24%，占铁岭经营母公司净资产比重不高；铁岭经营母公司2015年经营活动现金流入量是本次债券的3.57倍，对本次债券的覆盖能力较好。铁岭经营母公司的担保对债券的保护程度较高。

总体看，铁岭经营母公司净资产和经营活动现金流入量相对“14 铁岭债”规模较大；同时考虑到铁岭经营母公司在合并范围内主要行使管理职能，合并财务报表范围内资产和收入主要来源于控股子公司铁岭公投，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

跟踪期内，铁岭新城资产依然保持较大规模，资产质量依然良好，公司继续保持其在铁岭市新城区的土地资源获取上的排他性优势。但受铁岭新城区房地产市场发展放缓影响，公司2015年无土地出让收入，整体收入及利润规模大幅减少，由上年的盈利转为亏损。

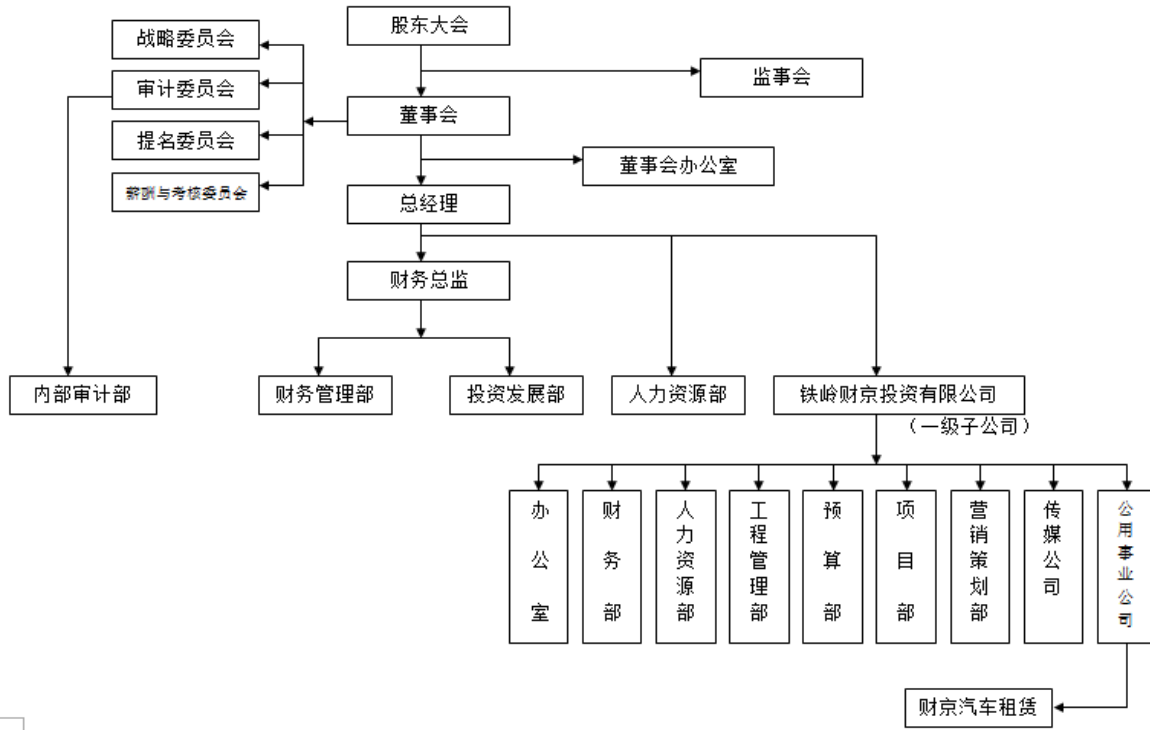
未来，随着洽谈土地项目取得进展，公司有望重新实现盈利，并保持经营状况稳定。

“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，铁岭经营母公司资产规模较大，铁岭经营的担保对“14铁岭债”的信用状况有积极作用。

综上，联合评级下调公司主体信用等级至“AA-”，评级展望调整为“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

组织结构图



附件2 铁岭新城投资控股股份有限公司

主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	62.08	63.02	67.15
所有者权益(亿元)	34.79	32.44	32.23
短期债务(亿元)	6.95	7.95	7.95
长期债务(亿元)	15.95	17.62	22.59
全部债务(亿元)	22.9	25.57	30.54
营业收入(亿元)	2.63	0.34	0.03
净利润(亿元)	0.29	-1.79	-0.21
EBITDA(亿元)	1.29	-1.5	--
经营性净现金流(亿元)	-7.89	1.05	-1.89
应收账款周转次数(次)	0.17	0.04	--
存货周转次数(次)	0.02	0.01	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.01	--
现金收入比率(%)	505.67	278.82	470.05
总资本收益率(%)	1.68	-2.11	--
总资产报酬率(%)	1.83	-2.76	--
净资产收益率(%)	0.83	-5.34	--
营业利润率(%)	71.13	1.32	-105.85
费用收入比(%)	37.68	280.72	670.87
资产负债率(%)	43.97	48.52	52
全部债务资本化比率(%)	39.69	44.08	48.65
长期债务资本化比率(%)	31.43	35.2	41.21
EBITDA利息倍数(倍)	1.08	-0.80	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.06	-0.06	--
流动比率(倍)	5.32	4.68	5.27
速动比率(倍)	1.16	0.82	1.03
现金短期债务比(倍)	0.3	0.45	0.71
经营现金流动负债比率(%)	-72.25	8.35	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.13	-0.15	--

注：1、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 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 4 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。