

跟踪评级公告

联合[2016]2511号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15秦汉债/15西咸秦汉债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十一月十四日



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>

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司 公司债券跟踪评级报告

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	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 秦汉债/15 西咸秦汉债	14 亿元	2015/11/27-2022/11/27	AA	AA

跟踪评级时间: 2016 年 11 月 14 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	13.02	22.19	49.92
资产总额(亿元)	59.78	93.41	157.77
所有者权益(亿元)	24.05	40.76	51.48
长期债务(亿元)	16.50	25.92	69.24
全部债务(亿元)	24.50	48.13	98.01
调整后全部债务(亿元)	24.50	48.13	100.37
营业收入(亿元)	7.66	8.21	9.11
利润总额(亿元)	2.15	2.78	2.81
EBITDA(亿元)	3.19	3.79	4.10
经营性净现金流(亿元)	-9.91	-24.10	-27.09
营业利润率(%)	16.87	17.17	17.82
净资产收益率(%)	8.68	6.63	5.30
资产负债率(%)	59.78	56.36	67.37
全部债务资本化比率(%)	50.47	54.14	65.57
调整后全部债务资本化比率(%)	50.47	54.14	66.19
流动比率(%)	299.57	337.28	438.78
全部债务/EBITDA(倍)	7.69	12.71	23.93
调整后全部债务/EBITDA(倍)	7.69	12.71	24.61
经营现金流负债比(%)	-51.64	-91.35	-79.84

注: 调整后全部债务=全部债务+长期应付款的有息部分。

分析师

崔俊凯 黄琪融 薛琳霞

邮箱: 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)

网址: Http: //www.lhratings.com

评级观点

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司(以下简称“公司”)是陕西省西咸新区秦汉新城土地整理和基础设施的投资与建设的重要主体,承担了秦汉新城土地整理和重点建设项目的投资与建设的任务。跟踪期内,公司在区域垄断地位、政府支持方面保持了显著优势,同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司未来投资规模较大,资产流动性较弱和秦汉新城一般预算收入下降、财政债务率较高等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

在西咸新区政策扶持下,秦汉新城将以新型城乡一体化和文化旅游为重点发展方向,公司作为该区域最主要的开发建设主体,业务规模及经营范围有望不断扩展,收入规模及盈利能力有望得以提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15秦汉债 /15西咸秦汉债”设置债券本金分期兑付条款,降低集中偿还风险,募投项目现金回流对本期债券本息保障能力较好;本期债券设立专项偿债账户,由北京银行股份有限公司西安分行实施监管。

综合考虑,联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“15秦汉债 /15西咸秦汉债”AA的信用等级。

优势

1. 西咸新区为国务院批准设立的国家级新区之一,区域发展规划明确,受国家政策支持力度大。作为西咸新区五大组团之一,秦汉新城依托其区域特点重点发展新型城乡一体化和文化旅游,发展前景良好,为公司未来发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为西咸新区秦汉新城内最主要的基

基础设施建设主体，土地开发整理业务量较大，区域垄断优势显著；获得了西咸新区秦汉新城管委会在资金注入、财政补贴以及代建业务等方面持续而有力的支持。

3. “15秦汉债 /15西咸秦汉债”设置了分期偿还本金的条款，降低了公司集中偿付压力。

关注

1. 跟踪期内，受整体宏观经济下行的影响，区域内土地出让收入下降幅度较大，导致秦汉新城基金收入和地方可控财力有较大下滑。
2. 公司在建基础设施项目已投入资金规模较大，未来回购款的到位情况受政府结算进度影响较大，且回购资金来源对区域内土地出让依赖性较高，公司存在一定的资金周转压力。
3. 跟踪期内，公司土地开发及基础设施建设投资规模大，债务规模快速增长，未来资本性支出压力较大。
4. 公司担保比率高，存在一定或有负债风险。

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）与陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任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，未因陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任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陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司提供，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至“15 秦汉债 /15 西咸秦汉债”到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司 公司债券跟踪评级报告

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陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司主体长期信用及“15 秦汉债/15 西咸秦汉债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司（以下简称“公司”）成立于 2010 年 5 月 27 日，前身为咸阳市泾渭新区开发建设有限公司（于 2011 年 9 月更名为“陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司”），系经咸阳市人民政府批准成立的国有有限责任公司，原始注册资本为 10.00 亿元，分别由咸阳市泾渭新区管理委员会（后更名为“陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会”，以下简称“秦汉新城管委会”）和咸阳市城市建设投资有限公司（以下简称“咸阳城投”）出资 0.40 亿元和 1.60 亿元，实收资本占注册资本总额的 20%¹。2011 年 9 月，原股东咸阳城投同意将其拥有的 80% 的股权以 1.60 亿元转让给咸阳市泾渭新区管理委员会。此次股份转让后，咸阳市泾渭新区管理委员会（即秦汉新城管委会）成为公司的唯一股东，公司性质变更为国有独资企业。秦汉新城管委会后又于 2011 年 9 月和 2012 年 6 月以货币形式分别出资 5 亿元²和 3 亿元³缴足注册资本。2014 年 12 月，秦汉新城管委会以货币资金形式增加公司注册资本 12.00 亿元；本次增资后，公

司注册资本变更为 22.00 亿元。2016 年 8 月，公司发布关于国有股权划转事项的公告，公司已于 2016 年 8 月 19 日完成股权划转的工商变更手续。根据《陕西省西咸新区开发建设管理委员会关于股权划转有关事项的批复》（陕西咸函[2016]111 号），秦汉新城管委会将其持有公司 51% 的股权无偿划转至陕西西咸新区发展集团有限公司。陕西西咸新区发展集团有限公司成立于 2011 年 9 月，是由陕西省西咸新区建设管理委员会（以下简称“西咸新区管委会”）组建的大型国有企业，注册资本 100 亿元，实收资本 20 亿元，由西咸新区管委会以货币方式出资。股权划转后，陕西省西咸新区发展集团有限公司持有公司 51% 的股权，秦汉新城管委会持有公司 49% 的股权。公司实际控制人为西咸新区管委会，实际控股股东为陕西西咸新区发展集团有限公司。

公司经营范围：土地开发及整理、文化教育场馆的开发建设、高科技项目的研发与投资；城市基础设施项目的投资、建设；城市建设，国有资产经营管理，投资服务，房地产开发，建筑工程，市政工程，文化旅游投资及开发，教育投资，装潢装饰，园林绿化，建材销售，户外广告（投资限公司自有资金、金融性资产项目除外）。

截至 2015 年底，公司合并范围内子公司 11 家。2015 年公司合并范围内新增 4 家子公司，分别为公司出资 5000 万元成立的陕西西咸新区秦汉新城水务有限公司、出资 5000 万元成立的陕西西咸新区秦汉市政工程有限公司、出资 2000 万元成立的陕西西咸新区秦汉土地整理有限公司和出资 1000 万元成立的陕西西咸新区秦风传统文化产业发展有限公司。公司本部下设综合行政部、财务融资部、监察审计部、发展经营部、企业管理部和成本合约

¹该出资已经陕西新元会计师事务所有限公司审验，并于 2010 年 5 月 18 日出具陕新会验字[2010]037 号验资报告。

²该出资已经陕西天信会计师事务所有限责任公司审验，并于 2011 年 9 月 27 日出具陕天会师验字[2011]1469 号验资报告。

³该出资已经陕西天信会计师事务所有限责任公司审验，并于 2012 年 6 月 19 日出具陕天会师验字[2012]1431 号验资报告。

部共 6 个职能部门。

截至 2015 年底，公司资产总额为 157.77 亿元，所有者权益合计 51.48 亿元。2015 年，公司实现营业收入 9.11 亿元，利润总额 2.81 亿元。

注册地址：西咸新区秦汉新城管委会规划展览中心；法定代表人：杨占文。

三、债券与募集资金使用情况

公司于 2015 年 11 月 27 日发行的“15 秦汉债/15 西咸秦汉债”，募集资金 14 亿元，公司拟将 2 亿元用于西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目、8 亿元用于西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目、4 亿元用于西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目。截至 2016 年 6 月底，募集资金已使用 47577.47 万元，均用于上述项目建设。

截至 2016 年 6 月底，西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目总投资 93956.97 万元，项目完工进度为 5%，已使用募集资金 20.60 万元；西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目总投资 141897.80 万元，项目完工进度为 20%，已使用募集资金 13000.00 万元；西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目总投资 83848.26 万元，项目完工进度为 45%，已使用募集资金 34556.87 万元。

四、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 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，显示中

国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 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。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的

态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

五、行业分析和区域经济

1. 基础设施建设行业分析

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控的指导意见》（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放松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. 区域经济环境

秦汉新城概况

秦汉新城是西咸新区管委会五大组团之一，位于西咸新区的几何中心，是西咸新区五大功能组团的核心区域。秦汉新城位于西安和咸阳交界处，总面积 302 平方公里，包括渭城区的正阳镇、窑店镇、渭城镇、秦都区的双照镇、兴平市的南位镇、周陵镇福银高速以南的区域以及泾阳县高庄镇的部分区域。规划建设用地 50 平方公里，遗址保护区面积 104 平方公里。秦汉新城交通区位优势，北临西北最大航空港—西安咸阳国际机场，南临亚洲最大内

陆客运站西安城北客运站，西铜铁路、福银高速、机场高速和 312 国道穿境而过。

目前秦汉新城招商已入区的项目有：西咸国际购物城项目、香港星河湾控股有限公司的现代服务业基地项目、秦文化公园项目、万通立体城市（安通立体）项目、清华附中、中科城市综合商务体、第四军医大学医教研产业园、西安交大二附院、天朗能源新材料总部中心项目、陕西首座国际化专业葡萄酒酒庄——张裕瑞纳城堡酒庄、东方今典优美小镇、大众民用汽车产业园、中石化低渗油田研发基地、海航机场集团秦汉高新技术产业园、西部投资集团项目、惠普数字秦汉媒体产业园等。总体看，秦汉新城未来发展前景较好。

秦汉新城财政概况

从近年来秦汉新城全口径财政收入构成上来看，秦汉新城地方可控财力主要来源于一般公共预算收入和基金收入，详见下表。

表1 2013~2016年1~9月秦汉新城财政收入构成
(单位: 亿元)

科目	2013年	2014年	2015年	2016年 1~9月
一般公共预算收入	13.60	15.65	8.66	12.93
税收收入	13.56	15.60	8.52	12.78
非税收入	0.04	0.05	0.14	0.15
基金收入	26.60	34.23	11.94	8.97
土地出让收入	26.30	33.13	10.64	8.52
其他	0.30	1.10	1.30	0.45
上级补助收入	0.88	0.87	1.31	1.25
返还性收入	--	--	--	--
财力性转移支付	0.04	0.02	--	--
专项转移支付	0.84	0.85	1.31	1.25

表2 秦汉新城债务余额及综合财力统计表(单位: 亿元)

地方债务(截至2015年12月底)	金额	地方财力(2015年度)	金额
(一)直接债务余额	28.96	(一)地方一般公共预算收入	8.66
1、外国政府贷款	--	1、税收收入	8.52
2、国际金融组织贷款	--	2、非税收入	0.14
(1)世界银行贷款	--	(二)转移支付和税收返还收入	1.31
(2)亚洲开发银行贷款	--	1、一般性转移支付收入	--
(3)国际农业发展基金会贷款	--	2、专项转移支付收入	1.31
(4)其他国际金融组织贷款	--	3、税收返还收入	--
3、国债转贷资金	28.96	(三)国有土地使用权出让收入	10.64
4、农业综合开发借款	--	1、国有土地使用权出让金	8.26
5、解决地方金融风险专项借款	--	2、国有土地收益基金	2.31

地方可控财力	41.08	50.75	21.91	23.15
--------	-------	-------	-------	-------

资料来源:秦汉新城财政局

2015年,秦汉新城财政一般公共预算收入为8.66亿元,较2014年大幅下降,一方面是由于西咸新区与咸阳市财政体制的确定,影响了收入范围的重新划分,使得本应2015年划转秦汉新城的25家重点企业的税收,在2015年均未划转;另一方面2015年受经济下滑的影响,房地产企业对土地需求下降以及土地出让随着开发建设的发展,土地招拍挂速度放缓,土地出让宗地面积相应减少。其中,税收收入和非税收入占比分别为98.38%和1.62%。2015年,基金收入大幅下降,为11.94亿元,主要系土地出让收入的大幅度下降所致。2015年,秦汉新城可控财力为21.91亿元。2016年1~9月,秦汉新城一般公共预算收入12.93亿元,超过2015年全年的财政收入,以税收收入为主,主要原因一方面是由于“营改增”后税收分成比例变化,另一方面是由于2015年底财政体制尚未理顺,本应划转秦汉新城的20多家企业税收截至2016年9月底完成划转。秦汉新城可控财力为23.15亿元,超过2015年全年的财政收入。

秦汉新城债务构成

截至2015年底,秦汉新城政府债务余额为28.96亿元,主要体现为国内金融机构借款。秦汉新城政府债务率((地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%)为132.18%,债务率水平过高。

6、国内金融机构借款	--	3、农业土地开发资金	0.07
(1) 政府直接借款	--	4、新增建设用国有土地使用权	--
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	--	(四) 城市基础设施配套费	1.30
7、债券融资	--	(五) 预算外财政专户收入	--
(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	--		--
8、其他	--		--
(二) 担保债务余额	--		--
1、政府担保的外国政府贷款	--		--
2、政府担保的国际金融组织贷款	--		--
3、政府担保的国内金融机构借款	--		--
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	--		--
6、其他	--		--
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	28.96	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	21.91
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			132.18%

资料来源：秦汉新城财政局

总体上看，跟踪期内，秦汉新城由于目前正处于建设发展阶段，一般预算收入规模较小，整体债务水平过重。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 8 月，公司注册资本 22 亿元，系国有独资有限责任公司，公司实际控制人为西咸新区管委会。

2. 企业规模

公司是陕西省西咸新区秦汉新城土地整理和基础设施的投资与建设的重要主体，承担了秦汉新城土地整理和重点建设项目的投资与建设的任务，在运营过程中得到秦汉新城管委会的大力支持。自成立以来，公司及其子公司承接了新城内发展规划类的重要项目，在城市基础设施建设、民生工程、安居工程、拆迁工作等方面具有一定的经验，建立了较为完善的投资决策、建造和运营管理体系，为提升公司市场竞争力和保持长期稳定发展打下了坚实基础。此外，秦汉新城区域内还有另外一家由秦汉新城管委会全资控股的公司—陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司（以下简称“秦汉天汉投资”），秦汉天汉投资主要负责秦汉新城区域内的文化产业项目的投资，由于成

立时间较短，业务规模较为有限，与公司不存在业务方面的重叠和竞争。随着西咸新区秦汉新城的快速发展，公司在该区域内的土地整理开发、城市基础设施建设、安置房建设等领域具有主导优势。

3. 人员素质

截至 2015 年底，公司高级管理人员 7 人，包括董事长兼总经理一人、副总经理三人和总经理助理三人。

董事长兼总经理杨占文先生，1962 年生，中共党员，本科学历。历任西北农业大学产业处处长，西北农林科技大学后勤（集团）公司总经理，咸阳市市长助理，咸阳市委秘书长、办公室主任。现任公司董事长，兼任秦汉新城管委会主任。

总经理许寿琨先生，1968 年生，研究生学历。历任国营华山机械厂团委干部，共青团西安市委干部、副主任科员，西安经济技术开发区管委会招商中心局副局长、招商四局局长，秦汉新城党工委委员，公司副总经理。2016 年 4 月起担任公司董事，总经理，秦汉新城党工委副书记、管委会副主任，陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司董事长、总经理。

副总经理杨占成先生，1964 年生，研究生学历。历任青海省甘德县委机要室干事、咸阳市秦都区区委统战部干事，咸阳市秦都区双照乡

纪委书记，马泉镇党委副书记、镇长，古渡镇党委副书记、镇长，礼泉县委常委、政法委书记，泾阳县委常委、常务副县长。2016年4月起任公司董事、副总经理，秦汉新城管委会副主任。

截至2015年底，公司本部在职员工370人。按学历构成划分，大专学历占13.7%，本科学历及以上占86.3%；按年龄构成划分，50岁以下员工占比为90.0%。

总体来看，公司高管具有政府及企事业单位工作背景和较强的专业素质，具备较高的管理水平。公司的人员构成与公司业务特征相符，基本能满足公司目前日常工作需要。

4. 政府支持

公司是陕西省西咸新区秦汉新城土地整理和基础设施的投资和建设的重要主体，承担了秦汉新城土地整理和重点建设项目的投资和建设的任务，在运营过程中得到秦汉新城管委会的大力支持，主要体现在资产注入和资金补贴方面。

(1) 资产注入

2015年，根据秦汉新城管委会秦汉管字(2015)191号文《关于无偿划拨管网等资产的通知》，将秦汉新城管委会所拥有的管网等资产无偿划拨给公司，划拨资产评估净值为3.50亿元，计入资本公积。

(2) 资金补贴

2015年，根据秦汉财函【2015】3号文件，公司获得政府补助总计2.65亿元，其中公租房扶植资金0.31亿元，安置房扶植资金1.14亿元，基础设施建设专项补贴1.20亿元，计入营业外收入。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理水平方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司负责陕西省西咸新区秦汉新城内的土地整理开发、城市基础设施建设、民生工程、安居工程，是该区域内土地整理和基础设施的投资和建设的重要主体，具备土地整理职能。公司目前业务主要集中在土地整理业务及工程建设服务。

2015年，公司实现营业收入9.11亿元，较2014年增长10.96%，主要系其他业务收入和土地整理业务收入的增长所致。收入结构方面，公司营业收入由土地整理收入、工程建设服务收入、房屋租赁收入及其他收入构成，2015年占营业收入的比重分别为87.16%、7.68%、1.32%和3.95%。毛利率方面，公司土地整理业务毛利率维持在13.04%水平，主要系依据公司与秦汉新城管委会签订的《土地一级开发框架协议》，公司开发收益按照土地一级开发实际成本的15%收益率计算所致；工程建设服务业务，依据公司与秦汉新城管委会签订的《项目委托代建框架协议》，公司工程建设服务实行全过程代建，包括土地征迁、前期设计、施工建设、工程竣工结算，竣工验收，项目后期评估，竣工档案资料整理等，以及项目建设相关的其他工作。秦汉新城管委会以货币资金形式向公司支付代建资金，委托代建项目总费用包括代建项目成本费用、委托代建管理费，其中委托代建管理费为公司的代建收入，会计上工程建设服务收入不计营业成本。2015年整体毛利率为19.03%。

表9 公司营业收入构成和毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2013年		2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理业务收入	71527.60	13.04	75602.83	13.04	79390.73	13.04

工程建设服务收入	3600.85	100.00	4446.56	100.00	6999.42	100.00
房屋租赁	1188.65	54.72	1187.10	54.66	1169.98	50.36
其他收入	327.54	4.69	866.44	5.07	3565.55	-17.01
合计	76644.64	17.92	82102.93	18.27	91125.68	19.03

资料来源：根据公司审计报告整理

(1) 土地整理业务

公司受秦汉新城管委会委托，从事秦汉新城区域内一级土地开发整理。依据《土地一级开发框架协议书》，土地一级开发收入根据项目完成情况按季度或者年度结算；公司根据项目实际支出的土地一级开发的直接成本和间接成本以及相应的委托开发收益以预结算确认书的方式进行预结算；在项目验收后再以土地一级开发总费用的决算审核报告进行最终的决算并确认收入。2015年，公司土地整理业务实现收入 7.94 亿元。公司完成土地整理及决算后，土储中心将组织进行土地出让，待土地出让后秦汉新城管委会将拨付相应土地决算确认的款项，故导致公司土地整理业务收入确认与实际收现存在一定时滞性。2015年，未收到土地整理业务回购款。

截至 2015 年底，公司账面土地整理成本尚有 19.18 亿元（在存货科目中体现），主要有北京万通立体城市、第四军医大学教研中心、太伟综合、星河湾集团、重庆中科、高强集团城市综合体、西咸健康城、西部机场集团生活基地和西藏民院等项目的土地整理支出。

秦汉新城区域总面积 303 平方公里，规划建设面积 50 平方公里，合计 75000 亩，截至 2015 年底，秦汉新城已完成土地征收（只涉及征地，不涉及拆迁）41255.98 亩，供应土地（采取划拨与出让的方式）17440.05 亩。其中，2015 年全年土地供应 3831.90 亩，完成土地征收 5828.54 亩。

总体来看，土地整理业务是公司主要收入来源，盈利能力较强，且呈上升趋势。公司作为秦汉新城区域内唯一的土地整理主体，未来土地整理业务对公司未来收入的实现形成一定支撑。

(2) 工程建设服务

公司受秦汉新城管委会委托，从事秦汉新城内基础设施项目的代建，包括保障性住房、安置性住房、道路、清华中学、渭河综合治理、渭河景观带、咸阳博物院、秦文化园、秦文化遗址公园等项目。依据《项目委托代建框架协议》，项目实行全过程代建，包括土地征迁、前期设计、施工建设、工程竣工结算，竣工验收，项目后期评估，竣工档案资料整理等，以及项目建设相关的其他工作。2015年，公司完成工程代建投资 23.33 亿元。

经营模式方面，秦汉新城管委会给予公司 3% 的成本加成比例作为项目代建管理费；秦汉新城管委会以货币资金形式向公司支付代建资金，委托代建项目总费用包括代建项目成本费用、委托代建管理费；每年年底对账并确认代建管理费，待项目完工后，秦汉新城管委会以季度末或年末为节点统一支付代建管理费。2015年，公司工程建设服务实现收入 0.70 亿元。截至 2015 年底，未收到代建项目回购款。

会计处理方面，公司将每年年底确认的代建管理费确认为当年收入，将已投入但尚未完工决算的代建项目成本计入“存货”科目中，将由代建项目成本投入而造成的现金流出计入“支付其他与经营活动有关的现金”科目中；待代建项目完工决算后，对应项目的成本费用移出“存货”并结转到“其他应收款”，相应应收代建成本费用不计入“营业成本”。

截至 2015 年底，公司存货中代建工程项目支出合计 62.50 亿元，主要有渭柳佳苑、周礼佳苑、秦韵佳苑和兰池佳苑等项目。

截至 2015 年底，由于代建的工程项目均未达到竣工结算条件，公司存货中的代建工

程项目均未结转至其他应收款中，且尚未收到政府回购款。政府回购资金来源主要来源于秦汉新城税收收入与土地出让收入，待项目竣工后，秦汉新城管委会将制定回购计划，并具体落实回购资金来源，联合资信将持续关注回购资金到位情况。总体上看，公司在建基础设施项目已完成投资规模较大，未来回购款的到位情况受政府结算进度影响较大，公司存在一定的资金周转压力。

(3) 地产开发项目

公司下属全资子公司陕西西咸新区秦汉房地产开发有限公司主要负责秦汉新城区域内的房地产项目开发，目前开发的商业地产项

目主要有兰池大厦、秦汉佳苑以及规划展览中心等。其中主要业务收入是出租规划展览中心取得的租赁收入，2015年为1169.98万元。

2. 在建及拟建项目

伴随着秦汉新城内城镇化进程的推进，公司承建的基础设施项目将逐渐加大，资金投入将逐步增加。截至2015年底，公司在建、拟建项目合计总投资311.12亿元，已完成投资62.50亿元，尚需投资248.62亿元；2016年，公司拟投入53.79亿元。公司未来投资规模较大，公司存在较大的外部融资压力。

表10 公司主要项目建设情况（单位：万元）

项目名称	项目工期	计划总投资	截至2015年底已投资	2016年计划投资	
基础设施建设项目	渭河生态景观带	2013-2015	70850	70850	0
	渭河生态综合治理	2012-2017	80000	80000	0
	清华中学	2013-2016	52224	50000	3500
	博物院建设项目	2014-2018	84000	45000	20000
	渭河生态景观带秦韵广场	2014-2015	2600	2600	0
小计		289674	248450	23500	
保障房项目	渭柳佳苑二期	2014-2016	176440	128690	32070
	周礼佳苑一期	2014-2017	76917	68000	0
	兰池佳苑一期	2014-2018	118397	61467	21897
	望贤小区一期	2013-2015	75335	75335	0
	秦韵佳苑	2013-2015	102162	43000	34465
小计	--	549251	376500	88432	

资料来源：公司提供

表11 未来公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	投资主体	总投资	2016年计划投资
沣泾大道	秦汉新城管委会	101745	61396
兰池四路	秦汉新城管委会	42310	16051
天汉大道	秦汉新城管委会	200242	15175
汉高大道	秦汉新城管委会	27696	15527
渭柳佳苑	秦汉新城管委会	462719	93354
兰池佳苑	秦汉新城管委会	260294	51164
望贤小区二期	秦汉新城管委会	103697	9692
秦兴佳苑安居小区	秦汉新城管委会	152968	20000
秦韵佳苑安居小区	秦汉新城管委会	102162	34465
清华附中秦汉学校	秦汉新城管委会	39715	26000
秦宫佳苑安居小区	秦汉新城管委会	93957	8000
秦汉新丝路数字文化创意（产业）基地	秦汉房地产	47000	50000
	秦汉建设集团	500000	
秦汉新城中央小镇	秦汉房地产	40000	20000
秦汉佳苑	秦汉房地产	72960	20560
秦汉天成汇	秦汉房地产	24800	8000
小计	--	2272265	449384

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司的发展总体定位为：按照“政府引导、市场机制、企业运作”的指导思想，以秦汉新城特色为重点，发挥秦汉新城的文化优势和生态优势，通过产业经营和资本经营，打造自身造血功能，在着力推动秦汉新城开发建设的同时，实现国有资产的保值增值。

公司的发展目标为，通过有效的管理机制和商业模式的创新，肩负新区重大基础设施建设和任务，以新型城乡一体化和文化旅游为重点，基础设施建设、房地产开发和金融为依托，形成集团发展的“产融结合”模式，构筑资本平台。创新城市建设模式，构建完备产业体系，致力于成为“管理创一流、投资上规模、发展超常规”的投融资平台企业的创新性领跑者。搭建和推动集团与社会资源互动合作，服务政府，助推秦汉新城发展，为秦汉新城构建“生态之城、文化之城”作出贡献。

未来五年，公司将结合其拥有的区域主导优势、区位优势和政策优势，形成以城乡一体开发与文化旅游为核心业务，以基础设施建设、金融业务与房地产业务为战略性支撑性业务的“二加三”产业布局，通过“成片开发、封闭运行”模式的实施带动区域地价整体升值；区域升值推动融资、投资、经营功能的实现，最终实现公司的发展目标。

总体上看，公司承担着对秦汉新城进行整体开发建设的重要任务，因而受到了秦汉新城管委会的大力扶持，同时储备了区内较多的项目资源，发展前景良好，业务规模及经营范围有望不断扩展。但同时，由于目前秦汉新城发展时间较短，且正处于发展建设阶段，区域经济环境及财政实力有待进一步提升；公司目前项目投资规模较大，代建项目投资支出的收回还有赖于土地出让的实现以及区域经济环境的逐步提升。

九、财务分析

公司提供的2013~2015年度合并财务报表

均经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，事务所出具了标准无保留意见的审计结论。

财务报表合并范围变化方面，截至2015年底，公司纳入合并范围子公司合计11家。2015年，公司合并范围内新增4家子公司，分别为公司出资5000万元成立的陕西西咸新区秦汉新城水务有限公司、出资5000万元成立的陕西西咸新区秦汉市政工程有限公司、出资2000万元成立的陕西西咸新区秦汉土地整理有限公司和出资1000万元成立的陕西西咸新区秦风传统文化产业发展有限公司。整体看，公司合并报表范围变化对财务报表可比性影响较小。

截至2015年底，公司合并资产总额为157.77亿元，所有者权益合计为51.48亿元（其中少数股东权益0.35亿元）。2015年，公司实现营业收入9.11亿元，利润总额2.81亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要来源于土地整理业务收入和工程建设服务收入。近三年，公司营业收入有所增长，年复合增长9.04%。2015年金额为9.11亿元，较2014年增长10.99%，主要系土地整理业务和其他业务收入的增长所致。同期营业成本为7.38亿元，较2014年增长9.96%，增速低于营业收入的增长。

期间费用方面，2015年，公司期间费用合计1.44亿元，同比增长27.45%。公司期间费用占营业收入的15.83%，较上年同期上升2.05个百分点。公司的期间费用以财务费用为主，2015年为1.19亿元，同比增长22.04%。公司期间费用控制能力一般。

近三年，公司营业外收入波动中有所增长，年复合增长17.53%。2015年，公司营业外收入2.65亿元，主要为政府补助。

近三年，公司利润总额有所增长，年均复合增长14.20%，其中2015年为2.81亿元，同比增长0.78%。

从盈利指标看，2015年，公司营业利润率保持上升，为17.82%。公司净资产收益为

5.30%，同比下降 1.33 个百分点；公司总资本收益率为 2.58%，同比下降 1.51 个百分点；主要由于公司所有者权益和全部债务的增加所致。总体看，公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7.94 亿元，同比下降 3.61%。现金收入比为 87.16%。公司收到的其他与经营活动有关的现金 9.97 亿元，较上年增长 49.29%，主要是由于往来款和政府补贴款增长所致。2015 年，公司购买商品接受劳务支付的现金为 18.70 亿元；同比增长 38.57%。支付的其他与经营活动有关的现金为 26.16 亿元，较 2014 年增长 2.81%。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-27.09 亿元。

投资活动方面，公司投资活动产生的现金流量规模较小。2015 年公司无投资活动现金流入。投资活动现金流出量为 1.36 亿元，主要为投资支付的现金。2015 年公司投资活动产生的现金净流量为-1.36 亿元。

筹资活动方面，2015 年筹资活动现金流入为 88.14 亿元，同比增长 78.23%，主要系取得借款收到的现金和发行债券收到的现金的快速增长所致。收到的其他与筹资活动有关的现金 2.70 亿元，主要为融资租赁收到的款项。筹资活动现金流出主要是偿还债务，分配股利、利润或偿付利息和支付其他与筹资活动有关的现金。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 50.93 亿元。

总体来看，受公司项目投资支出与资金回流不相匹配，以及往来款等因素的影响，经营活动现金净流量为负，这部分资金缺口主要靠筹资活动资金净流入来平衡；伴随公司在建及拟建项目陆续推进，公司外部融资压力将不断上升。

3. 资本及债务结构

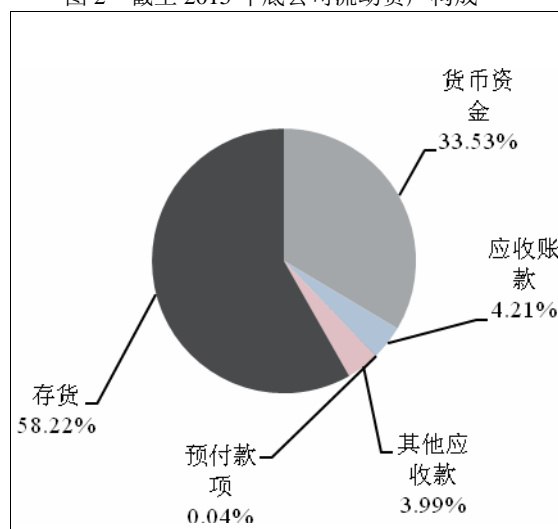
截至 2015 年底，公司资产总额 157.77 亿

元，同比增长 68.90%。从构成来看，公司流动资产占 94.35%，非流动资产占 5.65%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 148.86 亿元，同比增长 67.28%，主要系货币资金、存货和应收账款的快速增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 33.53%）、存货（占 58.22%）、应收账款（占 4.21%）和其他应收款（占 3.99%）构成。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计财务报告整理

截至 2015 年底，公司货币资金 49.92 亿元，同比增长 124.98%。从构成来看，公司货币资金由现金、银行存款和其他货币资金构成。其中，银行存款 35.98 亿元，占全部货币资金的 72.08%；其他货币资金为 13.93 亿元，占 27.90%。其他货币资金中 123000 万元系为质押借款提供担保的定期存单；6300 万元为银行承兑汇票保证金存款；30 万为旅行社质量保证金；10000 万元为银行定期存单。质押借款定期存单、银行承兑汇票保证金和旅行社质量保证金使用受限，受限资金合计 12.93 亿元。

截至 2015 年底，公司应收账款为 6.26 亿元，同比增长 27.42%。主要为应收股东秦汉新城管委会土地整理业务的账款，占全部应收账款的 99.68%，账龄在 2 年以内。尽管欠款单位主要为政府部门，不计提坏账准备，仍对公司

资金造成一定占用。

截至 2015 年底，公司其他应收款余额为 5.95 亿元，较 2014 年底下降 31.14%。2015 年，公司计提坏账准备 20.30 万元，计提比例为 0.01%。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的 99.16%，集中度很高，其中大部分是应收陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司（占 80.67%）的往来款，陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司系公司股东秦汉新城管委会控股的全资子公司。

表 12 2015 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况（单位：万元、%）

欠款单位	金额	占其他应收款总额的比例
陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司	47952.51	80.67
咸阳泾渭发展有限公司	1930.00	3.22
陕西德桂园实业有限公司	6000.00	10.08
成都银行	140.00	0.15
华融租赁华融金融租赁股份有限公司	3000.00	5.04
合计	59022.51	99.16

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司存货为 86.67 亿元，同比增长 62.89%。公司存货主要由土地整理项目 19.18 亿元（占 36.05%）、代建工程项目 62.51 亿元（占 72.12%）和自营房地产开发项目 4.83 亿元（占 5.57%）构成。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 8.91 亿元，同比增长 101.39%；主要来自固定资产的增长；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 26.54%）、持有至到期投资（占 11.22%）、投资性房地产（23.90%）和固定资产（占 36.81%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 2.37 亿元，同比增长 13.43%，主要系新增对西咸新区轨道交通投资建设有限公司 2700 万元的投资，以及长安信托保障基金 100 万元。

截至 2015 年底，公司新增持有至到期投资

1.00 亿元，主要系对陕西瑞高材料科技有限公司的投资，投资合同约定按照一定标准收取项目资金利息。

截至 2015 年底，公司投资性房地产为 2.13 亿元，同比下降 2.65%。公司投资性房地产全部为采用成本计量模式入账的规划展览中心房屋。

截至 2015 年底，公司固定资产 3.28 亿元，较 2014 年底增长了 4552.31%，主要系房屋建筑物的增加。1) 根据陕西省西咸新区秦汉新城管委会秦汉管字（2015）191 号文《关于无偿划拨管网等资产的通知》，将秦汉新城管委会所拥有的管网等资产无偿划拨给公司，划拨资产评估净值为 946.91 万元，划拨资产经北京大正海地人评估有限公司评估。2) 2015 年增加的房屋建筑物主要为从华融金融租赁股份有限公司融资租入光伏三路北段污水管道等资产，租入固定资产原值 3.13 亿元，折旧年限 20 年。

总体来看，公司资产规模保持快速增长，构成以流动资产为主；流动资产以存货为主，流动性较弱，其他应收款计提比例较低，公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底公司所有者权益合计 51.48 亿元（其中少数股东权益 0.35 亿元），较 2014 年底增长 26.28%，其中实收资本占 43.03%、资本公积占 32.40%、盈余公积占 1.65%、未分配利润占 14.41%。2015 年，公司所有者权益增长主要来自资本公积、未分配利润和其他权益工具的增长。截至 2015 年底，公司资本公积 16.56 亿元，较 2014 年底增长 26.75%，主要系西咸新区管委会无偿划拨给企业的管网等资产，资产评估净值为 3.50 亿元。2015 年新增其他权益工具为国家开发银行发展基金，共计 4.35 亿元，主要用于的项目有：陕西瑞高材料科技有限公司高性能压电陶瓷新材料产业基地项目、西咸新区秦汉新城万古秦风景区旅游基础设施项目和西咸新区秦汉新城秦兴佳苑棚户区改造住房建设项目等。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益保持增长态势，其构成以实收资本为主，稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计为 106.30 亿元，同比增长 101.89%。其中流动负债占 31.92%，非流动负债占 68.08%，非流动负债由 2014 年的 49.89% 上升到 68.08%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 33.93 亿元，同比增长 28.58%，主要来自短期借款和其他应付款的增长；其中短期借款占 42.42%，应付账款占 1.65%，其他应付款占 12.84%，一年内到期的非流动负债占 40.53%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 14.39 亿元，较 2014 年底大幅增长 136.72%，其中质押借款 5.47 亿元，质押物为银行定期存款存单下的全部权益或收益权；保证借款 8.92 亿元，担保单位为陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司、陕西省西咸新区城建投资集团有限公司、陕西省西咸新区泾河新城开发建设(集团)有限公司和陕西省西咸新区发展集团有限公司。

截至 2015 年底，公司其他应付款 4.36 亿元，较 2014 年底大幅增长 201.48%，主要系周转资金的快速增长所致。其他应付款主要系陕西省西咸新区秦汉新城管委会的往来款及渭河综合治理省级信贷资金和福建阳光集团有限公司的保证金。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 13.75 亿元，同比下降 10.71%，全部为一年内到期的长期借款，其中保证借款 10.85 亿元，担保单位为陕西西咸新区发展集团有限公司和陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司；质押借款 2.90 亿元，质押物为在银行存单项下的全部权益和收益。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 72.37 亿元，同比增长 175.53%，主要系长期借款和应付债券的快速增长所致。其中长期借款占

76.27%，应付债券占 19.40%，长期应付款占 3.80%。

截至 2015 年底，公司长期借款总额 55.20 亿元，同比增长 112.97%，主要系公司质押借款和保证借款的快速增长所致。长期借款主要由质押借款(占 40.58%)、保证借款(占 44.38%)和信用借款(占 15.04%)构成；其中质押借款主要由配置土地收益权质押，保证借款的担保单位是陕西省西咸新区发展集团有限公司、陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司和陕西省西咸新区发展集团公司。

截至 2015 年底，公司新增应付债券 14.04 亿元，主要系公司 2015 年 12 月公开发行公司债券 14.00 亿元。

截至 2015 年，公司新增长期应付款 2.75 亿元，主要系公司与华融金融租赁股份有限公司签订融资租赁合同，约定公司名下光伏三路北段污水管道等资产以 3.00 亿元出售给华融金融租赁股份有限公司，再由公司租回上述设备，租期内按时向华融金融租赁股份有限公司支付租金和费用。

从有息债务来看，截至 2015 年底公司调整后全部债务为 100.37 亿元，同比增长 108.54%，主要由短期债务(占比 28.27%)长期债务(占比 71.73%)构成。从债务指标上看，2015 年公司资产负债率 67.37%，同比上升 11.01 个百分点；同期，公司调整后长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 58.31%和 66.19%，同比分别上升 19.44 和 12.05 个百分点。公司债务负担有所加重。

总体来看，跟踪期内，由于公司代建项目规模的扩大，对资金需求加大使得公司有息债务规模持续增加，债务负担加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，受流动资产快速增长的影响，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 438.78%和 183.31%，分别同比增加 101.50 和 47.70 个百分点；2015 年，公司

经营现金流动负债比为-79.84%。公司现金类资产充裕对流动负债覆盖能力较好，但经营性现金净流量为负，对流动负债没有保障能力。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，2015年公司EBITDA为4.10亿元，同比小幅下降8.17%；由于公司有息债务的增加，调整后全部债务/EBITDA为24.61倍，同比增加11.90个百分点。考虑到公司所处的西咸新区享有的政策支持，以及秦汉新城管委会对公司在资金和业务等方面持续的支持，公司业务规模和经营范围得以扩展，进而公司的收入规模和盈利能力得以提升，对公司偿债能力形成有效支撑，公司整体偿债能力较强。

截至2015年底，公司对外担保余额为55.70亿元，担保比率为108.20%，被担保企业为陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司、陕西省西咸新区城建投资集团有限公司、陕西西咸新区发展集团有限公司、陕西省空港综合保税区投资有限公司等，主要为西咸新区内的国有企业，经营状态正常。整体看，公司担保比率高，存在一定的或有负债风险。

截至2015年底，公司获得银行授信额度80.00亿元，已使用额度为50.00亿元，未使用额度为30.00亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用报告（机构信用代码：G1061040400161320J），截至2016年10月14日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

跟踪期内，公司作为秦汉新城市政基础设施投融资主体之一，得到政府支持力度较大；公司经营业务在区域内具有行业垄断性，经营风险小。总体看，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿债能力

以2015年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“15西咸秦汉债/15秦汉债”本金保护倍数分别为0.29倍、1.28倍和-1.93倍，目前公司经营产生的现金流量对本期债券保障程度较弱。本期债券设置分期偿还条款，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末分别偿还发行额度的20%，即2.80亿元。2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量分别为分期偿还额度的1.46倍、6.40倍，对分期偿还额度的保障较强，经营活动现金净流量为分期偿还额度的-9.68倍，对分期偿还额度的保障较弱。“15西咸秦汉债/15秦汉债”设置债券本金分期兑付条款能够有效降低公司集中偿还风险。

考虑到，公司募投项目所产生的收益将作为“15秦汉债/15西咸秦汉债”的还款来源。公司募投项目三个安置房项目销售价格按照“覆盖建造成本并略有盈利”的原则确定，参照该区域商品房当前市场均价60%的水平，初步确定上述安置房按3000元/平方米的指导价对被拆迁户进行限价销售。与安置房配套的车库、商铺及其他建筑，按照市场化原则进行定价和销售，同等条件下优先销售给被拆迁户。整体看，三个募投项目资金回笼较有保障，预期滞销风险低，收益有保障。

为维护“15秦汉债/15西咸秦汉债”投资者的权益，公司与北京银行股份有限公司西安分行（以下简称“北京银行西安分行”）签署了《偿债账户监管协议》和《募集资金账户监管协议》，北京银行西安分行对募集资金使用和偿债资金划拨进行监管，有助于提高“15秦汉债/15西咸秦汉债”的安全性。

综上，“15秦汉债/15西咸秦汉债”分期偿还设置有助于分散集中偿付的风险，募投项目为政府资金支持项目，还款来源有保障，该期债券到期不能偿还的风险低。

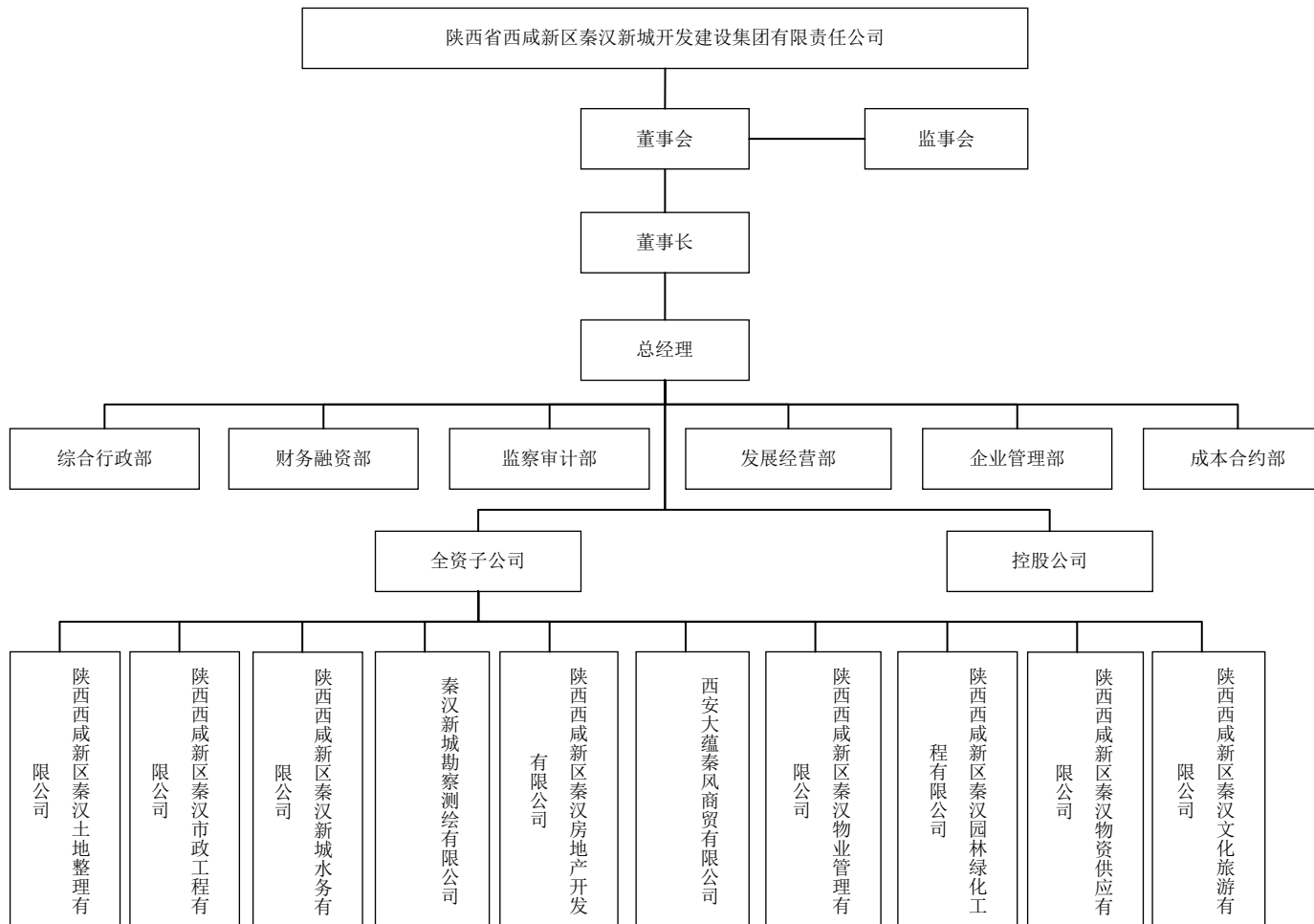
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15秦汉债 /15西咸秦汉债”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



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)	13.02	22.19	49.92
资产总额(亿元)	59.78	93.41	157.77
所有者权益(亿元)	24.05	40.76	51.48
短期债务(亿元)	8.00	22.21	28.77
长期债务(亿元)	16.50	25.92	69.24
全部债务(亿元)	24.50	48.13	98.01
调整后全部债务 (亿元)	24.50	48.13	100.37
营业收入(亿元)	7.66	8.21	9.11
利润总额(亿元)	2.15	2.78	2.81
EBITDA(亿元)	3.19	3.79	4.10
经营性净现金流(亿元)	-9.91	-24.10	-27.09
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.17	1.68	1.63
存货周转次数(次)	0.37	0.15	0.11
总资产周转次数(次)	0.26	0.11	0.07
现金收入比(%)	53.17	100.36	87.16
营业利润率(%)	16.87	17.17	17.82
总资本收益率(%)	6.31	4.09	2.58
净资产收益率(%)	8.68	6.63	5.30
长期债务资本化比率(%)	40.69	38.87	57.36
全部债务资本化比率(%)	50.47	54.14	65.57
调整后全部债务资本化比率 (%)	50.47	54.14	66.19
资产负债率(%)	59.78	56.36	67.37
流动比率(%)	299.57	337.28	438.78
速动比率(%)	122.34	135.61	183.31
经营现金流动负债比(%)	-51.64	-91.35	-79.84
全部债务/EBITDA(倍)	7.69	12.71	23.93
调整后全部债务/EBITDA(倍)	7.69	12.71	24.61

注：调整后全部债务=全部债务+长期债务中的有息部分。

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	
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
 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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。