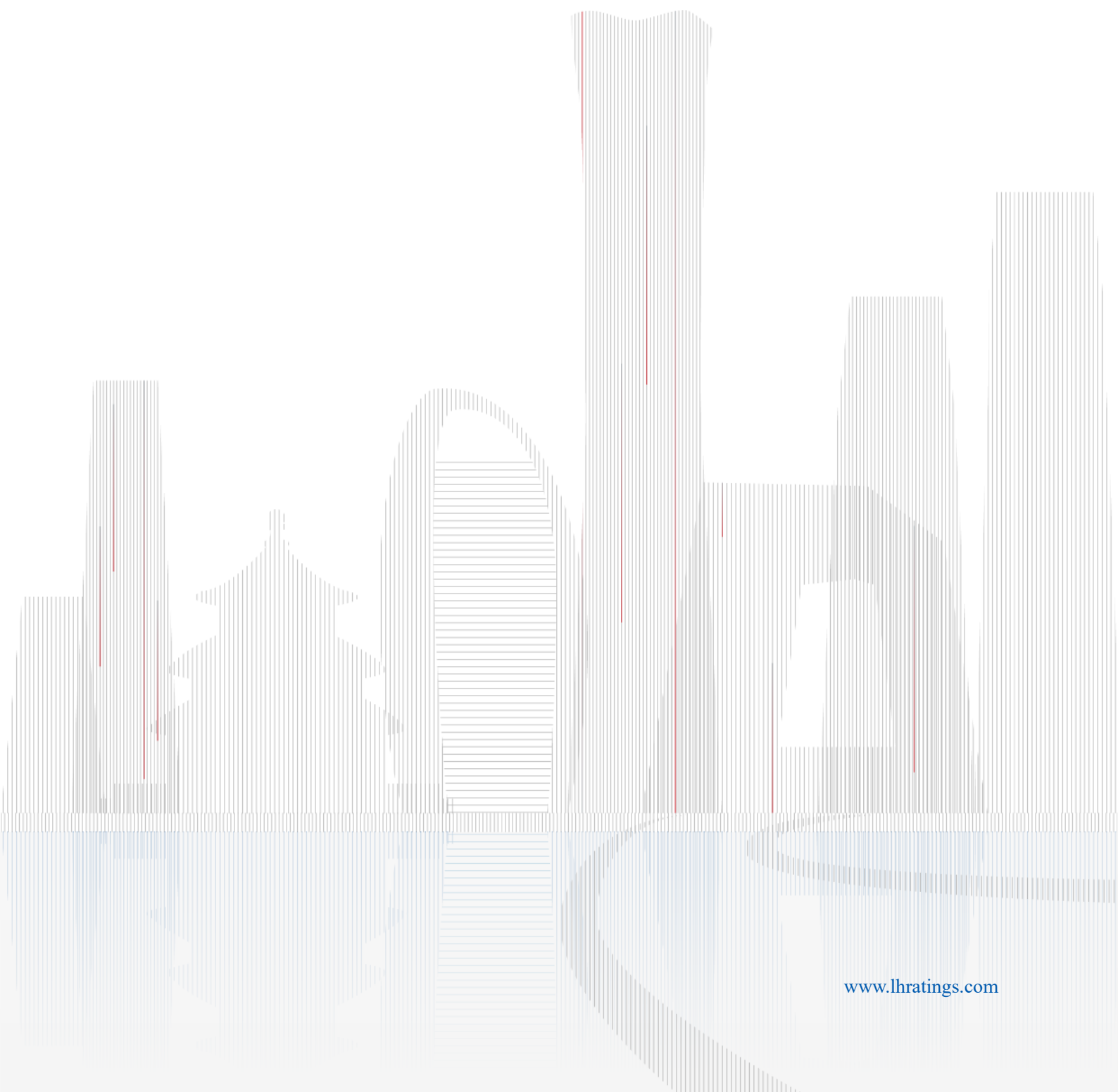


陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司 2025 年跟踪 评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕4435号

联合资信评估股份有限公司通过对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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“21 西秦债/21 西咸秦汉债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十七日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受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“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

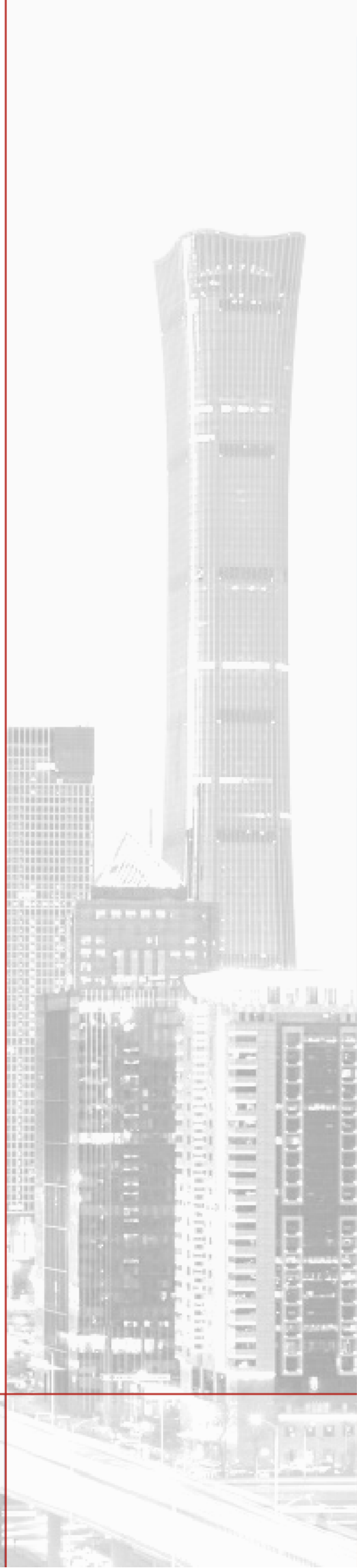
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/27
担保方-陕西西咸新区发展集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 西秦债/21 西咸秦汉债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，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”）仍为陕西省西咸新区秦汉新城（以下简称“秦汉新城”）重要的基础设施建设主体。西安市作为中国西部地区重要的中心城市，2024 年经济和财政实力继续增强，陕西省西咸新区（以下简称“西咸新区”）作为国家级新区，区域定位高，继续得到有力的外部支持。秦汉新城是西咸新区五大功能区之一，重点布局文化旅游和大健康产业，2024 年 GDP 继续增长。跟踪期内，公司治理结构、高级管理人员及主要管理制度均未发生重大变化。2024 年，公司工程建设开发服务收入受结算项目规模缩小影响相应下降，受此影响，公司营业总收入下降。公司工程建设业务尚未结算项目规模大，结算进度较慢，在建代建项目尚需投资规模较大，资金支出压力较大，需关注自营项目未来资金平衡情况。公司资产主要由往来款形成的其他应收款及项目投入形成的存货构成，需关注应收类款项的回收风险。公司利润实现主要依赖于政府补助，期间费用对利润形成一定侵蚀，整体盈利指标表现较弱。公司债务负担较重，短期债务及非标借款占比较高，债务结构有待优化。公司货币资金受限比例高，短期偿债压力大。公司及子公司存在债务及票据逾期和被执行、限制高消费或失信被执行案件，或对公司再融资能力产生一定不利影响。公司对外担保规模大，部分被担保方出现负面舆情，或有负债风险较大。

“21 西秦债/21 西咸秦汉债”设置了分期偿还条款，有利于降低公司集中偿付压力。“21 西秦债/21 西咸秦汉债”由陕西西咸新区发展集团有限公司（以下简称“西咸发展”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，西咸发展主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其所提供的担保显著提升了“21 西秦债/21 西咸秦汉债”本息偿付的安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在资金拨付、金融政策支持、委托贷款和政府补助等方面继续得到有力的外部支持。

评级展望

西咸新区作为国家级新区，区位优势明显，现代产业体系加快形成，秦汉新城是西咸新区五大功能区之一，重点布局文化旅游和大健康产业。公司作为秦汉新城重要的基础设施建设主体，业务有望保持稳定发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：所在区域经济及财政实力出现明显提升，公司业务区域范围扩大，职能定位提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱；债务逾期情况频发，担保代偿金额大，区域融资环境恶化。

优势

- **西咸新区定位高，未来发展前景良好。**西安市作为中国西部地区重要的中心城市，2024 年经济和财政实力继续增强，形成了以电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药 6 大产业为支柱的产业体系。西咸新区作为国家级新区，区位优势明显，作为陕西“秦创原创新驱动平台”的总窗口，现代产业体系加快形成。秦汉新城是西咸新区五大功能区之一，重点布局文化旅游和大健康产业，2024 年 GDP 继续增长。
- **继续得到外部支持。**公司是秦汉新城重要的基础设施建设主体，在资金拨付、金融政策支持、委托贷款和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。资金拨付方面，公司获得用于化解债务的专项债资金 11.4 亿元，缓解公司资金支出压力。金融政策支持方面，在西安市政府和省级相关部门协调下，各金融机构将落实西咸新区存量贷款规模不减，优化还款计划，支持西咸新区通过债务置换、资产盘活等方式增加流动性；公司与金融机构合作获得资产盘活贷款和非标债务置换贷款超 17 亿元。政府补助方面，2024 年，公司收到政府补助 2.36 亿元。

- **增信措施及分期偿付措施。**“21 西秦债/21 西咸秦汉债”设置了分期偿还条款，可降低公司集中偿付压力。西咸发展为“21 西秦债/21 西咸秦汉债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了该债券本息偿付的安全性。

关注

- **短期债务及非标借款占比较高，短期偿债压力大。**截至 2024 年末，公司全部债务 187.04 亿元，全部债务资本化比率为 62.88%，短期债务和非银行金融机构贷款分别占全部债务的 48.78%和 17.42%，债务结构有待优化。同期末，公司现金短期债务比为 0.10 倍，公司短期偿债压力大。
- **存在债务及票据逾期、失信被执行等负面舆情。**公司存在债务逾期情况，被列为被执行人、限制高消费和失信被执行人，子公司存在票据逾期情况。根据公开信息，公司被执行金额超过 4 亿元，其中失信被执行案件合计金额约为 0.64 亿元，2025 年 5 月末公司票据逾期金额合计 4.57 亿元。
- **或有负债风险较大。**公司对外担保余额 116.44 亿元，担保比率为 105.48%，被担保方均为同区域国有企业，其中部分被担保方存在债务及票据逾期、被执行、限制高消费或失信被执行情况，或有负债风险较大。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法：城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型：城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F6	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	2
		资本结构		4
		偿债能力		6
指示评级				bbb ⁻
个体调整因素：无				--
个体信用等级				bbb ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+7
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

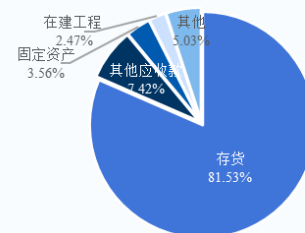
主要财务数据

合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	3.36	3.26	9.18
资产总额（亿元）	368.58	385.27	433.57
所有者权益（亿元）	111.06	110.04	110.39
短期债务（亿元）	89.99	88.59	91.23
长期债务（亿元）	109.33	102.11	95.81
全部债务（亿元）	199.33	190.70	187.04
营业总收入（亿元）	22.53	20.37	12.11
利润总额（亿元）	1.41	1.42	0.47
EBITDA（亿元）	2.76	2.80	1.86
经营性净现金流（亿元）	20.86	22.18	1.17
营业利润率（%）	5.06	4.57	-0.21
净资产收益率（%）	1.00	0.84	0.38
资产负债率（%）	69.87	71.44	74.54
全部债务资本化比率（%）	64.22	63.41	62.88
流动比率（%）	244.24	229.68	200.68
经营现金流动负债比（%）	15.57	15.23	0.58
现金短期债务比（倍）	0.04	0.04	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	0.22	0.24	0.18
全部债务/EBITDA（倍）	72.19	68.00	100.63
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	351.88	368.62	374.01
所有者权益（亿元）	112.26	111.61	110.90
全部债务（亿元）	174.46	164.89	145.78
营业总收入（亿元）	17.09	16.16	7.53
利润总额（亿元）	1.25	1.75	-0.61
资产负债率（%）	68.10	69.72	70.35
全部债务资本化比率（%）	60.85	59.63	56.79
流动比率（%）	218.98	198.31	181.30
经营现金流动负债比（%）	24.37	21.87	-11.21

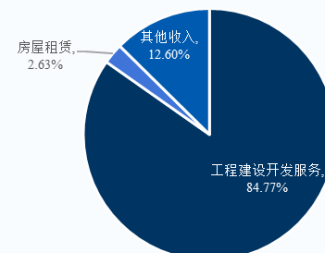
注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

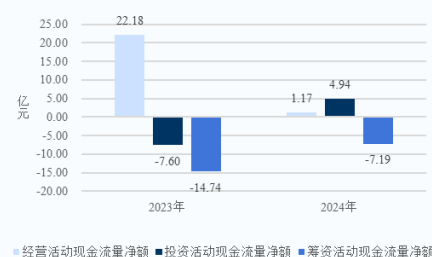
2024 年末公司资产构成



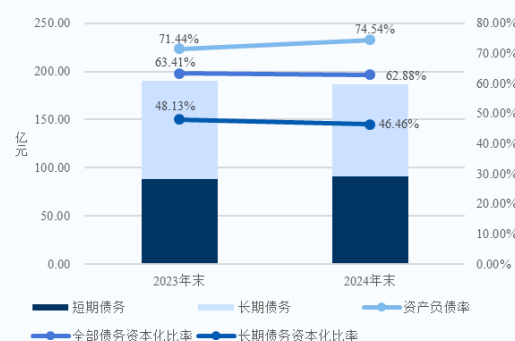
2024 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
21 西秦债/21 西咸秦汉债	7.20 亿元	5.76 亿元	2028/08/12	债券提前偿还，加速到期

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 西秦债/21 西咸秦汉债	AAA/稳定	AA/稳定	2024/06/27	徐汇丰 谢艺菲	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
21 西秦债/21 西咸秦汉债	AAA/稳定	AA/稳定	2021/07/12	薛琳霞 杨 婷	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

评级项目组

项目负责人：谢艺菲 xieyf@lhratings.com

项目组成员：张 勇 zhangyong@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、注册资本及实收资本无变化。截至 2024 年末，公司注册资本和实收资本仍为 32.80 亿元，陕西西咸新区发展集团有限公司（以下简称“西咸发展”）持有公司 51.01% 的股权，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”）持有公司 48.99% 的股权，西咸发展为陕西省西咸新区开发建设管理委员会（以下简称“西咸新区管委会”）下属的国有独资企业，公司实际控制人为西咸新区管委会。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。截至 2024 年末，公司本部设综合行政部、财务融资部、发展经营部和成本合约部 4 个职能部门，纳入合并范围内子公司共 23 家。

截至 2024 年末，公司资产总额 433.57 亿元，所有者权益 110.39 亿元（含少数股东权益 0.54 亿元）。2024 年，公司实现营业总收入 12.11 亿元，利润总额 0.47 亿元。

公司注册地址：陕西省咸阳市西咸新区秦汉新城窑店街道办兰池大道中段兰池大厦 C 座 7 层；法定代表人：谢云鹏。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 5 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，公司已按时付息并支付分期本金。

“21 西秦债/21 西咸秦汉债”募集资金已全部用于西咸新区第十四届全国运动会（马术）比赛场地及配套项目（以下简称“募投项目”）。截至 2024 年末，募投项目已投入使用。根据公司 2025 年 5 月 30 日发布的《陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司关于“21 西咸秦汉债”募投项目收入不及预期的临时公告》，2024 年，公司募投项目收入为 0.08 亿元，与《可研报告》中 2024 年预计募投项目实现收入 2.60 亿元差距较大，主要系宏观经济增长放缓、招商难度大等因素所致，未来募投项目收益情况仍有待关注。

“21 西秦债/21 西咸秦汉债”设置本金提前偿还条款，即自债券存续期第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20.00% 偿还债券本金。西咸发展为“21 西秦债/21 西咸秦汉债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

图表 1 • 截至 2025 年 5 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 西秦债/21 西咸秦汉债	7.20	5.76	2021/08/12	7 年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济与政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2025年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

西安市作为中国西部地区重要的中心城市，2024年经济和财政实力继续增强，形成了以电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药6大产业为支柱的产业体系。陕西省西咸新区（以下简称“西咸新区”）作为国家级新区，区位优势明显，作为陕西“秦创原创新驱动平台”的总窗口，现代产业体系加快形成。陕西省西咸新区秦汉新城（以下简称“秦汉新城”）是西咸新区五大功能区之一，重点布局文化旅游和大健康产业，2024年GDP继续增长。

（1）西安市

西安市是陕西省省会、副省级市、特大城市、关中平原城市群核心城市，国务院批复确定的中国西部地区重要的中心城市，国家重要的科研、教育和工业基地。西安市下辖11个区、2个县和7个国家及省级重点开发区，并代管1个国家级新区（西咸新区）。截至2024年末，西安市常住人口1316.76万人，较上年末增加8.94万人，常住人口城镇化率为80.43%。

西安市围绕电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药6大支柱产业，推动集群发展。以集成电路、智能终端和新型电子元器件等为重点，打造电子信息制造产业集群；以新能源汽车、节能汽车和关键零部件等为重点，打造汽车产业集群；以飞机制造、航空发动机和航天运载动力等为重点，打造航空航天产业集群；以超特高压输配电设备、工程机械和轨道交通装备等为重点，打造高端装备产业集群；以超导材料、铝镁新材料和太阳能光伏等为重点，打造新材料新能源产业集群；以现代食品、生物医药和医疗器械等为重点，打造食品和生物医药产业集群。

图表2·西安市主要经济指标

项目	2022年	2023年	2024年
GDP（亿元）	11486.51	12010.76	13317.78
GDP增速（%）	4.4	5.2	4.6
固定资产投资增速（%）	10.5	0.1	0.2
三产结构	2.82:35.45:61.74	2.71:34.53:62.77	2.40:29.09:68.51
人均GDP（万元）	8.88	9.21	10.15

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据西安市国民经济和社会发展统计公报，2024 年，西安市地区生产总值（GDP）继续增长，GDP 规模在陕西省各市中排首位。产业结构方面，西安市产业结构以二三产业为主，第三产业占比有所提升。2024 年，西安市规模以上工业增加值同比增长 6.5%，其中汽车制造业总产值较上年增长 12.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 9.7%。固定资产投资方面，2024 年，西安市固定资产投资增速仍较低，其中基础设施投资下降 7.5%，民间投资同比下降 5.3%，房地产开发投资同比增长 8.5%。

图表 3 • 西安市主要财力指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	834.08	951.92	1002.37
一般公共预算收入增速（%）	9.7	14.1	5.3
税收收入（亿元）	604.28	687.97	714.96
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	72.45	72.27	71.33
一般公共预算支出（亿元）	1569.81	1728.80	1561.74
财政自给率（%）	53.13	55.06	64.18
政府性基金收入（亿元）	1262.94	1321.44	1214.91
地方政府债务余额（亿元）	3625.51	4029.69	4644.43

注：一般公共预算收入增速均为扣除留抵退税因素后的增长率
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据西安市财政预决算报告，2024 年，西安市一般公共预算收入保持增长，一般公共预算收入规模在陕西省各市中排首位。同期，西安市税收收入占比变动不大，一般公共预算收入质量较高。2024 年，西安市一般公共预算支出有所下降，财政自给能力仍一般；政府性基金收入有所下降，其中土地出让收入 1115.58 亿元，下降 7.7%。截至 2024 年末，西安市政府债务余额 4644.43 亿元，其中：一般债务 1165.22 亿元，专项债务 3479.21 亿元，政府债务负担重。

根据《西安市 2024 年预算执行情况和 2025 年预算草案的报告》，在防范化解财政运行风险方面，2024 年，西安市发行特殊再融资一般债券 44.67 亿元，特殊再融资专项债券 312.22 亿元，补充政府性基金财力专项债券 236.69 亿元，合计 593.58 亿元，全部用于置换存量隐性债务。西安市出台《西安市关于控增降存置换展期减息综合化解债务风险进一步深化改革促进可持续高质量发展的工作措施》，明确各类债务化解责任和渠道，完成全年隐性债务化解任务的 257%，下达区县（开发区）各类转移支付资金 617.26 亿元。2025 年，西安市计划积极承接支持政策，持续优化债务结构，压降债务成本，推动实现全市隐性债务和融资平台“双清零”，综合施策化解债务风险。

（2）西咸新区

陕西西咸新区位于西安、咸阳两市建成区之间，西起茂陵及涝河入渭口，东至包茂高速，北至规划中的西咸环线，南至京昆高速，涉及西安的未央、长安、鄠邑 3 个区，咸阳的秦都、渭城、泾阳、兴平 4 个县（区、市）。依据《中共陕西省委机构编制委员会办公室关于〈西咸新区党工委（管委会）及所属新城职能和机构优化调整方案〉的复函》（陕编办发〔2021〕176 号）文件，西咸新区党工委、管委会（正厅级）作为省委、省政府派出机构保持不变，由西安市委、市政府整体代管。西咸新区党工委、管委会履行国家级新区开发建设职能，统筹负责直管区范围内经济社会发展和社会管理职能，直接托管直管区内 19 个镇（街道）。西咸新区分为直管区 733.59 平方公里、共 19 个镇街、由西咸新区管理，共管区 166.62 平方公里、共 4 个镇街、由咸阳管理。

2014 年 1 月，国务院批复设立陕西西咸新区，是中国首个以创新城市发展方式为主题的国家级新区。西咸新区由秦汉、空港、沣东、沣西、泾河五个新城构成，每个新城有不同的功能和定位。西咸新区是“关中-天水经济区”的核心区域，是深入实施西部大开发战略、推进西（安）咸（阳）一体化、引领大西北发展以及建设“丝绸之路经济带”的重要支点，区位优势明显。2021 年 3 月，陕西“秦创原创新驱动平台”在西咸新区成立。“秦创原”是陕西最大的科技孵化器和科研成果转化基地，通过聚集区域内的高校、院所、企业、金融等资源，为高校提供科技转换通道，打造陕西与我国西部的高质量发展先行示范区和创新驱动发展平台。2024 年，新区新增科技成果转化企业 203 家，入库科技型中小企业 6878 家，较去年增长 38.4%；陕西省工信厅公示认定高新技术企业 2450 家，较 2023 年最终认定数增长 39.5%，新增总量及占比均为西安市第一。2024 年，西咸新区全年技术合同成交额 350.3 亿元，同比增长 56.4%。根据《西咸新区推进产业高质量发展行动方案（2024—2026 年）》（以下简称《方案》），新区将多措并举提升产业综合实力，力争到 2026 年形成“千亿级规模壮大、百亿级链群翻番、十亿级企业倍增、五亿级项目聚集”的多点支撑、多业并举、多元发展的产业新格局，新区“4+1”重点产业集群为高新技术产业、先进制造业、现代服务业、文旅体融合产业和现代都市农业。

图表 4 • 陕西西咸新区位置图



注：上图中标绿区域为西咸新区

资料来源：公司提供

根据西咸新区管委会官网公开数据，2024 年，西咸新区（直管区）GDP 完成 941 亿元、增长 5.4%，固定资产投资增长 4.3%，规上工业增加值增长 12.1%，70 个重点项目建成投产，全年签约落地优质产业项目 202 个、总投资 885 亿元。截至 2024 年末，西咸新区债务限额 1276.53 亿元，债务余额 1253.79 亿元，其中一般债务 155.25 亿元，专项债务 1098.54 亿元。

（3）秦汉新城

秦汉新城位于西咸新区几何中心，总规划面积 302.00 平方公里，下辖 6 个街办（镇），是西咸新区五大功能区之一，重点布局文化旅游产业，打造文化、健康和智造之城，陕西历史博物馆秦汉馆已于 2024 年 5 月开馆，重点规划建设的西咸新区·秦汉大健康产业园围绕医用新材料、药物研发、创新医疗器械、智慧医疗服务四大医工产业方向，构建医、产、研融合发展格局。

根据秦汉新城 2024 年主要经济数据，2024 年，秦汉新城 GDP 104.92 亿元，增速为 4.7%，规模以上工业增加值 38.79 亿元，增速为 8.3%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司是秦汉新城重要的基础设施建设主体，在秦汉新城基础设施建设、安置房建设等领域具有区域专营优势。跟踪期内，公司本部存在债务逾期情况，公司及部分子公司被列为被执行人、失信被执行人且被限制高消费，子公司存在票据逾期情况。

公司仍为秦汉新城重要的基础设施建设主体，承担了秦汉新城土地整理和重点建设项目的投资与建设任务。除公司外，秦汉新城区域内另外一家投资建设主体为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，与公司不存在业务方面的重叠或竞争。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：6104020000304416），截至 2025 年 6 月 26 日，公司本部未结清关注类贷款余额为 30.53 亿元，其中逾期金额合计 12.97 亿元，其他主要为因调整还款计划等原因被列为关注类贷款。根据公司提供的说明及委托贷款合同，逾期借款中 10.62 亿元为西咸发展通过长安银行股份有限公司西咸新区分行向公司提供的委托贷款，公司预计将在本年内与西咸发展通过资金往来完成清偿；其余为公司对五矿国际信托有限公司（以下简称“五矿信托”）的逾期借款 2.35 亿元，公司计划于 2025 年 8 月底前通过金融机构完成置换。公司已结清记录中有 2 笔关注类借款，已正常还款。公司关注类担保余额为 26.35 亿元。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录。

截至 2025 年 5 月末，公司子公司西咸新区秦汉新城天马城文化旅游发展有限公司（以下简称“天马城文旅”）和西咸新区秦汉资产运营管理有限公司（以下简称“秦汉资产运营”）票据逾期金额合计为 4.57 亿元。根据公司说明，各子公司票据逾期均系与施工单位因项目进度款结算金额未达成一致所致，正在协商解决中。

截至 2025 年 6 月 23 日，公司本部及部分子公司有被执行和限制高消费案件，被执行金额合计超过 4 亿元，其中失信被执行案件合计约为 0.64 亿元。根据公司反馈，以上案件主要为工程施工纠纷，相关事项正在沟通解决中。

2024 年 7 月，公司因存在公司债券非市场化发行的情形，被陕西证监局采取出具警示函措施。

截至 2025 年 6 月 25 日，联合资信未发现公司本部有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司治理结构、高级管理人员及主要管理制度均未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司工程建设开发服务收入受结算项目规模缩小影响相应下降，受此影响，公司营业总收入显著下降，综合毛利率水平小幅下降。

2024 年，公司工程建设开发服务业务受结算项目规模缩小影响，收入相应下降；公司其他收入包括房产销售、园林、物业服务、广告宣传等收入，2024 年公司房产销售收入为 0.15 亿元，较上年减少 1.24 亿元，主要系销售房地产项目规模下降所致，公司其他业务收入相应大幅下降。受此影响，公司营业总收入显著下降。

同期，因其他业务收入中房地产销售收入毛利率为负，导致其他业务毛利率快速下降，公司 2024 年综合毛利率水平小幅下降。

图表 5 • 2023—2024 年公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
工程建设开发服务	16.40	80.50	4.50	10.26	84.77	5.85
房屋租赁	0.31	1.54	30.96	0.32	2.63	30.60
其他收入	3.66	17.96	12.03	1.53	12.60	0.12
合计	20.37	100.00	6.26	12.11	100.00	5.78

注：其他收入包括房产销售、园林、物业服务、广告宣传等收入，2024 年公司其他收入主要来自物业收入 0.92 亿元
资料来源：联合资信根据公司提供资料及财务报表整理

（1）工程建设业务

公司工程建设业务尚未结算项目规模大，加之在建及拟建代建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

跟踪期内，公司工程建设业务模式无变化，公司承担的代建项目由公司本部、子公司秦汉新城基础设施建设管理有限公司（以下简称“基建公司”）及秦汉新城保障房建设管理有限公司（以下简称“保障房公司”）负责。公司本部、基建公司及保障房公司分别与秦汉新城管委会或陕西省西咸新区秦汉新城土地储备中心（以下简称“土地储备中心”）签订代建框架协议。收入确认方式有三种：①对公司本部负责建设的保障房项目，公司每年按照确认的建设项目总费用的 3.00% 确认为代建管理费收入；②对于公司本部及保障房公司负责的市政基础设施建设项目，公司每年按照确认的建设项目实际投入成本的 106.00% 确认工程建设收入；③对于基建公司负责的市政基础设施建设项目，公司每年按照确认的项目建设总费用的 103.00% 确认工程建设收入。

截至 2024 年末，公司存货中代建项目成本合计约 269.50 亿元，整体结算进度较慢。

截至 2024 年末，公司在建代建项目主要为市政工程、保障房项目等，计划总投资 96.25 亿元，已投资 59.79 亿元，尚需投资 36.46 亿元；公司拟建代建项目计划总投资 1.29 亿元。公司在建及拟建代建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

图表 6 • 截至 2024 年末公司主要工程建设项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
市政基建类项目			
明光路跨渭河桥	120000.00	35000.00	85000.00
秦宫一路与兰池三路立交工程	16000.00	9500.00	6500.00
兰池大道（兰池二路-兰池三路）市政工程	2500.00	1700.00	800.00

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
秦韵小学	30000.00	23500.00	6500.00
保障房项目			
渭柳佳苑四期	181693.00	153685.36	28007.64
周礼佳苑二期	96854.00	86382.60	10471.40
迎宾佳苑	209771.43	50391.00	159380.43
秦韵佳苑	157702.00	135895.74	21806.26
怡园坊	148000.00	101874.00	46126.00
合计	962520.43	597928.70	364591.73

资料来源：公司提供

（2）房地产开发及自营业务

公司租赁和物业收入对公司营业收入形成一定补充，随着子公司划出物业收入和房地产销售业务收入未来将有所下降。公司在建及拟建自营产业类项目尚有一定投资需求，需关注未来资金平衡情况。

公司房地产开发业务包括房地产销售业务与房屋租赁业务，由原子公司陕西西咸新区秦汉房地产开发有限公司（以下简称“秦汉房地产”）负责。公司房地产销售业务包括公司自行开发销售商业房地产项目及保障房项目。对于公司本部负责建设的保障房项目，公司除确认代建管理费收入外，将后续根据秦汉新城管委会要求进行限价销售以平衡项目成本，在建项目情况详见“工程建设业务”部分。2024 年，公司房地产销售收入为 0.15 亿元，主要来自秦汉佳苑三期项目，为商业房地产项目。2024 年 9 月，公司将秦汉房地产 100.00%股权转让给陕西西咸新区秦汉城市发展集团有限公司（以下简称“秦汉城发”），公司秦汉佳苑三期项目及在建项目秦汉佳苑二期等已相应转出，暂不继续开展商业房地产销售业务。

公司租赁收入主要来自出租规划展览中心、兰池大厦等取得的租赁收入。2024 年，公司租赁收入为 0.32 亿元。同期，公司子公司陕西西咸新区秦汉物业管理有限公司（以下简称“物业公司”）等对兰池大厦、文创大厦等提供物业服务形成的物业收入为 0.92 亿元。公司租赁和物业收入对公司营业收入形成一定补充。2024 年 8 月，公司将物业公司 100.00%股权转让给秦汉城发，预计公司物业收入将有所下降。

截至 2024 年末，公司主要在建自营项目如下表，自营项目后续将通过出租、出售及自主运营等方式实现回款，主要在建自营项目计划总投资 19.94 亿元，已投资 16.75 亿元，尚需投资 3.18 亿元，需关注自营业务未来资金平衡情况。同期末，公司拟建自营项目主要为西咸新区智能检验检测中心项目和西部国际短视频基地项目，计划投资 3.20 亿元。

图表 7 • 截至 2024 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	项目简介	预计总投资	已投资	尚需投资
大汉紫道长陵-安陵段环境整治提升项目	帝陵沿路驿站及商业提升	9347.00	2500.00	6847.00
秦汉樾园	商业房产及少量商品房	190000.00	165000.00	25000.00
合计	--	199347.00	167500.00	31847.00

资料来源：公司提供

2 未来发展

公司未来将围绕“基础配套、房地产业、文化旅游、影视传媒、教育医疗”五大产业进行发展，把公司打造成为管理现代化、运营市场化、发展多元化的企业。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年度财务报表，永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，审计结论为标准无保留意见。2024 年，公司转让 3 家子公司给秦汉城发，转让子公司主要业务为物业管理和房地产销售业务，净资产合计 8.94 亿元，转让价格为根据评估值转让，合计评估值为 8.96 亿元。截至 2024 年末，公司合并范围内共 23 家子公司。公司 2024 年无重要会计准则和会计估计的变更，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

受拆出往来款及项目投入影响，跟踪期内，公司资产总额保持增长；公司资产主要由往来款形成的其他应收款及项目投入形成的存货构成，部分应收款对手方已被列为被执行人且存在票据逾期等负面舆情，需关注应收款项的回收风险，公司存货结算进度较慢。整体看，公司资产质量一般。公司债务负担较重，短期债务及非标借款占比较高，债务结构有待优化。公司利润实现主要依赖于政府补助，期间费用对利润形成一定侵蚀，整体盈利指标表现较弱。公司收入实现质量高，受益于往来款净流入及转让子公司，公司经营活动现金保持净流入，投资活动现金转为净流入，筹资活动现金继续净流出。

图表 8 • 公司主要资产情况

项目	2023 年末		2024 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	334.46	86.81	401.84	92.68
货币资金	3.26	0.85	9.16	2.11
其他应收款	2.74	0.71	32.17	7.42
存货	322.15	83.62	353.47	81.53
非流动资产	50.81	13.19	31.73	7.32
固定资产	18.01	4.68	15.42	3.56
在建工程	23.08	5.99	10.73	2.47
资产总额	385.27	100.00	433.57	100.00

资料来源：联合资信根据财务数据整理

截至 2024 年末，公司合并资产总额较上年末增长 12.54%，主要系存货和其他应收款增长所致，资产结构仍以流动资产为主。公司货币资金主要为银行存款，期末受限资金 7.91 亿元，占货币资金的 86.35%，主要为存单质押（7.03 亿元）、司法冻结资金（0.84 亿元）及承兑保证金等，受限比例高。2024 年末公司其他应收款大幅增长，主要系往来款增加所致，整体账龄较短，公司对其他应收款合计计提 0.27 亿元坏账准备；截至 2025 年 6 月 16 日，秦汉新城管委会存在被执行、限制高消费及失信被执行记录，涉及被执行案件金额超过 1.20 亿元；秦汉天汉投资被列为被执行人，被执行总金额为 352.89 万元；2025 年 5 月末秦汉天汉投资票据逾期 734.00 万元，秦汉城发子公司秦汉房地产票据逾期 0.29 亿元，需关注其他应收款的回收风险。

图表 9 • 截至 2024 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

单位名称	账龄	余额	占账面余额比例（%）
秦汉城发	1 年以内	12.49	38.65
秦汉新城管委会	1 年以内	4.92	15.22
秦汉天汉投资	1 年以内、1~2 年、2~3 年	1.54	4.76
陕西秦汉实业有限公司	1 年以内、1~2 年	1.45	4.49
陕西天汉大健康产业发展有限公司	1 年以内	1.43	4.44
合计	--	21.83	67.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年末，公司存货主要为开发成本 352.41 亿元（主要为代建项目成本及部分产业园等项目），公司未对存货计提减值准备。同期末，公司固定资产仍主要为房屋建筑物，2024 年固定资产减少主要系合并范围变动导致，已累计计提折旧 1.93 亿元。截至 2024 年末，公司在建工程较上年末减少 12.36 亿元，主要系在建工程中的秦汉中心医院项目由陕西省人民医院接管运营，计划后续整体回购，公司将其调整至存货核算所致。

受限资产方面，截至 2024 年末，公司受限资产 35.60 亿元，占资产总额的 8.21%，具体情况如下表。

图表 10 • 截至 2024 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	7.91	司法冻结、承兑保证金、存单质押
存货	19.64	抵押借款
固定资产	4.50	抵押借款

在建工程	3.54	抵押借款
合计	35.60	--

资料来源：公司提供

截至 2024 年末，公司所有者权益 110.39 亿元，较上年末增长 0.32%，主要系公司未分配利润增长所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 29.71%）、资本公积（占 57.95%）和未分配利润（占 9.44%）构成。所有者权益稳定性较好。

图表 11 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

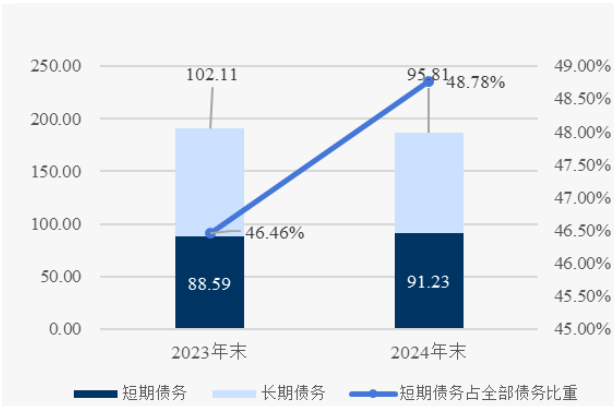
项目	2023 年末		2024 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	145.62	52.91	200.24	61.96
短期借款	40.16	14.59	44.72	13.84
其他应付款	44.92	16.32	94.66	29.29
一年内到期的非流动负债	44.91	16.32	39.10	12.10
非流动负债	129.61	47.09	122.93	38.04
长期借款	77.57	28.18	72.67	22.48
应付债券	24.54	8.92	23.14	7.16
长期应付款	25.38	9.22	25.03	7.75
负债总额	275.23	100.00	323.17	100.00

注：2023 年末和 2024 年末，公司长期应付款均为专项应付款
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2024 年末，公司负债总额较上年末增长 17.42%，除有息债务外，主要为计入其他应付款的购房诚意金、往来款及计入专项应付款的项目建设专项资金，其中其他应付款大幅增长的原因主要为对秦汉新城管委会及陕西西咸新区秦汉产业发展集团有限公司等往来款增长所致。

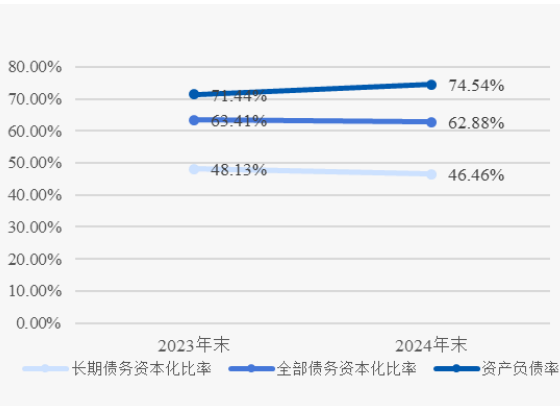
截至 2024 年末，公司全部债务 187.04 亿元，较 2023 年末小幅下降。从期限结构看，公司全部债务中短期债务占比达 48.78%。从债务结构看，公司银行贷款、债券、非银行金融机构贷款和其他有息债务（主要为区域内其他国有企业为公司提供的委托贷款等）约占全部债务的 46.97%、13.41%、17.42%和 18.23%，其他主要为应付票据，公司非标借款占比较高，债务结构有待优化。从债务指标看，2024 年末，公司资产负债率较上年末进一步上升，全部债务资本化比率及长期债务资本化比率有所下降，债务负担仍较重。

图表 12 • 公司债务规模及结构



资料来源：联合资信根据公司财务数据及提供资料整理

图表 13 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据及提供资料整理

截至 2025 年 5 月末，公司存续债券详见下表，如投资人全部回售，公司于 2025 年和 2026 年需兑付债券余额分别为 9.94 亿元和 11.94 亿元。

图表 14 • 截至 2025 年 5 月末公司存续债券情况

债券简称	债券余额（亿元）	发行期限（年）	回售日	到期日
21 西秦债/21 西咸秦汉债	5.76	7	--	2028/08/12
23 秦汉 05	4.00	2+1	2025/09/19	2026/09/19
23 秦汉 04	4.50	2+1	2025/09/19	2026/09/19
23 秦汉 02	5.50	2+1	/	2026/04/07
23 秦汉 01	5.00	2+1	/	2026/03/03
25 秦汉新城 PPN001	4.30	3	--	2028/01/23
合计	29.06	--	--	--

注：21 西秦债/21 西咸秦汉债设债券提前偿还条款，23 秦汉 01、23 秦汉 02 投资人已行使回售权，表格中回售日以“/”列示
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2024 年，受项目结算规模下降影响，公司营业总收入较上年下降 40.57%，公司营业利润率降为负数。2024 年，公司期间费用同比增长 12.21%，仍主要由管理费用（1.31 亿元）及财务费用（0.71 亿元）构成，期间费用占营业总收入的比重上升至 16.87%，对利润形成一定侵蚀。2024 年，公司政府补助形成的其他收益为 2.37 亿元，公司利润实现主要依赖于政府补助。公司 2024 年获得参股公司西咸新区融资担保有限公司利润分配形成的投资收益 0.20 亿元，处置长期股权投资形成投资收益 0.19 亿元。整体看，公司盈利指标表现较弱。

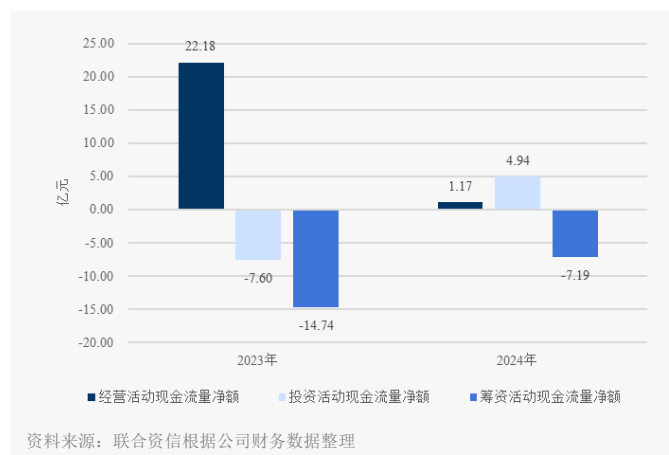
2024 年，公司现金收入比小幅下降至 93.02%，收入实现质量较高。公司经营活动现金流主要为项目投入及回款形成的业务收支及往来款收支，公司 2024 年收到的业务回款不能覆盖项目投资支出，但受公司往来款净流入规模较大影响，公司经营活动现金流继续净流入。公司 2024 年处置子公司收到现金 8.89 亿元，可覆盖在建自营项目投入，投资活动现金转为净流入；公司继续偿还部分有息债务，筹资活动现金保持净流出。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
营业总收入	20.37	12.11
营业成本	19.10	11.41
期间费用	1.82	2.04
其他收益	2.52	2.37
投资收益	-0.03	0.37
利润总额	1.42	0.47
营业利润率（%）	4.57	-0.21
总资本收益率（%）	0.46	0.35
净资产收益率（%）	0.84	0.38

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）



2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现很弱，长期偿债指标表现弱，对外担保金额大，或有负债风险较大。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年（末）	2024 年（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	229.68	200.68
	速动比率（%）	8.46	24.16
	现金短期债务比（倍）	0.04	0.10
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	2.80	1.86
	全部债务/EBITDA（倍）	68.00	100.63
	EBITDA/利息支出（倍）	0.24	0.18

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从偿债指标看，截至 2024 年末，公司速动比率及现金短期债务比表现均弱，现金短期债务比为 0.10 倍，短期偿债指标表现很弱。2024 年，公司 EBITDA 对全部债务及利息支出的保障能力均进一步下降，公司长期偿债指标表现弱。

截至 2024 年末，公司对外担保余额 116.44 亿元，担保比率为 105.48%，被担保方均为同区域国有企业，详见下表。截至 2025 年 6 月 10 日，公司部分被担保方存在债务逾期、票据逾期、被执行、限制高消费或失信被执行等情况，其中西咸发展合并范围内主要子公司的负面舆情可详见“八、（二）担保方基础素质”部分，且根据征信报告，公司关注类担保余额为 26.35 亿元，总体看，公司或有负债风险较大。

图表 18 • 截至 2024 年末公司对外担保余额情况

被担保方	担保余额（万元）
陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司（以下简称“沣西集团”）	254011.68
空港集团	224499.00
秦汉天汉投资	188271.65
陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司（以下简称“泾河集团”）	133623.24
西安沣东发展集团有限公司（以下简称“沣东集团”）	94200.00
陕西西咸新区沣西发展集团有限公司（以下简称“沣西发展”）	74000.00
西咸发展	65000.00
西北云翼飞行训练有限公司	44959.00
陕西省空港民航产业投资有限公司	32144.00
陕西西咸新区秦汉产业发展集团有限公司	26719.00
陕西省西咸新区泾河新城投资发展有限公司	26000.00
陕西天汉园区运营管理有限公司	950.00
合计	1164377.57

注：西北云翼飞行训练有限公司和陕西省空港民航产业投资有限公司为空港集团子公司，陕西省空港民航产业投资有限公司已被列为失信被执行人
 资料来源：公司提供

截至 2024 年末，公司金融机构授信额度为 216.46 亿元，尚未使用额度为 64.28 亿元，考虑到公司及子公司存在展期及债务逾期、票据逾期及被执行、限制高消费及失信被执行事项，或对公司再融资能力存在一定影响。

截至 2025 年 6 月 23 日，公司存在多笔被执行、限制高消费及失信被执行信息，被执行案件均为跟踪期内新增，根据公司反馈，以上案件主要系工程施工纠纷，正在与对方协商解决，详见“六、（一）基础素质”部分。

3 公司本部主要变化情况

公司资产、负债、所有者权益和收入均主要来自公司本部，公司本部对子公司控制力强。公司本部短期偿债压力很大。

截至 2024 年末，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 86.26%、81.41%和 100.46%。公司工程建设开发业务主要由公司本部运营，公司本部对子公司控制力强。2024 年，公司本部营业总收入占合并口径的 62.16%，利润总额为负。截至 2024 年末，公司本部全部债务资本化比率为 56.79%，现金短期债务比为 0.005 倍，短期偿债压力很大。

（五）ESG 方面

公司 ESG 信息披露质量有待改善，公司合同履行能力较弱，被列为被执行人、限制高消费及失信被执行人，被采取出具警示函的监督管理措施。整体来看，目前公司 ESG 表现有待提升。

环境方面，作为城市基础设施投资企业，公司在项目建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。联合资信未发现公司跟踪期内受到污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，公司纳税情况良好，无税收违法失信情况。供应商方面，公司与施工单位发生较多合同纠纷，上下游合同履行能力较弱。联合资信未发现公司跟踪期内发生一般事故以上的安全生产事故。

公司未设置专门的 ESG 管理部门或组织，未披露 ESG 相关报告，ESG 信息披露质量有待改善。联合资信未发现公司跟踪期内在信息披露、关联交易、高管行为等方面未发生违法违规事件，未受到到行政处罚，但公司存在债券非市场化发行的情形，2024 年

7月，陕西证监局对公司及邓朝显、徐海鹏采取出具警示函的监督管理措施。此外，公司及子公司涉及法律诉讼，被列为被执行人、限制高消费及失信被执行人。

七、外部支持

公司实际控制人综合实力很强，公司是秦汉新城重要的基础设施建设主体，在资金拨付、金融政策支持、委托贷款和政府补助等方面继续得到外部支持。

公司是秦汉新城重要的基础设施建设主体，实际控制人为西咸新区管委会。西安市是中国西部地区重要的中心城市，2024年经济和财政实力继续增强，西咸新区是国家级新区，区位优势明显，现代产业体系加快形成，秦汉新城是西咸新区五大功能区之一。公司国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，跟踪期继续获得有力的外部支持。

在资金拨付方面，2024年至今，公司获得用于化解债务的专项债资金11.4亿元，通过回款等形式缓解公司资金支出压力，公司经营活动现金较大规模净流入。

在金融政策支持方面，2024年12月，西安市政府和省级相关部门及金融机构通过以下方案：金融机构就支持西咸新区高质量发展做到“融资接续政策、融资成本降低、融资结构优化、维护区域信用、推动国企高质量发展”五个一致行动。各金融机构将落实西咸新区存量贷款规模不减，做好固贷和流贷的延展、续贷，优化还款计划，推动与西咸新区相关业务往来银行以表内贷款置换本行非标债务，支持西咸新区通过债务置换、资产盘活等方式增加流动性；公司与金融机构合作，已获得约5亿元非标债务置换贷款，其中国家开发银行提供的置换贷款债务期限可延长至15~20年。省市和西咸新区共同发起成立注册资本75亿元的陕西长安金融资产管理有限责任公司（以下简称“长安金资”），帮助西咸新区盘活处置资产和化解非标债务，公司与长安金资等机构协同推进的资产盘活贷款已投放13.46亿元。

在委托贷款方面，截至2024年末，西咸发展及其子公司向公司提供委托贷款合计21.7亿元。

在政府补助方面，2024年，公司收到政府补助2.36亿元，计入公司“其他收益”。

八、担保方分析

西咸发展作为担保方，对“21西秦债/21西咸秦汉债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证范围包括本次债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。担保方承担担保责任的期间为本次债券存续期及债券到期之日起两年。

（一）担保方概况

跟踪期内，西咸发展股权结构及注册资本无变化。截至2025年3月末，西咸发展注册资本为330.00¹亿元，实收资本为257.19亿元，陕西省西咸新区开发建设管理委员会（以下简称“西咸新区管委会”）持有西咸发展90.91%股权，陕西西咸新区资本运营集团有限公司（以下简称“西咸资本”）持有西咸发展9.09%股权，西咸新区管委会仍为西咸发展的控股股东和实际控制人。

跟踪期内，西咸发展仍为陕西省西咸新区（以下简称“西咸新区”）最重要的基础设施建设和国有资产运营主体。截至2025年3月末，西咸发展本部设财务管理部（资金管理中心）、企业管理中心、产业招商中心等职能部门，纳入合并范围内主要子公司共7家。

截至2024年末，西咸发展合并资产总额3825.46亿元，所有者权益792.18亿元（含少数股东权益384.29亿元）。2024年，西咸发展实现营业总收入172.86亿元，利润总额-0.28亿元。

截至2025年3月末，西咸发展合并资产总额3852.86亿元，所有者权益785.72亿元（含少数股东权益383.33亿元）。2025年1-3月，西咸发展实现营业总收入46.76亿元，利润总额-3.22亿元。

西咸发展注册地址：陕西省西咸新区沣东新城沣长路与金融二路西北角创新大厦1909号；法定代表人：张涛。

¹ 截至2025年5月末，该事项尚未完成工商变更登记，对外披露注册资本仍为300.00亿元。

（二）担保方基础素质

西咸发展是西咸新区最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，区域专营优势明显。跟踪期内，西咸发展本部无不良类信贷信息记录，部分子公司出现债务逾期、票据逾期、被执行、限制高消费或失信被执行等情况，可能对西咸发展再融资能力产生不利影响。

跟踪期内，西咸发展股权结构未发生变动。西咸发展是西咸新区最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事区域内基础设施及保障房建设、土地开发整理和公用事业运营等业务。西咸新区五大新城内的基础设施建设业务主要由西咸发展各子公司空港集团、沣东集团、公司、沣西集团和泾河集团负责，以上子公司分别为空港新城、沣东新城、秦汉新城、沣西新城和泾河新城重要的基础设施建设主体。西咸新区还设有丝路经济带能源金融贸易区和国际文化教育园区（以下分别简称“能源金融贸易区”和“文教园区”），西咸城投和陕西西咸文化旅游产业集团有限公司（以下简称“西咸文旅”）为西咸发展全资子公司，分别负责能源金融贸易区和文教园区的基础设施建设。除西咸发展及各子公司外，西咸新区其他基础设施类建设主体还包括西安沣东控股有限公司（控股股东为陕西省西咸新区沣东新城管理委员会）主要负责沣东新城内基建、土地整理与棚户区改造工作，沣西发展（控股股东为陕西省西咸新区沣西新城管理委员会）主要负责沣西新城棚户区投资建设和土地整理工作。整体看，西咸发展基本整合了西咸新区范围内各区域重要的基础设施建设主体，区域专营优势明显。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：6104020000355697），截至 2025 年 5 月 27 日，西咸发展本部无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，2025 年 3 月有一笔逾期记录，逾期金额为 0.30 亿元，为对西部信托有限公司的借款，西咸发展已于 2025 年 3 月 30 日偿还；关注类担保余额为 16.29 亿元，不良类担保余额 4.57 亿元，不良类担保均已逾期。根据西咸发展提供的说明，西咸发展关注类担保为因变更还款计划等原因五级分类调整所致，不良类担保为泾河集团、沣西集团和公司五矿国际信托有限公司（以下简称“五矿信托”）的债务逾期所致。根据西咸发展提供的资料，泾河集团和沣西集团已于 2025 年 5 月和 6 月结清五矿信托的债务 2.22 亿元，尚余公司的 2.35 亿元债务尚未偿付，西咸发展预计该笔债务将于 8 月底前由其他金融机构贷款置换。

根据西咸发展本部及主要子公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现西咸发展本部及主要子公司本部存在逾期或违约记录。

根据西咸发展 2025 年 5 月 27 日发布的《陕西西咸新区发展集团有限公司关于重大事项的公告》（以下简称“公告”）、票交所等公开披露信息及西咸发展提供资料，截至 2025 年 5 月末，西咸发展子公司合计逾期金额 15.03 亿元，其中融资类逾期金额合计 4.90 亿元，票据承兑逾期余额合计 10.13 亿元，西咸发展拟通过资产盘活、其他金融机构贷款置换或展期等方式偿还融资类逾期。

截至 2025 年 6 月 23 日，西咸发展本部无被执行案件；部分主要子公司本部存在被执行案件，跟踪期内新增被执行案件金额合计约为 7.16 亿元，其中空港集团本部和公司本部涉及限制高消费和失信被执行案件，失信被执行案件标的金额合计 0.23 亿元。根据西咸发展反馈，各子公司案件主要系工程施工纠纷所致。此外，西咸发展子公司西咸新区轨道交通投资建设有限公司股权存在被冻结情况。

截至 2025 年 6 月 25 日，联合资信未发现西咸发展本部被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有受到重大行政处罚²的行为。

（三）担保方经营概况

2024 年，受结算项目规模下降及业务规模缩减影响，西咸发展基础设施代建业务、保障房建设业务和房产销售业务收入均较上年显著下降，带动营业总收入下降明显，新增配套服务业务毛利率水平较高，综合毛利率小幅提升。

2024 年，西咸发展营业总收入仍主要来自基础设施代建、保障房销售、房地产销售及商品销售业务，受西咸发展结算项目的规模下降影响，西咸发展基础设施代建业务和保障房建设业务收入均较上年显著下降；西咸发展房地产业务规模有所缩减，房产销售业务收入大幅下降；西咸发展 2024 年未开展土地整理业务；商品销售业务收入有所下降，物业服务收入有所提升；配套服务业务为 2024 年新增板块，主要为对西咸新区范围内多个产业园区的运营及配套服务收入；其他业务主要包括工程施工、交通运营、市政维护、资金占用费收入，2024 年资金占用费收入增加导致其他业务收入有所提升，对西咸发展营业收入形成良好补充。

同期，西咸发展基础设施代建业务、保障房建设业务和房产销售业务受结算项目不同而毛利率变动较大，新增配套服务业务毛利率水平较高，西咸发展综合毛利率有所提升。

2025 年 1—3 月，西咸发展营业总收入 46.76 亿元，同比下降 12.12%，综合毛利率为 5.12%。

² 重大行政处罚指单次被处罚金额超过 500 万元的行政处罚。

图表 19 • 2023—2024 年西咸发展营业总收入及毛利率情况

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
基础设施代建业务	65.19	26.79	8.99	22.44	12.98	13.06
土地整理业务	3.06	1.26	-29.58	0.00	0.00	--
保障房建设	43.47	17.87	7.15	21.48	12.43	5.63
房产销售	55.36	22.75	22.86	27.31	15.80	30.66
商品销售	33.90	13.93	2.47	24.07	13.92	0.58
物业服务	7.27	2.99	10.04	10.70	6.19	10.64
配套服务	0.00	0.00	--	12.88	7.45	25.17
其他业务	35.04	14.40	31.19	53.98	31.23	21.35
合计	243.28	100.00	13.65	172.86	100.00	16.52

注：其他收入包括工程施工、交通运营、市政维护及资金占用费收入
资料来源：联合资信根据西咸发展提供资料及财务报表整理

（四）担保方财务分析

西咸发展提供了 2024 年度财务报表和 2025 年一季度财务报表，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年财务报表进行了审计，审计结论为带强调事项段的标准无保留意见，审计报告中强调与持续经营相关的重大不确定性，主要强调事项包括因西咸发展营业收入较上年减少 69.61 亿元，下降幅度为 28.71%，子公司存在票据等逾期情况，上述事项表明存在可能导致西咸发展持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。西咸发展 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年，西咸发展合并范围内非同一控制下企业合并 4 家子公司，新设 3 家子公司，注销或转让 5 家子公司。2025 年 1—3 月，西咸发展合并范围无变化。截至 2025 年 3 月末，西咸发展合并范围内共 7 家主要子公司。西咸发展 2024 年合并范围新增的子公司规模不大。会计处理方面，西咸发展将投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，导致西咸发展投资性房地产增加 11.96 亿元，未分配利润相应增加 7.30 亿元；西咸发展因前期差错更正追溯调整部分房产销售收入及其他权益工具投资等科目，导致西咸发展应收账款减少 13.63 亿元、存货增加 5.68 亿元、其他权益工具投资减少 18.77 亿元、其他非流动资产增加 18.77 亿元等；本报告未对 23 年财务报表进行追溯调整，西咸发展财务数据可比性尚可。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，西咸发展资产规模小幅增长，资产中应收工程款、往来款和预付工程款及土地款规模较大，部分应收款项账龄较长，对西咸发展资金占用明显，部分应收款对手方有被执行案件或限制高消费等负面舆情，需关注应收款项的回收风险，项目投入形成的存货及其他非流动资产规模大，变现能力较弱，西咸发展受限资产规模大幅增长，资产流动性弱；西咸发展所有者权益规模小幅下降，其中少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。西咸发展债务规模小幅下降，整体债务负担仍重，短期债务占比高，2026 年债券集中兑付压力较大。西咸发展 2024 年营业总收入大幅下降，期间费用对利润形成较大侵蚀，出现亏损情况。西咸发展收入实现质量好，2024 年收到的业务回款不能覆盖项目投资支出，但受往来款净流入规模较大影响，西咸发展经营活动现金维持净流入，投资活动现金净流出规模缩窄，预计未来融资需求仍大。

图表 20 • 西咸发展主要资产情况

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	2761.83	73.84	2770.53	72.42	2844.45	73.83
货币资金	148.13	3.96	106.51	2.78	98.58	2.56
应收账款	461.95	12.35	461.88	12.07	466.75	12.11
预付款项	216.76	5.80	155.80	4.07	157.04	4.08
其他应收款	402.92	10.77	423.72	11.08	441.76	11.47
存货	1359.14	36.34	1423.66	37.22	1479.04	38.39
非流动资产	978.54	26.16	1054.93	27.58	1008.41	26.17
固定资产	269.18	7.20	287.10	7.51	275.11	7.14

在建工程	225.97	6.04	204.10	5.34	224.86	5.84
其他非流动资产	57.01	1.52	218.19	5.70	150.10	3.90
资产总额	3740.38	100.00	3825.46	100.00	3852.86	100.00

资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据整理

截至 2024 年末，西咸发展合并资产总额较上年末增长 2.27%，资产结构仍以流动资产为主。西咸发展货币资金延续下降趋势，主要为银行存款，期末受限资金 60.65 亿元，占货币资金的 56.94%，主要为质押存款及利息、银行监管户资金、保证金、冻结资金等，受限规模大。同期末，西咸发展应收账款规模变化不大，主要为应收工程款，从账龄来看以 1 年以内（155.80 亿元）和 1~2 年（99.28 亿元）亿元为主，5 年以上的应收账款合计为 55.72 亿元，其中按信用风险特征组合（对政府及关联方组合）计提坏账准备的应收账款 438.71 亿元，西咸发展应收账款前五大对手方均为西咸新区政府机构，占应收账款比例为 80.36%，集中度高，西咸发展共对应收账款计提坏账准备 3.05 亿元。西咸发展预付款项较上年末下降 28.12%，主要系收回部分预付款所致，仍主要由预付的项目工程款及土地款构成，主要预付单位包括陕西省西咸新区泾河新城土地储备中心（以下简称“泾河新城土储中心”，71.98 亿元）、陕西省西咸新区沣东新城土地储备中心（以下简称“沣东新城土储中心”，24.02 亿元）和陕西省西咸新区沣东新城棚户区（城中村）改造办公室（22.32 亿元）等，以 3 年以上预付账款为主，整体账龄偏长。

图表 21 • 截至 2024 年末西咸发展应收账款前五名情况（单位：亿元）

单位名称	余额	占账面余额比例（%）
西咸新区丝路经济带能源金融贸易区管理办公室	187.45	40.31
陕西省西咸新区空港新城管理委员会	77.35	16.64
泾河新城土储中心	64.55	13.88
陕西省西咸新区空港新城房屋管理和保障房管理中心	28.95	6.23
陕西省西咸新区空港新城市政配套管理服务中心	15.33	3.30
合计	373.63	80.36

资料来源：联合资信根据西咸发展审计报告整理

截至 2024 年末，西咸发展其他应收款主要由与西咸新区政府机构或国有企业之间的往来款构成，前五名欠款方余额合计占比为 52.90%，集中度一般，部分款项账龄较长（5 年以上的其他应收款为 70.04 亿元），累计计提坏账准备 1.68 亿元。截至 2025 年 6 月 23 日，西咸发展应收账款、预付款项及其他应收款对手方中，泾河新城土储中心和沣东新城土储中心有被执行案件及限制高消费案件，涉及被执行案件金额合计 2.27 亿元，需关注应收类款项的回收风险。同期末，西咸发展存货主要为开发成本 1262.98 亿元与产成品 122.01 亿元，共计提跌价准备 0.43 亿元。其中，开发成本为土地整理、基础设施建设和保障房建设的投资建设成本，产成品主要为西咸发展的已完工项目。2024 年末，西咸发展固定资产主要为房屋建筑物 72.77 亿元和地铁资产 159.78 亿元等，西咸发展合计计提折旧 26.54 亿元。西咸发展在建工程较上年末下降 9.68%，主要系完工转固或因用途调整转入存货所致，期末在建工程仍主要为自营项目投入。同期末，西咸发展其他非流动资产较上年末增加 161.18 亿元，主要系已完工未结算的合同资产增加 128.94 亿元所致，需关注未来是否仍可正常结算。

图表 22 • 截至 2024 年末西咸发展其他应收款前五名情况（单位：亿元）

单位名称	账龄	余额	占账面余额比例（%）
西咸新区丝路经济带能源金融贸易区管理办公室	1~5 年、5 年以上	66.51	15.67
泾河新城土储中心	1 年以内、1~2 年、3~4 年、4~5 年、5 年以上	47.68	11.23
沣东新城土储中心	5 年以内、5 年以上	43.99	10.36
西咸新区沣西新城财盛城市发展有限公司	1 年以内、1~2 年	40.26	9.48
陕西省西咸新区空港新城管理委员会	5 年以内、5 年以上	26.13	6.16
合计	--	224.58	52.90

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据西咸发展审计报告整理

受限资产方面，截至 2024 年末，西咸发展受限资产 703.99 亿元，占资产总额的 18.40%，较上年末增加 307.54 亿元，受融资需求影响受限资产大幅增长，具体情况如下表。

图表 23 • 截至 2024 年末西咸发展资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	60.65	质押存款、银行监管户资金及保证金等
存货、固定资产	353.09	借款抵押
投资性房地产	143.24	借款抵押
在建工程	107.04	借款抵押
应收账款	23.82	借款抵押
无形资产	15.76	借款质押
其他流动资产	0.40	借款质押
合计	703.99	--

资料来源：联合资信根据西咸发展审计报告整理

截至 2025 年 3 月末，西咸发展资产总额较上年末增长 0.72%，资产结构较上年末变化不大。

截至 2024 年末，西咸发展所有者权益 792.18 亿元，较上年末下降 0.13%，2025 年 3 月末所有者权益规模较上年末继续下降 0.82%，主要系西咸发展偿还永续债导致其他权益工具下降及子公司泾河集团供水特许经营权收回等原因导致资本公积减少所致。2025 年 3 月末，西咸发展所有者权益主要由实收资本（占 32.73%）、资本公积（占 14.50%）、未分配利润（占 2.93%）和少数股东权益（占 48.79%）构成，西咸发展少数股东权益占所有者权益比重较高，所有者权益稳定性一般。

图表 24 • 西咸发展主要负债情况

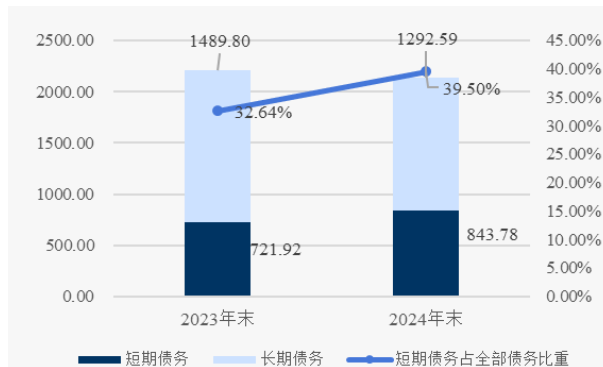
项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	1433.86	48.65	1583.08	52.19	1666.44	54.33
短期借款	217.96	7.40	268.82	8.86	291.16	9.49
应付账款	283.24	9.61	297.96	9.82	283.33	9.24
其他应付款	295.96	10.04	338.04	11.14	424.40	13.84
一年内到期的非流动负债	464.09	15.75	468.22	15.44	459.21	14.97
非流动负债	1513.30	51.35	1450.19	47.81	1400.71	45.67
长期借款	895.51	30.39	793.65	26.16	879.74	28.68
应付债券	303.26	10.29	278.94	9.20	229.06	7.47
其他非流动负债	219.22	7.44	266.59	8.79	162.29	5.29
负债总额	2947.16	100.00	3033.28	100.00	3067.15	100.00

资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据整理

截至 2024 年末，西咸发展负债总额较上年末增长 2.92%，除有息债务外，主要为计入应付账款的应付工程款，计入其他应付款的购房诚意金、保证金、往来款及计入专项应付款的项目建设专项资金。本报告将其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款及其他非流动负债中（为专项债借款）有息部分调整至长期债务核算。

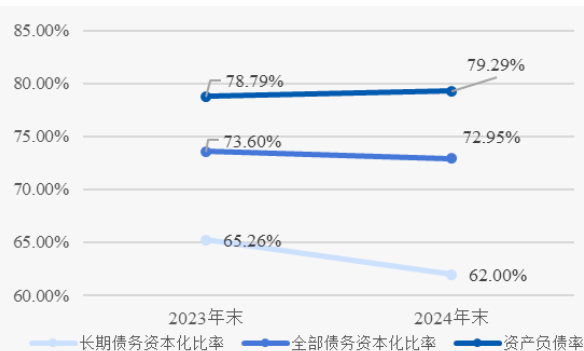
截至 2024 年末，西咸发展全部债务 2136.37 亿元，较上年末下降 3.41%。从债务结构看，债券和政府专项债、非标借款分别占西咸发展债务的 25.56%和 12.26%，其他主要为银行借款。从期限结构看，西咸发展全部债务中短期债务占比达 39.50%，债务结构有待优化。从债务指标看，2024 年末，西咸发展资产负债率较上年末小幅提升，全部债务资本化比率及长期债务资本化比率有所下降，债务负担仍重。

图表 25 • 西咸发展债务规模及结构



资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据及提供资料整理

图表 26 • 西咸发展债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据及提供资料整理

截至 2025 年 5 月末，西咸发展本部存续债券详见下表，如考虑投资人全部回售情形，西咸发展本部于 2025 年 6—12 月和 2026 年需兑付债券余额分别为 35.00 亿元和 60.00 亿元，2026 年债券集中偿还压力较大。

图表 27 • 截至 2025 年 5 月末西咸发展本部存续债券情况

债券简称	债券余额（亿元）	发行期限（年）	回售日	到期日
25 西咸 PPN001	10.00	3+2	2028/04/29	2030/04/29
23 西咸新发 MTN003	15.00	1+1+1	2025/09/06	2026/09/06
21 西咸集团债 02	10.00	3+2	/	2026/05/07
22 西咸新发 PPN002	5.00	3	--	2025/09/01
23 西咸 02	20.00	2	--	2025/09/01
22 西咸新发 PPN001	10.00	3	--	2025/06/20
23 西咸新发 MTN001	15.00	2+1	/	2026/05/23
20 西咸集团债 04	15.00	5+2	/	2027/05/06
20 西咸集团债 02	17.00	5+2	/	2027/04/23
23 西咸新发 PPN002	10.00	2+1	/	2026/01/20
23 西咸新发 PPN001	10.00	2+1	/	2026/01/11
19 西咸集团债 02	15.00	5+2	/	2026/11/08
23 西咸新发 MTN002	20.00	1+1+1	2025/07/24	2026/07/24
合计	172.00	--	--	--

注：部分债项投资人已行使回售权，表格中回售日以“/”列示

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2024 年，西咸发展营业总收入和营业成本分别较上年下降 28.95%和 31.31%，营业利润率小幅提升。2024 年，西咸发展期间费用变动不大，仍主要由管理费用（13.26 亿元）及财务费用（27.46 亿元）构成，期间费用占营业总收入的比重上升 7.10 个百分点至 24.18%，对利润形成较大侵蚀。2024 年，西咸发展政府补助形成的其他收益为 20.17 亿元。受西咸发展毛利润下降但期间费用规模仍大影响，西咸发展 2024 年出现亏损，盈利能力有待提升。2025 年 1—3 月，西咸发展营业总收入 46.76 亿元，同比下降 12.12%，利润总额为-3.22 亿元，继续亏损。

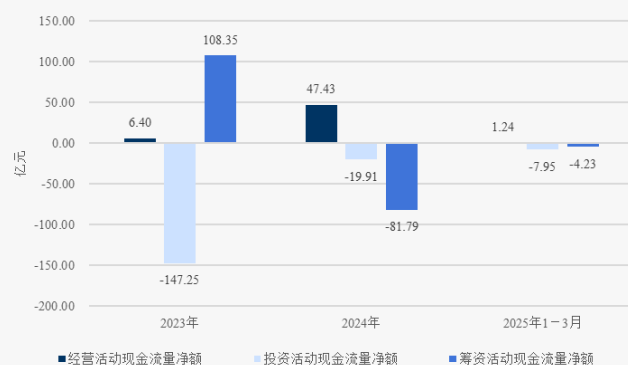
2024 年，西咸发展现金收入比提升至 142.51%，收入实现质量好。西咸发展经营活动现金流主要为项目投入及回款形成的业务收支及往来款收支，西咸发展 2024 年收到的业务回款仍不能覆盖项目投资支出，但受往来款净流入规模较大影响，西咸发展经营活动现金维持净流入。西咸发展 2024 年在建自营项目投入有所减少，投资活动现金净流出规模大幅下降至 19.91 亿元；西咸发展筹资活动现金转为净流出，考虑到西咸发展项目资金支出及债务到期偿还需求，西咸发展未来融资需求大。2025 年 1—3 月，西咸发展经营活动现金净流入，投资活动现金净流出，筹资活动现金净流出，净流量均不大。

图表 28 • 西咸发展盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	243.28	172.86	46.76
营业成本	210.07	144.30	44.37
期间费用	41.54	41.81	5.65
其他收益	20.62	20.17	0.71
利润总额	3.77	-0.28	-3.22
营业利润率（%）	11.26	13.72	4.04
总资本收益率（%）	0.91	0.86	--
净资产收益率（%）	0.10	-0.32	--

资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据整理

图表 29 • 西咸发展现金流量情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据整理

2 偿债指标变化

西咸发展短期偿债压力大，长期偿债指标表现较弱，对外担保金额大，部分被担保对象存在票据逾期、被列为被执行人或限制高消费，或有负债风险较大。

图表 30 • 西咸发展偿债指标

项目	指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	192.62	175.01	170.69
	速动比率（%）	97.83	85.08	81.94
	现金短期债务比（倍）	0.22	0.13	/
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	42.15	36.26	--
	全部债务/EBITDA（倍）	52.47	58.91	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.47	0.39	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据整理

从偿债指标看，截至 2024 年末，西咸发展流动比率及速动比率较上年末均有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度弱。截至 2025 年 3 月末，西咸发展流动比率及速动比率变化不大。整体看，西咸发展短期偿债压力大。

2024 年，西咸发展全部债务/EBITDA 有所上升，EBITDA 对利息支出的保障能力偏弱。整体看，西咸发展长期偿债指标表现较弱。

截至 2024 年末，西咸发展对外担保余额 310.87 亿元，担保比率为 39.24%，被担保对象主要为西咸新区内的国有企业。西咸发展对外担保规模大。截至 2025 年 6 月 11 日，西咸发展主要被担保方中，部分担保对象被列为被执行人或被限制高消费，案件标的金额合计为 0.24 亿元，均为 2025 年新增案件；截至 2025 年 5 月末，西咸发展主要被担保方票据逾期余额合计 0.12 亿元。总体看，西咸发展或有负债风险较大。

图表 31 • 截至 2024 年末西咸发展主要对外担保（担保余额在 5.00 亿元以上）情况

被担保方	担保余额（万元）
沣西发展	598265.25
陕西空港城市发展集团有限公司	576064.46
西安沣东控股有限公司	372353.97
西安沣东文化旅游投资发展集团有限公司	260000.00
陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司	174073.69
陕西西咸新区秦汉产业发展集团有限公司	126719.00
西咸资本	84300.00
西安沣东现代产业园发展有限公司、西安沣东科技服务有限公司	70000.00

陕西西咸新区泾河新城城市建设投资有限公司	69000.00
西安沣东新城文商置业有限公司	63200.00
西咸新区沣西新城科创谷建设有限公司	59425.00
西安昆明池投资开发有限公司	56310.00

资料来源：联合资信根据西咸发展提供及公开信息整理

截至 2024 年末，西咸发展获得主要贷款银行授信额度合计 1937.74 亿元，尚未使用的授信额度为 407.00 亿元，间接融资渠道较为畅通，但考虑到西咸发展子公司存在债务逾期、票据逾期及被执行或失信被执行事项，或对西咸发展再融资能力存在不利影响。

截至 2025 年 6 月 23 日，西咸发展本部无被执行案件，主要子公司被执行案件详见“基础素质”部分，主要系工程施工纠纷，正在与对方协商解决。

3 西咸发展本部主要变化情况

西咸发展资产、负债、所有者权益和收入均主要来自子公司，西咸发展本部对子公司控制力一般，西咸发展本部债务负担一般但债券兑付压力大，短期偿债压力大。

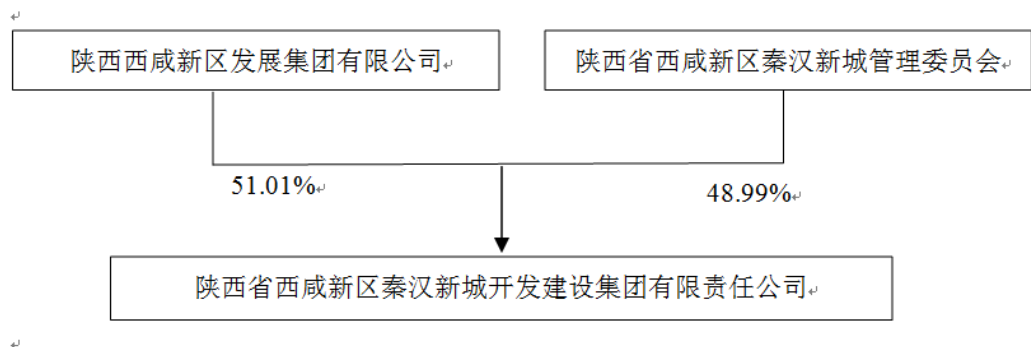
西咸发展主要资产、负债及收入来自子公司，子公司如空港集团、沣东集团、公司、沣西集团和泾河集团主要受所在区域管委会实际控制，西咸发展本部对子公司的管控力度一般。截至 2024 年末，西咸发展本部资产、负债、所有者权益分别占合并口径的 16.56%、11.44%和 36.16%，西咸发展本部全部债务资本化比率为 52.19%，债务负担一般，但考虑到西咸发展本部债务以债券融资为主，西咸发展债券兑付的压力大；现金短期债务比 0.15 倍，短期偿债压力大。2024 年，西咸发展本部营业总收入占合并口径的 0.03%

基于对西咸发展经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定西咸发展主体个体信用等级为 a⁻，考虑到政府支持，外部支持提升 6 个子级，主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

九、跟踪评级结论

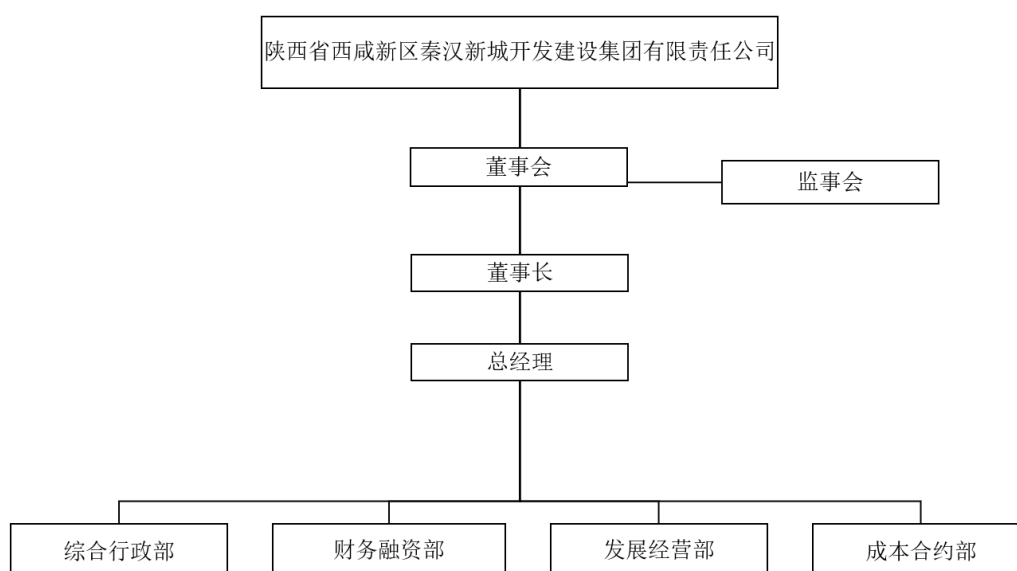
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 西秦债/21 西咸秦汉债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司子公司情况（截至 2024 年末）

子公司名称	持股比例（%）
陕西西咸新区秦汉文化旅游有限公司	100.00
陕西西咸新区秦汉园林绿化工程有限公司	100.00
陕西西咸新区秦汉土地整理有限公司	100.00
陕西西咸新区秦汉市政工程有限公司	100.00
秦汉新城保障房建设管理有限公司	100.00
秦汉新城基础设施建设管理有限公司	100.00
陕西西咸新区秦汉新城影视发展有限公司	63.29
西咸新区秦汉大健康产业发展有限公司	100.00
西咸新区秦汉汽车服务有限公司	100.00
西咸新区秦汉新城天马城文化旅游发展有限公司	100.00
秦汉新城渭河生态建设有限公司	100.00
西咸新区秦汉资产运营管理有限公司	100.00
西咸新区新城悦泽房地产开发有限公司	100.00
西咸新区易成简至房地产开发有限公司	100.00
西咸新区秦汉新城新丝路数字文化科技有限公司	90.00
陕西西咸新区秦风传统文化产业发展有限公司	60.00
陕西秦汉汽车产业园发展有限公司	51.00
西咸新区秦汉新城城市发展建设管理有限公司	100.00
西咸新区秦汉新城景和园绿化管理有限责任公司	100.00
西咸新区新城创远房地产开发有限公司	100.00
西咸新区秦汉产业发展研究院有限公司	100.00
西咸新区秦汉新城创慧园区管理有限公司	100.00
西咸新区秦汉新城创拓产业发展有限公司	100.00

资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.36	3.26	9.18
应收账款（亿元）	4.41	4.46	5.14
其他应收款（亿元）	1.92	2.74	32.17
存货（亿元）	316.26	322.15	353.47
长期股权投资（亿元）	0.68	0.65	0.62
固定资产（亿元）	18.03	18.01	15.42
在建工程（亿元）	17.05	23.08	10.73
资产总额（亿元）	368.58	385.27	433.57
实收资本（亿元）	32.80	32.80	32.80
少数股东权益（亿元）	0.50	0.52	0.54
所有者权益（亿元）	111.06	110.04	110.39
短期债务（亿元）	89.99	88.59	91.23
长期债务（亿元）	109.33	102.11	95.81
全部债务（亿元）	199.33	190.70	187.04
营业总收入（亿元）	22.53	20.37	12.11
营业成本（亿元）	21.10	19.10	11.41
其他收益（亿元）	2.07	2.52	2.37
利润总额（亿元）	1.41	1.42	0.47
EBITDA（亿元）	2.76	2.80	1.86
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	22.54	21.08	11.26
经营活动现金流入小计（亿元）	111.87	105.05	116.12
经营活动现金流量净额（亿元）	20.86	22.18	1.17
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.16	-7.60	4.94
筹资活动现金流量净额（亿元）	-30.25	-14.74	-7.19
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.17	4.59	2.52
存货周转次数（次）	0.07	0.06	0.03
总资产周转次数（次）	0.06	0.05	0.03
现金收入比（%）	100.05	103.44	93.02
营业利润率（%）	5.06	4.57	-0.21
总资本收益率（%）	0.50	0.46	0.35
净资产收益率（%）	1.00	0.84	0.38
长期债务资本化比率（%）	49.61	48.13	46.46
全部债务资本化比率（%）	64.22	63.41	62.88
资产负债率（%）	69.87	71.44	74.54
流动比率（%）	244.24	229.68	200.68
速动比率（%）	8.14	8.46	24.16
经营现金流动负债比（%）	15.57	15.23	0.58
现金短期债务比（倍）	0.04	0.04	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	0.22	0.24	0.18
全部债务/EBITDA（倍）	72.19	68.00	100.63

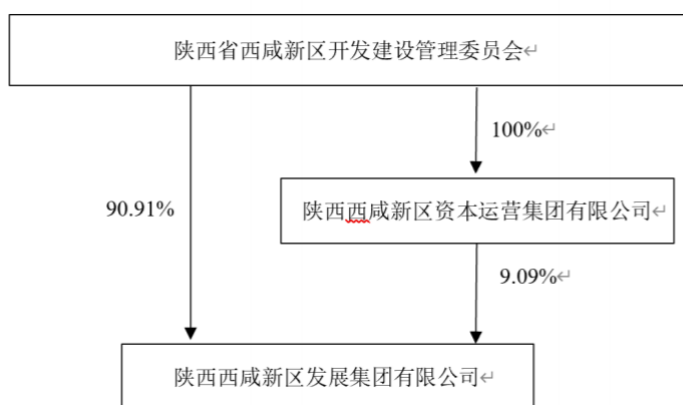
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.30	1.05	0.38
应收账款（亿元）	0.76	0.80	0.91
其他应收款（亿元）	22.01	18.01	34.18
存货（亿元）	270.30	262.11	269.53
长期股权投资（亿元）	38.25	61.96	56.24
固定资产（亿元）	4.33	4.18	4.05
在建工程（亿元）	9.95	15.36	4.31
资产总额（亿元）	351.88	368.62	374.01
实收资本（亿元）	32.80	32.80	32.80
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	112.26	111.61	110.90
短期债务（亿元）	81.76	75.99	76.91
长期债务（亿元）	92.70	88.90	68.87
全部债务（亿元）	174.46	164.89	145.78
营业总收入（亿元）	17.09	16.16	7.53
营业成本（亿元）	16.28	15.37	7.04
其他收益（亿元）	1.42	2.20	2.31
利润总额（亿元）	1.25	1.75	-0.61
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	19.33	18.11	0.03
经营活动现金流入小计（亿元）	78.62	108.64	3.17
经营活动现金流量净额（亿元）	32.83	31.19	-18.88
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.00	-19.60	8.90
筹资活动现金流量净额（亿元）	-38.90	-12.40	9.73
财务指标			
销售债权周转次数（次）	24.83	20.62	8.77
存货周转次数（次）	0.06	0.06	0.03
总资产周转次数（次）	0.05	0.04	0.02
现金收入比（%）	113.10	112.09	0.35
营业利润率（%）	3.82	3.76	-0.37
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	0.82	1.16	-0.56
长期债务资本化比率（%）	45.23	44.34	38.31
全部债务资本化比率（%）	60.85	59.63	56.79
资产负债率（%）	68.10	69.72	70.35
流动比率（%）	218.98	198.31	181.30
速动比率（%）	18.32	14.60	21.24
经营现金流动负债比（%）	24.37	21.87	-11.21
现金短期债务比（倍）	0.02	0.01	0.005
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

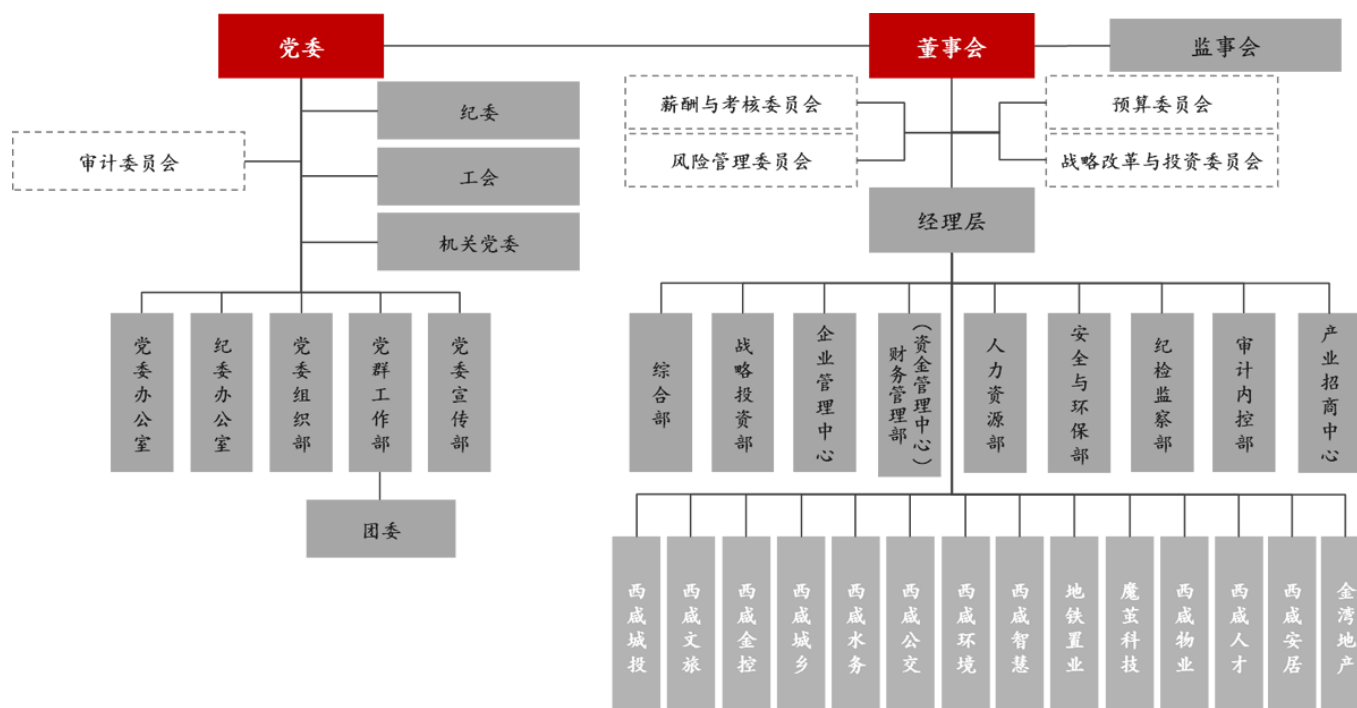
注：公司本部未披露现金流量表补充资料，相关指标无法计算，以“/”表示
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3-1 西咸发展股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：西咸发展提供

附件 3-2 西咸发展组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



* 党委办公室与综合部合署、党委组织部与人力资源部合署、纪委办公室与纪检监察部合署、党委宣传部与党群工作部合署、战略投资部与产业招商中心合署。
资料来源：西咸发展官网披露

附件 3-3 西咸发展主要子公司情况（截至 2025 年 3 月末）

子公司名称	业务性质	直接持股比例（%）
陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司	城镇建设、新农村建设、基础设施建设	51.01
陕西西咸新区城建投资集团有限公司	城镇建设、新农村建设、基础设施建设	100.00
陕西西咸文化旅游产业集团有限公司	文化教育、旅游开发、城镇建设等	100.00
陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司	城镇建设、新农村建设、基础设施建设	48.48
西安沣东发展集团有限公司	城镇建设、新农村建设、基础设施建设	51.00
陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司	城镇建设、新农村建设、基础设施建设	51.00
陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司	城镇建设、新农村建设、基础设施建设	51.00

注：公司持有陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司（以下简称“泾河集团”）48.48%的股权，为泾河集团的最大股东，泾河集团仍纳入公司合并范围内
 资料来源：联合资信根据西咸发展年报及西咸发展提供资料整理

附件 4 主要财务数据及指标（西咸发展合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	157.46	108.99	99.38
应收账款（亿元）	461.95	461.88	466.75
其他应收款（亿元）	402.92	423.72	441.76
存货（亿元）	1359.14	1423.66	1479.04
长期股权投资（亿元）	47.95	48.10	52.23
固定资产（亿元）	269.18	287.10	275.11
在建工程（亿元）	225.97	204.10	224.86
资产总额（亿元）	3740.38	3825.46	3852.86
实收资本（亿元）	255.52	257.19	257.19
少数股东权益（亿元）	383.65	384.29	383.33
所有者权益（亿元）	793.22	792.18	785.72
短期债务（亿元）	721.92	843.78	/
长期债务（亿元）	1489.80	1292.59	/
全部债务（亿元）	2211.72	2136.37	/
营业总收入（亿元）	243.28	172.86	46.76
营业成本（亿元）	210.07	144.30	44.37
其他收益（亿元）	20.62	20.17	0.71
利润总额（亿元）	3.77	-0.28	-3.22
EBITDA（亿元）	42.15	36.26	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	148.56	246.34	30.99
经营活动现金流入小计（亿元）	580.82	688.14	127.24
经营活动现金流量净额（亿元）	6.40	47.43	1.24
投资活动现金流量净额（亿元）	-147.25	-19.91	-7.95
筹资活动现金流量净额（亿元）	108.35	-81.79	-4.23
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.59	0.37	--
存货周转次数（次）	0.16	0.10	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.05	--
现金收入比（%）	61.07	142.51	66.26
营业利润率（%）	11.26	13.72	4.04
总资本收益率（%）	0.91	0.86	--
净资产收益率（%）	0.10	-0.32	--
长期债务资本化比率（%）	65.26	62.00	/
全部债务资本化比率（%）	73.60	72.95	/
资产负债率（%）	78.79	79.29	79.61
流动比率（%）	192.62	175.01	170.69
速动比率（%）	97.83	85.08	81.94
经营现金流动负债比（%）	0.45	3.00	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.13	/
EBITDA 利息倍数（倍）	0.47	0.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	52.47	58.91	--

注：1. 本报告将西咸发展其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款及其他非流动负债的有息部分纳入长期债务核算；2. 西咸发展 2025 年一季度财务报表未经审计，相关财务数据未经年化；4. 因未获取 2025 年 3 月末债务调整依据，全部债务相关数据以“/”表示

资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据整理

附件 5 主要财务指标的计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 6-2 中长期债券信用等级设置及含义

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。

附件 6-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持