

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司 2026 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〔2026〕3396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，确定下调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^- ，评级展望调整为负面；下调“21西秦债/21西咸秦汉债”的信用等级为 AA^+ ，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年六月二日

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。

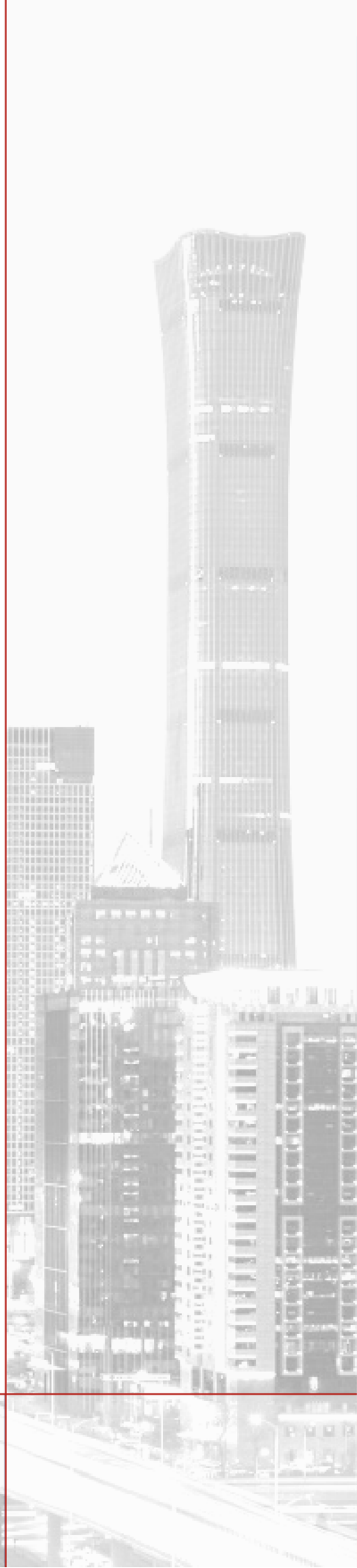
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2026 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-/负面	AA/稳定	
担保方-陕西西咸新区发展集团有限公司	AA+/负面	AAA/稳定	2026/06/02
21 西秦债/21 西咸秦汉债	AA+/负面	AAA/稳定	

评级观点

西安市为中国西部地区重要的中心城市，2025 年经济总量继续增长，一般公共预算收入有所下降，政府性基金收入降幅明显。陕西省西咸新区（以下简称“西咸新区”）作为国家级新区及丝绸之路经济带重要支点，已成为陕西省创新发展的核心载体，区域定位高。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。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”）仍为秦汉新城重要的基础设施建设主体，业务以工程代建和房屋租赁为主，工程建设业务结算进度较慢，尚未结算项目规模大，对公司资金占用明显。公司债务负担较重且短期债务及非标借款占比较高，偿债指标表现很弱；存在债务逾期、票据逾期、失信被执行人等多项负面事项，且涉及金额较上年明显增加，公司流动性趋紧，再融资能力受到一定不利影响，整体信用风险有所上升。同时考虑到公司职能定位未发生变化，仍可获得较大力度外部支持，为公司信用水平提供一定支撑，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）确定将公司主体长期信用等级下调为 AA-，评级展望调整为负面。

“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。跟踪期内，西咸发展仍为西咸新区最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，职能定位及区域地位未发生变化，在资金拨付、金融政策、政府补助等方面继续获得外部支持，但经营亏损扩大，本部及子公司债务逾期规模明显增加，存在票据逾期，征信中存在关注类贷款及关注/不良类担保，对西咸发展经营发展及再融资能力产生不利影响。经联合资信评定，将西咸发展主体长期信用等级下调为 AA+，评级展望调整为负面。

个体调整：无。

外部支持调整：公司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，在基础设施建设方面社会贡献较大，在跟踪期内继续获得资金支持、金融政策支持和政府补助等。

评级展望

跟踪期内，公司债务逾期及票据逾期规模较大，公司及部分子公司被列为被执行人及失信被执行人，且涉及规模均大幅增长。联合资信认为，上述情形对公司经营发展及再融资产生一定不利影响，将公司评级展望调整为负面。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司及区域负面舆情得到化解，区域流动性及再融资能力明显提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：政府支持程度减弱，债务逾期、失信被执行等负面舆情频发且规模持续扩大，区域融资环境显著恶化。

优势

- **西咸新区定位高。**西安市作为中国西部地区重要的中心城市，形成了以电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药六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；同时西咸新区管委会作为陕西省委、省政府派出机构，由西安市委、市政府整体代管。
- **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、金融政策支持和政府补助等方面继续获得外部支持。2025 年，公司获得政府专项债置换资金合计 6.74 亿元，获得政府补助 0.02 亿元。此外，受益于金融政策支持，公司融资成本整体下降，2025 年新增资产盘活相关贷款 8.65 亿元，进行非标贷款置换 2.25 亿元，获得陕西长安金融资产管理有限公司给予的债务重组借款 4.80 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，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,短期偿债压力很大。**截至 2025 年末,公司全部债务 196.12 亿元,全部债务资本化比率为 64.79%,短期债务和非标借款(含保理等)分别占全部债务的 45.33%和 19.26%,债务结构有待优化。同期末,公司现金短期债务比为 0.05 倍,公司短期偿债压力很大。
- **公司及担保方经营亏损,存在债务逾期、票据逾期、被执行及失信被执行等负面舆情,且债务逾期规模扩大、被执行及失信被执行涉案金额增长明显,对再融资能力产生不利影响。**
- **或有负债风险较大。**截至 2025 年末,公司担保余额 106.83 亿元,担保比率为 100.24%,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、模型及结果

评级方法与模型：城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 V4.1.202605

债项评级方法：债项评级基本方法

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
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	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	7
			现金流量	4
		资本结构	4	
		偿债能力	5	
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				+5
模型级别				AA-

个体信用状况变动说明：因联合资信于2026年5月29日对城市基础设施投资企业信用评级方法与模型进行修订，公司指示评级结果由上次评级的bbb调整为bbb；公司无个体调整因素，故公司个体信用等级由bbb调整为bbb。

外部支持变动说明：公司是秦汉新城重要的基础设施建设主体，继续获得资金支持、金融政策支持和政府补助等外部支持，外部支持上调5个子级。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

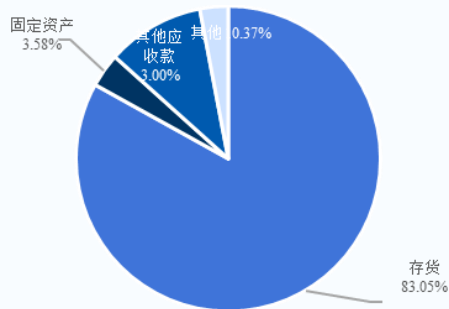
主要财务数据

合并口径			
项目	2023年	2024年	2025年
现金类资产(亿元)	3.26	9.18	4.04
资产总额(亿元)	385.27	433.57	458.47
所有者权益(亿元)	110.04	110.39	106.58
短期债务(亿元)	88.59	91.23	88.90
长期债务(亿元)	102.11	95.81	107.22
全部债务(亿元)	190.70	187.04	196.12
营业总收入(亿元)	20.37	12.11	11.97
利润总额(亿元)	1.42	0.47	-3.78
EBITDA(亿元)	2.80	1.86	-2.23
经营性净现金流(亿元)	22.18	1.17	14.18
净资产收益率(%)	0.84	0.38	-3.55
资产负债率(%)	71.44	74.54	76.75
全部债务资本化比率(%)	63.41	62.88	64.79
现金短期债务比(倍)	0.04	0.10	0.05
EBITDA利息倍数(倍)	0.24	0.18	-0.24

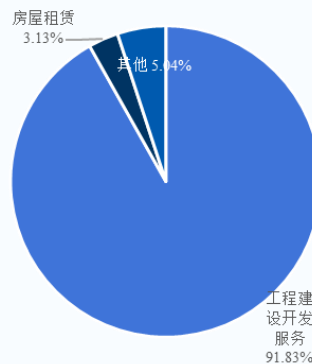
公司本部口径			
项目	2023年	2024年	2025年
资产总额(亿元)	368.62	374.01	407.81
所有者权益(亿元)	111.61	110.90	110.47
全部债务(亿元)	164.89	145.78	143.33
营业总收入(亿元)	16.16	7.53	3.80
利润总额(亿元)	1.75	-0.61	-0.40
资产负债率(%)	69.72	70.35	72.91
全部债务资本化比率(%)	59.63	56.79	56.47
现金短期债务比(倍)	0.01	0.005	0.01

注：1. 本报告将公司其他非流动负债中有息债务纳入长期债务核算；2. 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；除特别说明外，均指人民币
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

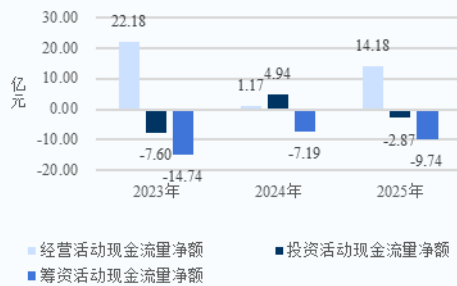
2025年末公司资产构成



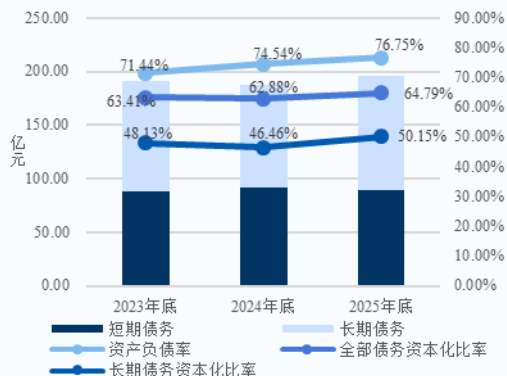
2025年公司收入构成



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	4.32 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	2025/06/27	谢艺菲 张 勇	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：崔 莹 cuiying@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 2025 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，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；公司本部下设职能部门及纳入合并范围的子公司无变化。

截至 2025 年末，公司合并资产总额 458.47 亿元，所有者权益 106.58 亿元（含少数股东权益 0.54 亿元）；2025 年，公司实现营业收入 11.97 亿元，利润总额-3.78 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 2026 年 5 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下图表，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”），募投项目已完工投入使用。2025 年，公司募投项目实现收入 0.60 亿元，与募投项目收益预期（2.60 亿元）差异较大。

“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连带责任保证担保。

图表 1 • 截至 2026 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	4.32	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

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高速增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六

张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的最大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

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，形成了以电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药六大产业为支柱的产业体系，2025年经济总量继续增长，一般公共预算收入有所下降，政府性基金收入降幅明显。陕西省西咸新区（以下简称“西咸新区”）作为国家级新区及丝绸之路经济带重要支点，已成为陕西省创新发展的核心载体，区位优势明显，经济稳步增长。西咸新区下属五个新城均有明确的功能及定位，其中秦汉新城重点布局文化旅游和大健康产业。同时需关注区域内主体出现逾期及失信等问题对区域融资环境的影响。

（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2025年末，西安市常住人口1323.63万人，较上年末增加6.87万人，常住人口城镇化率为81.01%。

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。

根据西安市国民经济和社会发展统计公报，2025年，西安市地区生产总值（GDP）继续增长，GDP规模在陕西省各地市中排首位。西安市产业结构以第三产业为主，且占比进一步提升。2025年，西安市规模以上工业增加值同比增长5.7%，固定资产投资（不含农户）同比下降15.3%。

图表 2 • 西安市主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP (亿元)	12756.21	13369.14	13902.67
GDP 增速 (%)	5.8	4.5	4.7
固定资产投资增速 (%)	0.1	0.2	-15.3
三产结构	2.71:34.53:62.77	2.40:29.09:68.51	2.39:28.56:69.05
人均 GDP (万元)	9.21	10.15	10.53

注：2023-2025 年 GDP 规模和增速来自《西安市 2025 年国民经济和社会发展统计公报》
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据西安市财政决算报告，2025 年，西安市一般公共预算收入同比有所下降，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，财税质量较好。2025 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；政府性基金收入下降 43.9%，其中土地出让收入下降 46.6%。截至 2025 年末，西安市政府债务余额 5363.14 亿元，其中一般债务 1237.38 亿元，专项债务 4125.76 亿元。

图表 3 • 西安市主要财力指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
一般公共预算收入 (亿元)	951.92	1002.36	979.35
一般公共预算收入增速 (%)	7.7	5.3	-2.3
税收收入 (亿元)	687.97	714.95	701.77
税收收入占一般公共预算收入比重 (%)	72.27	71.33	71.66
一般公共预算支出 (亿元)	1730.47	1561.85	1512.54
财政自给率 (%)	55.01	64.18	64.75
政府性基金收入 (亿元)	1321.44	1214.91	681.83
地方政府债务余额 (亿元)	4029.69	4644.43	5363.14

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

(2) 西咸新区

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。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）。历经多年的管理体制变革，西咸新区先后经历了“省市共建，以省为主”、“西安代管”、“西安全面代管”。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。

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，“秦创原创新驱动平台”在西咸新区成立。“秦创原”是陕西省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。

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，2025 年西咸新区（直管区）全年实现地区生产总值 1006.57 亿元，同比增长 5.3%，完成规上工业总产值 1090.2 亿元，同比增长 15.5%，规上工业增加值同比增长 11%。根据西安市财政局官网公开数据，截至 2025 年末，西咸新区债务限额 1386.4 亿元，债务余额 1375.48 亿元，其中一般债务 161.28 亿元，专项债务 1214.2 亿元。再融资环境方面，西咸新区多家基础设施建设和国有资产运营主体出现债务逾期、票据逾期、被列为被执行人及失信被执行人等情况，或对西咸新区再融资环境产生一定负面影响。

（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。

根据秦汉新城管委会披露数据，2025 年前三季度，秦汉新城实现地区生产总值 77.3 亿元，同比增长 4.7%；规上工业增加值增长 6.4%，固定资产投资增长 9.1%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍为秦汉新城重要的基础设施建设主体，业务具有区域专营优势。公司存在债务逾期、票据逾期、失信被执行等多项负面事项，且涉及金额较上年明显增加，公司流动性趋紧、再融资压力上升。

跟踪期内，公司仍为秦汉新城重要的基础设施建设主体，承担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，秦汉新城区域内另有两家建设运营主体，分别为陕西西咸新区秦汉产业发展集团有限公司（以下简称“秦汉产发”）和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”），秦汉产发主要负责秦汉新城区域内的文化产业项目的投资，秦汉城发主要负责经营类资产的运营和管理。整体看，公司业务具有区域专营优势。

债务逾期方面，根据公司年度报告，截至 2025 年末，公司合并口径债务逾期金额 21.81 亿元。其中，股东西咸发展发放的委托贷款逾期金额 19.60 亿元（逾期本金为 17.94 亿元、逾期利息为 1.66 亿元），对海通恒信国际融资租赁股份有限公司（以下简称“海通恒信”）的融资租赁借款逾期金额 2.21 亿元（逾期本金为 2.08 亿元、逾期利息为 0.13 亿元）。

票据逾期方面，公司存在票据持续逾期情况，截至 2026 年 4 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票据逾期余额合计为 3.77 亿元。

被执行案件方面，截至 2026 年 5 月 30 日，公司本部被执行案件执行标的合计 10.12 亿元，失信被执行人案件涉案金额 4.29 亿元，与上年¹对比被执行及失信被执行人案件规模均大幅增长；子公司被执行案件执行标的合计 2.16 亿元。其中，子公司天马城文旅

¹ 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。

被执行案件执行标的合计 0.70 亿元，失信被执行案件涉案金额 2.42 亿元；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”）被执行案件执行标的合计 1.30 亿元，失信被执行案件涉案金额 0.27 亿元；子公司秦汉新城保障房建设管理有限公司（以下简称“保障房公司”）被执行案件执行标的合计 0.03 亿元，失信被执行案件涉案金额 0.48 亿元。公司和天马城文旅部分失信被执行案件系因海通恒信的融资租赁借款逾期导致，其余主要为工程纠纷所致。此外，公司及多家子公司法定代表人因诉讼案件被限制高消费。

征信方面，根据中国人民银行企业信用报告（中征码：6104020000304416），截至 2026 年 4 月 30 日，公司本部未结清关注类贷款余额为 30.55 亿元，主要因展期等原因五级分类调整所致；关注类担保余额为 18.08 亿元。

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

截至 2026 年 5 月 30 日，公司本部存在欠税记录 3 笔，欠税公告日期均为 2025 年 5 月末，欠税金额合计 5156.88 万元。

（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

2025 年，公司业务结构及收入规模保持相对稳定，其中，工程建设开发服务收入和房屋租赁收入较上年均略有增长，其他收入（包括房产销售、园林、物业服务、广告宣传等）同比下降 49.49%，主要系 2024 年 9 月将子公司陕西西咸新区秦汉房地产开发有限公司划出，不再实现商业房地产销售收入，以及 2024 年 8 月将子公司陕西西咸新区秦汉物业管理有限公司划出，物业收入有所减少所致。同期，因充电桩业务处于前期投入阶段尚未实现收入，其他业务毛利率大幅为负，2025 年公司综合毛利率较上年下降 1.46 个百分点。

图表 5 • 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2024 年			2025 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	10.26	84.77	5.85	10.99	91.83	5.38
房屋租赁	0.32	2.63	30.60	0.37	3.13	24.83
其他收入	1.53	12.60	0.12	0.60	5.04	-27.70
合计	12.11	100.00	5.78	11.97	100.00	4.32

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

公司工程建设业务结算进度较慢，尚未结算项目规模大，对公司资金占用明显。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、子公司基建公司及保障房公司负责。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 2025 年末，公司在建代建项目主要为市政工程、保障房项目等，具体见下图表；公司拟建代建项目 2 个，预计总投资 1.08 亿元。同期末，公司存货中代建项目成本合计约 270.43 亿元，整体结算进度较慢。公司主要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 2025 年末公司主要在建工程建设项目情况（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	63000.00	57000.00
兰池大道（兰池二路-兰池三路）市政工程	2500.00	2200.00	300.00
曹参路（汉韵一路-汉高大道）	3160.00	856.00	2304.00
秦韵小学	30000.00	27500.00	2500.00
保障房项目			
渭柳佳苑四期	181693.00	162675.36	19017.64
周礼佳苑二期	96854.00	89682.60	7171.40
迎宾佳苑	209771.43	66251.00	143520.43
秦韵佳苑	157702.00	141986.00	15716.00
怡园坊	148000.00	118256.00	29744.00
合计	949680.43	672406.96	277273.47

资料来源：公司提供

（2）租赁及自营业务

公司租赁收入略有增长，在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。

跟踪期内，公司租赁资产未有变化，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。2025 年，公司租赁收入较上年略有增长。

截至 2025 年末，公司主要在建自营项目如下图表，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。

图表 7 • 截至 2025 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
秦汉樾园（商业房产及少量商品房）	19.00	17.59
西咸新区智能检验检测中心项目	1.20	0.26
西部国际短视频基地项目	2.00	0.35
合计	22.20	18.20

资料来源：公司提供

（四）财务方面

2025 年，由于与原会计师事务所合作到期，公司变更会计师事务所，从永拓会计师事务所（特殊普通合伙）变更为希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）。希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 年度财务报表审计结论为标准无保留意见。截至 2025 年末，公司合并范围内共 23 家子公司。2025 年，公司无重要会计政策和会计估计变更，合并范围内子公司无变化，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，受项目建设推进影响，公司资产规模有所增长。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，部分应收款对手方存在被列为被执行人等负面舆情，需关注应收款项的回收风险，公司存货结算进度较慢，对公司资金占用大。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。2025 年，受政府补助减少、存货计提跌价准备、处置长期股权投资产生损失等综合影响，公司利润总额由上年微盈利转为亏损。因公司债务到期偿还规模大于新增融资规模，公司筹资活动现金继续净流出。考虑到公司后续债务到期偿还及项目建设支出，公司对外部融资依赖仍较大。

图表 8 • 公司主要资产情况

项目	2024 年末		2025 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	401.84	92.68	403.60	88.03
货币资金	9.16	2.11	4.02	0.88
其他应收款	32.17	7.42	13.76	3.00
存货	353.47	81.53	380.75	83.05
非流动资产	31.73	7.32	54.87	11.97
固定资产	15.42	3.56	16.43	3.58
在建工程	10.73	2.47	7.34	1.60
资产总额	433.57	100.00	458.47	100.00

注：在建工程包含工程物资，固定资产包含固定资产清理
 资料来源：联合资信根据财务数据整理

截至 2025 年末，公司合并资产总额较上年末增长 5.74%，主要系项目投入增加带动存货增长所致，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 1.19 亿元，占货币资金的 29.63%，主要为司法冻结资金（0.91 亿元）和存单质押（0.20 亿元）等。公司其他应收款较上年末减少，主要系部分进行盘活调整重分类所致；公司对其他应收款合计计提 0.41 亿元坏账准备；截至 2026 年 5 月 27 日，应收对象中陕西天汉大健康产业发展有限公司被列为被执行人，被执行总金额为 4852.78 万元；陕西西咸新区秦汉物资供应有限公司被列为失信被执行人，涉案金额 61.45 万元。同时，公司其他应收款前五名均为秦汉新城管委会下属子公司，秦汉新城管委会被列为失信被执行人、被限制高消费等。后续需关注公司其他应收款的回收风险。

图表 9 • 截至 2025 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 (%)
陕西新秦风文化旅游发展有限公司	1 年以内	4.67	33.33
陕西天汉大健康产业发展有限公司	1 年以内、1~2 年	1.96	14.01
西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	1 年以内、1~2 年、2~3 年、3 年以上	1.70	12.17
西咸新区秦汉置业管理有限公司	1 年以内、1~2 年	0.87	6.19
陕西西咸新区秦汉物资供应有限公司	1 年以内、1~2 年、2~3 年、3 年以上	0.83	5.90
合计	--	10.03	71.60

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年末，公司存货主要为开发成本 379.68 亿元（主要为代建项目成本及部分产业园等项目）。同期末，公司固定资产仍主要为房屋建筑物，已累计计提折旧 2.36 亿元。公司在建工程较上年末有所减少，主要系在建工程项目部分完工转入固定资产或投资性房地产所致。

受限资产方面，截至 2025 年末，公司受限资产 12.40 亿元，占总资产的比重为 2.70%；受限资产包括受限货币资金 1.19 亿元、受限存货 7.31 亿元和受限固定资产 3.89 亿元。

截至 2025 年末，公司所有者权益 106.58 亿元，较上年末减少 3.46%，主要系公司未分配利润减少所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 30.78%）、资本公积（占 60.02%）和未分配利润（占 6.22%）构成。所有者权益稳定性较好。

图表 10 • 公司主要负债情况

项目	2024 年末		2025 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	200.24	61.96	217.20	61.72
短期借款	44.72	13.84	36.03	10.24
其他应付款	94.66	29.29	112.76	32.04

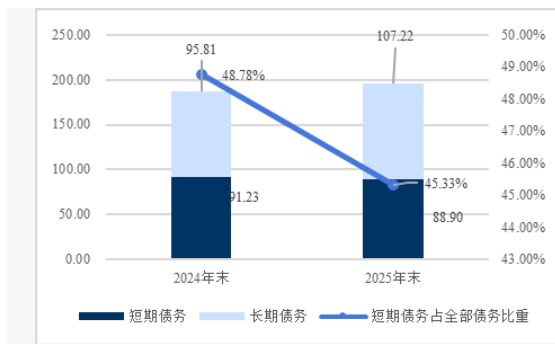
一年内到期的非流动负债	39.10	12.10	46.00	13.07
非流动负债	122.93	38.04	134.69	38.28
长期借款	72.67	22.48	84.98	24.15
应付债券	23.14	7.16	7.16	2.03
长期应付款	25.03	7.75	25.01	7.11
负债总额	323.17	100.00	351.89	100.00

注：2024 年末和 2025 年末，公司长期应付款均为专项应付款；其他应付款包含应付利息和应付股利
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2025 年末，公司负债总额较上年末增长 8.89%，除有息债务外，主要为计入其他应付款的购房/合作诚意金、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系应付秦汉新城管委会及秦汉产发等往来款增加所致。2025 年，公司新增其他非流动负债 15.08 亿元，均为有息债务，将其纳入长期债务核算；主要为陕西长安金融资产管理有限公司（以下简称“长安金资”）等给予的借款。

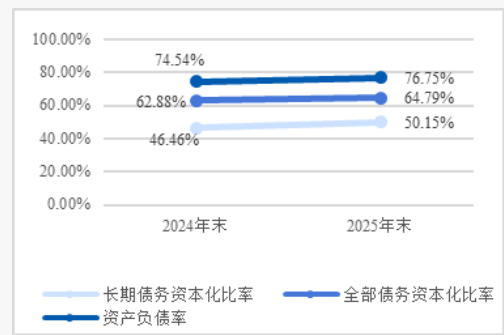
截至 2025 年末，公司全部债务 196.12 亿元，较上年末增长 4.86%。从期限结构看，公司全部债务中短期债务占比达 45.33%。从债务结构看，公司银行贷款、债券和非标借款（含保理等）分别约占全部债务的 38.39%、14.08%和 19.26%，其余为股东西咸发展为公司提供的委托贷款和应付票据等，公司非标借款占比较高，债务结构有待优化。从债务指标看，2025 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年末进一步上升，债务负担有所加重。

图表 11 • 公司债务规模及结构（单位：亿元）



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 12 • 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 2026 年 5 月 27 日，公司存续债券详见下图表，考虑到“21 西秦债/21 西咸秦汉债”分期偿还本金，公司于 2026 年下半年、2027 年和 2028 年需偿还债券本金分别为 9.94 亿元、1.44 亿元和 5.74 亿元。

图表 13 • 截至 2026 年 5 月 27 日公司存续债券情况

债券简称	发行金额	债券余额 (亿元)	发行期限 (年)	到期日
21 西秦债/21 西咸秦汉债	7.20	4.32	7	2028/08/12
23 秦汉 05	4.00	4.00	2+1	2026/09/19
23 秦汉 04	4.50	4.50	2+1	2026/09/19
25 秦汉新城 PPN001	4.30	4.30	3	2028/01/23
合计	20.00	17.12	--	--

注：“21 西秦债/21 西咸秦汉债”设债券提前偿还条款，自债券存续期第 3 年起，逐年分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2025 年，公司营业总收入较上年略有下降，期间费用同比下降 7.48%，主要系管理费用下降所致，主要由管理费用（1.08 亿元）及财务费用²（0.79 亿元）构成，期间费用占营业总收入的比重下降至 15.80%，对利润形成一定侵蚀。2025 年，公司政府补助形成的其他收益大幅下降，加之存货计提跌价准备、处置长期股权投资产生的损失，公司利润总额由上年微盈利转为亏损。

2025 年，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 2025 年业务回款情况差，但受往来

² 考虑到公司利息资本化规模较大，2025 年公司实际利息支出规模更大

款净流入规模较大影响，公司经营活动现金继续净流入。因上年处置子公司带来的投资活动现金流入不持续，2025 年公司投资活动现金转为净流出。因公司债务到期偿还规模大于新增融资规模，公司筹资活动现金继续净流出。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
营业总收入	12.11	11.97
营业成本	11.41	11.45
期间费用	2.04	1.89
其他收益	2.37	0.02
投资收益	0.37	-0.16
资产减值损失	0.00	-1.93
利润总额	0.47	-3.78
营业利润率（%）	-0.21	2.56
总资本收益率（%）	0.35	-0.97
净资产收益率（%）	0.38	-3.55

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 15 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
经营活动现金流入小计	116.12	47.75
经营活动现金流出小计	114.95	33.57
经营活动现金流量净额	1.17	14.18
投资活动现金流入小计	8.89	0.04
投资活动现金流出小计	3.95	2.91
投资活动现金流量净额	4.94	-2.87
筹资活动现金流入小计	59.65	47.67
筹资活动现金流出小计	66.85	57.41
筹资活动现金流量净额	-7.19	-9.74
现金收入比（%）	93.02	8.20

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现很弱，或有负债风险较大，债务逾期等负面舆情对公司再融资能力产生一定不利影响。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年（末）	2025 年（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	200.68	185.82
	速动比率（%）	24.16	10.52
	现金短期债务比（倍）	0.10	0.05
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1.86	-2.23
	全部债务/EBITDA（倍）	100.63	-88.07
	EBITDA/利息支出（倍）	0.18	-0.24

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 2025 年末，公司短期偿债指标表现很弱。2025 年，亏损导致公司 EBITDA 为负，对全部债务及利息支出无保障能力，公司长期偿债指标表现很弱。

截至 2025 年末，公司对外担保余额 106.83 亿元，担保比率为 100.24%，被担保方均为同区域国有企业，详见下图表。截至 2026 年 5 月 27 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。此外根据公司本部企业信用报告，截至 2026 年 4 月 30 日公司关注类担保余额为 18.08 亿元，总体看，公司或有负债风险较大。

图表 17 • 截至 2025 年末公司对外担保余额情况

被担保方	担保余额（万元）
陕西省空港民航产业投资有限公司	31067.00
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“沣西新城公司”）	245021.67
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“泾河新城公司”）	127873.24
陕西天汉园区运营管理有限公司	2939.48
陕西西咸新区沣西发展集团有限公司（以下简称“沣西发展集团”）	102210.00
陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司（以下简称“空港新城公司”）	199659.00
陕西西咸新区秦汉产业发展集团有限公司	53698.00

陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司	171540.00
西安沣东发展集团有限公司（以下简称“沣东发展集团”）	94105.00
西北云翼飞行训练有限公司	40162.00
合计	1068275.39

注：陕西省空港民航产业投资有限公司和西北云翼飞行训练有限公司分别为空港新城公司子公司和孙公司，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 2025 年末，公司获得金融机构授信额度为 185.12 亿元，尚未使用额度为 51.94 亿元（因项目贷等提款需根据项目进度等，实际可提款额度或低于该数值），较 2024 年末获得的金融机构授信额度（216.46 亿元）和尚未使用额度（64.28 亿元）均有所下降。考虑到公司及子公司存在债务逾期、票据逾期及被执行、失信被执行等事项，对公司再融资能力产生一定不利影响。

3 公司本部主要变化情况

公司资产、负债和所有者权益均来自公司本部，公司本部短期偿债压力很大。

截至 2025 年末，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 88.95%、84.49%和 103.66%。公司工程建设开发业务由公司本部和子公司负责。2025 年，公司本部营业总收入占合并口径的 31.72%，利润总额仍为负。截至 2025 年末，公司本部全部债务资本化比率为 56.47%，现金短期债务比为 0.01 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，合同履约能力较弱，存在欠税、被列为被执行人及失信被执行人、限制高消费等负面情形。整体来看，目前公司 ESG 表现较差。

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。纳税方面，公司存在欠税记录。供应商方面，公司与施工单位发生较多合同纠纷，合同履约能力较弱。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。公司及子公司涉及诉讼，被列为被执行人及失信被执行人、限制高消费。

七、外部支持

1 支持能力

公司实际控制人系西咸新区管委会。西安市是中国西部地区重要的中心城市，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，区位优势明显，西咸新区管委会作为省委、省政府派出机构，由西安市委、市政府整体代管，西咸新区的定位和行政级别高。近年来，西咸新区作为陕西“秦创原创新驱动平台”的总窗口，现代产业体系加快形成。

总体看，公司实际控制人综合实力和支撑能力非常强。

2 支持可能性

公司股东为西咸发展和秦汉新城管委会，政府对公司控制程度高。秦汉新城是西咸新区五大功能区之一，公司是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，在基础设施建设方面社会贡献较大，可替代性较弱。

2025 年，公司获得政府专项债置换资金合计 6.74 亿元，获得政府补助 0.02 亿元。金融政策支持方面，2024 年 12 月，西安市政府和省级相关部门协调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”五个一致行动方案。跟踪期内，各金融机构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。受益于金融政策支持，公司融资成本整体有所下降，2025 年新增资产盘活相关贷款 8.65 亿元及进行非标贷款置换 2.25 亿元，期限均为 20 年；获得长安金资给予的债务重组借款 4.80 亿元，期限为 10 年。

总体看，公司获得政府支持的可能性很高。

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 2026 年 3 月末，西咸发展注册资本为 300.00 亿元，实收资本为 257.19 亿元，西咸新区管委会通过直接和间接的方式合计持有西咸发展 100% 股权，西咸新区管委会为西咸发展实际控制人。

跟踪期内，西咸发展仍为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 2026 年 3 月末，西咸发展本部设财务管理部（资金营运管理中心）、企业管理中心、产业招商中心等职能部门，纳入合并范围内一级子公司共 21 家。

截至 2025 年末，西咸发展合并资产总额 3747.95 亿元，所有者权益 724.45 亿元（含少数股东权益 332.35 亿元）；2025 年，西咸发展实现营业总收入 173.95 亿元，利润总额-28.62 亿元。

截至 2026 年 3 月末，西咸发展合并资产总额 3930.55 亿元，所有者权益 720.22 亿元（含少数股东权益 330.27 亿元）；2026 年 1—3 月，西咸发展实现营业总收入 30.66 亿元，利润总额-3.86 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。

（二）担保方基础素质

跟踪期内，西咸发展职能定位未发生变化，仍是西咸新区最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，区域地位突出。但是西咸发展及子公司债务逾期规模明显增加，且存在票据逾期、被执行、失信被执行、欠税等情况，征信中存在关注类贷款及关注/不良类担保，上述情形对西咸发展再融资能力产生不利影响。

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新城公司、沣东发展集团、公司、沣西新城公司和泾河新城公司负责，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”），西咸发展全资子公司陕西西咸新区城建投资集团有限公司和陕西西咸文化旅游产业集团有限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工作。

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，沣西发展集团（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。

债务逾期方面，根据西咸发展年度报告及 2026 年 5 月 8 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》，截至 2025 年末，西咸发展债务逾期金额 28.63 亿元（银行贷款 7.46 亿元、非银行金融机构贷款 17.17 亿元、其他有息债务 4.00 亿元），较 2025 年半年报披露的债务逾期余额 5.48 亿元增长明显。

票据逾期方面，西咸发展本部无票据逾期，子公司空港新城公司和公司存在票据逾期，截至 2026 年 4 月末票据逾期余额分别为 5.23 亿元和 3.77 亿元。

被执行案件方面，截至 2026 年 5 月 30 日，西咸发展本部存在被执行案件两起，执行标的合计 3.65 亿元。除公司外，西咸发展下属多家子公司存在被执行及失信被执行案件，控股子公司被执行案件执行标的合计 49.02 亿元；其中空港新城公司本部涉及被执行及失信被执行案件较多，被执行案件执行标的合计 11.90 亿元，失信被执行案件涉案金额合计 1.18 亿元。

征信方面，根据中国人民银行企业信用报告（中征码：6104020000355697），截至2026年4月23日，西咸发展本部未结清关注类贷款余额3.00亿元，其中逾期金额0.46亿元；关注类担保余额为58.33亿元，不良类担保余额2.73亿元。根据西咸发展提供的说明，西咸发展关注类贷款逾期部分已偿还利息；部分实际用款主体为下属子公司，已进行款项催收。关注类担保系西咸发展为下属子公司等进行担保，由于变更还款计划、银行内部审慎原则等分类为关注所致。不良类担保系公司进行非标借款担保，正在沟通非标置换。

根据西咸发展本部及主要子公司本部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。

截至2026年5月30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，但因定期报告财务信息披露不准确、临时报告披露不及时于2025年11月被上海证券交易所给予书面警示。另外，西咸发展本部存在欠税记录，2025年5月和8月分别欠税926.82万元和263.41万元。

（三）担保方经营概况

西咸发展营业总收入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。2025年，西咸发展营业总收入规模相对稳定，但收入结构有所调整。其中，基础设施代建收入和保障房收入同比增长，系结算增加所致；受房地产市场行情和西咸发展主要为尾盘销售影响，房产销售收入同比减少；西咸发展对部分物业资产的管理模式重新梳理后，相关业务核算方式发生变更，导致收入、成本同步大幅下降；部分持有型物业资产由租赁转为自用或对外处置，租金收入相应缩减；配套服务收入减少，系西咸发展对公交运营、停车管理、市政维护等公共服务板块进行财务梳理，将部分原先在配套服务中核算的政府补贴款项重分类至其他收益科目，使该板块收入规模明显收缩，但实际业务运营并未发生重大变化；其他业务收入增长，主要来自文化旅游、数字科技等新兴业务板块的拓展，以及将配套服务收入重分类其中所致。

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，西咸发展综合毛利率有所下降。

2026年1-3月，西咸发展营业总收入30.66亿元，同比下降34.43%；综合毛利率为9.95%，同比提升4.83个百分点。

图表 18 • 西咸发展营业总收入及毛利率情况

业务板块	2024年			2025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	22.44	12.98	13.06	43.35	24.92	-1.01
保障房建设	21.48	12.43	5.63	29.36	16.88	11.02
房产销售	27.31	15.80	30.66	7.96	4.58	36.31
商品销售	24.07	13.92	0.58	17.01	9.78	1.30
物业服务	10.70	6.19	10.64	3.78	2.17	16.14
配套服务	12.88	7.45	25.17	4.28	2.46	20.33
租赁业务	5.38	3.11	65.21	3.08	1.77	79.22
其他业务	48.60	28.11	16.49	65.13	37.45	13.09
合计	172.86	100.00	16.52	173.95	100.00	10.55

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2025年度财务报表和2026年一季度财务报表，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对2025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，主要强调事项包括西咸发展2025年净利润为-28.95亿元，较上年减少26.41亿元，公司存在票据和其他有息债务等逾期，并已出现员工薪酬延迟支付的情形，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2026年一季度财务报表未经审计。

2025年，西咸发展新设立子公司1家，减少子公司4家（无偿划转2家、转让1家和丧失控制权1家）。其中，丧失控制权的子公司为西咸新区轨道交通投资建设有限公司（以下简称“西咸轨交³”），系根据西咸新区管委会安排，不再将其纳入合并范围所致。2026年1—3月，西咸发展合并范围无变化。2025年，西咸发展无会计政策变更和会计估计变更，无前期差错更正。西咸轨交2025年末资产总额约200亿元，所有者权益约60亿元，收入和利润规模相对较小，西咸轨交划出对西咸发展规模影响较小。综上，西咸发展财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

2025年末，受西咸轨交不再纳入合并范围影响，西咸发展资产规模小幅下降。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，部分应收类款项和预付款账龄较长，对西咸发展资金占用明显，且部分对手方被列为被执行人，需关注相关款项的回收风险。西咸发展所有者权益规模有所下降，债务规模小幅增长，整体债务负担进一步加重，短期债务及非标融资规模均较大。2025年，受政府补助减少、减值损失增加等多重因素影响，西咸发展亏损扩大，盈利明显承压。西咸发展经营及投资性现金流缺口明显扩大，考虑到债务到期偿还及项目建设投入，面临较大的筹资需求。

图表 19 • 西咸发展主要资产情况

项目	2024 年末		2025 年末		2026 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	2770.53	72.42	2732.87	72.92	2963.69	75.40
货币资金	106.51	2.78	75.39	2.01	56.79	1.44
应收账款	461.88	12.07	487.80	13.02	533.31	13.57
预付款项	155.80	4.07	139.84	3.73	134.25	3.42
其他应收款	423.72	11.08	470.62	12.56	507.33	12.91
存货	1423.66	37.22	1420.94	37.91	1521.54	38.71
非流动资产	1054.93	27.58	1015.08	27.08	966.86	24.60
投资性房地产	192.91	5.04	211.00	5.63	194.24	4.94
固定资产	287.10	7.51	142.66	3.81	134.11	3.41
在建工程	204.10	5.34	170.80	4.56	185.20	4.71
其他非流动资产	218.19	5.70	290.23	7.74	187.00	4.76
资产总额	3825.46	100.00	3747.95	100.00	3930.55	100.00

注：表中其他应收款包含应收利息和应收股利，固定资产包含固定资产清理，在建工程包含工程物资
 资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据整理

截至2025年末，西咸发展合并资产总额较上年末下降2.03%，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35.39亿元，占货币资金的46.94%，主要为用于质押的存款及利息、银行存款冻结、银行承兑汇票保证金等，受限规模大。同期末，西咸发展应收账款规模有所增长，主要为应收工程款，其中按账龄组合计提坏账准备的应收账款21.51亿元、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469.44亿元，累计计提坏账准备3.76亿元。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79.70%，集中度高。西咸发展预付款项较上年末有所下降，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”，71.36亿元）、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”，26.09亿元）和陕西省西咸新区沣东新城棚户区（城中村）改造办公室（已更名为陕西省西咸新区沣东新城城改事务中心，22.32亿元）等，以3年以上预付账款为主，整体账龄偏长。

³ 西咸发展和陕西西咸创新投资集团有限公司分别持有西咸轨交50%股权，目前均未对其并表

图表 20 • 截至 2025 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	176.93	35.99
陕西省西咸新区空港新城管理委员会	73.11	14.87
陕西省西咸新区泾河新城土地储备中心	70.99	14.44
陕西省西咸新区沣东新城城改事务中心	29.63	6.03
陕西省西咸新区空港新城房屋管理和保障房管理中心	41.15	8.37
合计	391.80	79.70

资料来源：联合资信根据西咸发展审计报告整理

截至 2025 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 57.58%，集中度一般，部分款项账龄较长（5 年以上的其他应收款为 102.95 亿元），累计计提坏账准备 2.64 亿元。截至 2026 年 5 月 27 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，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 1249.26 亿元与产成品 123.76 亿元，存货累计计提跌价准备 4.98 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。2025 年末，西咸发展投资性房地产全部为房屋建筑物及土地，较上年末略有增长。固定资产较上年末大幅减少，主要系西咸轨交不再纳入合并范围，地铁资产移出所致；西咸发展合计计提折旧 30.37 亿元。西咸发展在建工程较上年末下降 16.32%，主要系在建地铁项目移出，以及西咸新区第二水厂等项目完工转固所致；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长 33.02%，主要系已完工未结算的合同资产增加所致，需关注未来结算情况。

图表 21 • 截至 2025 年末西咸发展其他应收款前五名情况（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	67.59	14.44
陕西省西咸新区空港新城管理委员会	55.55	11.87
陕西省西咸新区泾河新城土地储备中心	55.19	11.79
陕西省西咸新区沣东新城土地储备中心	50.90	10.88
西咸新区沣西新城财盛城市发展有限公司	40.26	8.60
合计	269.48	57.58

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 2025 年末，西咸发展受限资产占资产总额的 18.28%，具体构成详见下图表。

图表 22 • 截至 2025 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	35.39	质押的存款及利息、银行存款冻结、银行承兑汇票保证金等
固定资产	30.30	借款抵押
存货	275.02	借款抵押
投资性房地产	150.86	借款抵押
在建工程	117.73	借款抵押
应收账款	26.62	借款抵押
无形资产	10.25	借款质押
长期股权投资	37.75	借款质押
其他流动资产	1.18	借款质押
合计	685.10	--

资料来源：联合资信根据西咸发展审计报告整理

截至 2026 年 3 月末，西咸发展资产总额较上年末增长 4.87%，主要系应收类款项和存货增长所致；资产结构较上年末变化不大。

截至 2025 年末，西咸发展所有者权益 724.45 亿元，较上年末减少 8.55%，主要系少数股东权益下降、偿还永续债导致其他权益工具下降及亏损导致未分配利润减少所致。同期末，西咸发展所有者权益主要由实收资本（占 35.50%）、资本公积（占 16.80%）、未分配利润（占 0.89%）和少数股东权益（占 45.88%）构成，西咸发展少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。2026 年 3 月末所有者权益规模较上年末继续下降 0.58%，系未分配利润减少所致；权益构成较上年末变化不大。

图表 23 • 西咸发展主要负债情况

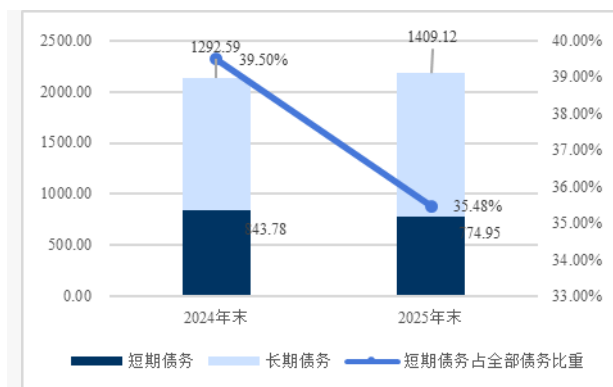
项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	1583.08	52.19	1571.97	51.99	1740.77	54.22
短期借款	268.82	8.86	207.49	6.86	301.95	9.41
应付账款	297.96	9.82	300.85	9.95	376.72	11.73
其他应付款	338.04	11.14	381.57	12.62	458.43	14.28
一年内到期的非流动负债	468.22	15.44	424.27	14.03	359.01	11.18
非流动负债	1450.19	47.81	1451.53	48.01	1469.56	45.78
长期借款	793.65	26.16	799.26	26.43	852.98	26.57
应付债券	278.94	9.20	164.61	5.44	172.18	5.36
长期应付款	87.79	2.89	120.45	3.98	200.48	6.24
其他非流动负债	266.59	8.79	346.49	11.46	225.86	7.04
负债总额	3033.28	100.00	3023.50	100.00	3210.33	100.00

资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据整理

截至 2025 年末，西咸发展负债总额较上年末下降 0.32%，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债务调整至短期债务核算，将长期应付款及其他非流动负债中有息债务调整至长期债务核算。

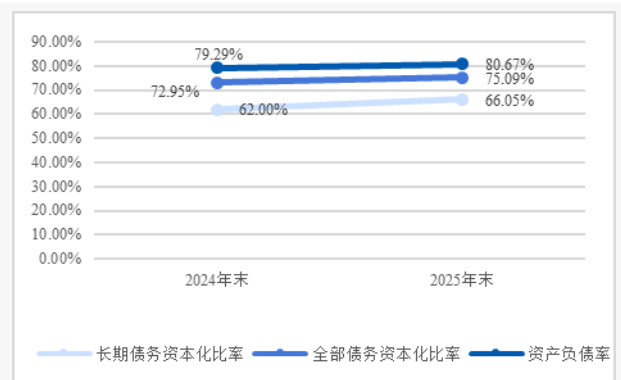
截至 2025 年末，西咸发展全部债务 2184.07 亿元，较上年末变化不大。从债务结构看，西咸发展债务中债券、政府债券、非标借款分别约占债务总额的 15.27%、6.83%和 17.40%，其余主要为银行借款。从期限结构看，西咸发展短期债务占比高，债务结构有待优化。从债务指标看，2025 年末，西咸发展资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率较上年末有所上升，债务负担重。

图表 24 • 西咸发展债务规模及结构（单位：亿元）



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 25 • 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 2026 年 5 月 27 日，西咸发展本部存续债券详见下图表。西咸发展将于 2026 年下半年和 2027 年到期的债券规模分别为 50.00 亿元和 32.00 亿元，西咸发展于 2026 年下半年债券兑付压力仍大。从西咸发展合并口径看，存续债券共 29 只，债券余额 264.46 亿元；其中西咸发展本部、泾河新城公司、空港新城公司、公司、沣西新城公司、陕西西咸金融控股集团有限公司、沣东发展集团存续债券余额分别为 152.00 亿元、40.00 亿元、30.70 亿元、17.12 亿元、12.00 亿元、7.14 亿元和 5.50 亿元；西咸发展合并

口径 2026 年下半年到期债券余额 78.00 亿元，集中于西咸发展本部，此外公司和空港新城公司分别到期债券余额 9.94 亿元和 19.50 亿元。

图表 26 • 截至 2026 年 5 月 27 日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
26 西咸 PPN001	15.00	3+2	2029/04/15	2031/04/15
25 西咸新发 PPN003	20.00	3+2	2028/09/01	2030/09/01
25 西咸 01	20.00	5	--	2030/08/27
25 西咸新发 PPN002	5.00	3+2	2028/08/15	2030/08/15
25 西咸 PPN001	10.00	3+2	2028/04/29	2030/04/29
23 西咸新发 MTN003	15.00	3	--	2026/09/06
23 西咸新发 MTN002	20.00	3	--	2026/07/24
20 西咸集团债 04	15.00	7	--	2027/05/06
20 西咸集团债 02	17.00	7	--	2027/04/23
19 西咸集团债 02	15.00	7	--	2026/11/08
合计	152.00	--	--	--

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

2025 年，西咸发展营业总收入和营业成本分别较上年增长 0.63%和 7.81%，营业利润率有所下降。期间费用较上年增长 2.97%，主要系财务费用增长所致；主要由管理费用（11.87 亿元）及财务费用（30.03 亿元）构成，期间费用占营业总收入的比重进一步上升至 24.75%，对利润形成较大侵蚀。2025 年，西咸发展以政府补助为主的其他收益为 12.63 亿元，较上年有所下降。加之受持有房产公允价值下降、资产和信用减值损失扩大、西咸轨交亏损导致投资损失等多重因素影响，西咸发展亏损扩大。2026 年 1—3 月，西咸发展营业总收入较上年同期减少 34.43%，且继续亏损。

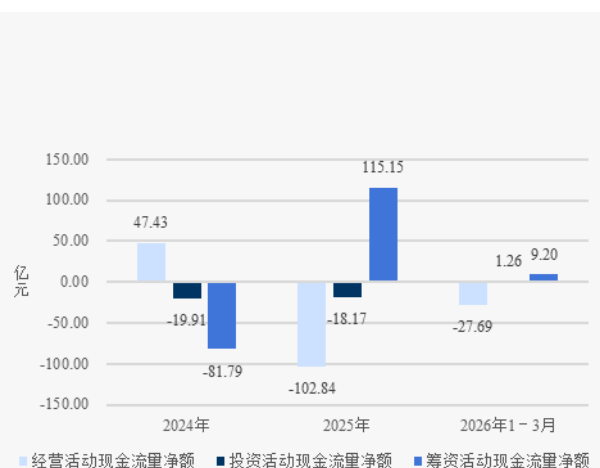
2025 年，西咸发展经营活动现金流仍主要为项目投入及回款形成的业务收支及往来款收支，收到的业务回款仍不能覆盖项目投资支出，且往来款净流出，西咸发展经营活动现金由净流入转为净流出。2025 年，西咸发展现金收入比下降至 66.91%，收入实现质量一般。同期，西咸发展在建自营项目投入有所减少，但地产投资相关支出增加，投资活动现金仍为净流出。2025 年，西咸发展筹资规模扩大，筹资活动现金转为净流入。考虑到债务到期偿还及项目建设投入，西咸发展面临较大的筹资需求。2026 年 1—3 月，西咸发展经营活动现金仍为净流出，投资活动现金转为净流入，筹资活动现金仍为净流入。

图表 27 • 西咸发展盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	172.86	173.95	30.66
营业成本	144.30	155.58	27.61
期间费用	41.81	43.05	7.04
其他收益	20.17	12.63	0.62
公允价值变动收益	0.23	-3.62	0.00
投资收益	0.25	-0.96	0.14
资产减值损失	-0.49	-5.01	*
信用减值损失	-1.55	-2.31	0.02
资产处置收益	0.88	0.49	*
利润总额	-0.28	-28.62	-3.86
营业利润率 (%)	13.72	8.29	8.18
总资本收益率 (%)	0.86	0.19	--
净资产收益率 (%)	-0.32	-4.00	--

注：2026年1-3月，公司资产减值损失-0.41万元、资产处置收益0.98万元
资料来源：联合资信根据西咸发展财务数据整理

图表 28 • 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

西咸发展偿债指标表现弱，或有负债风险较大，间接融资渠道有待拓宽。

图表 29 · 西咸发展偿债指标

项目	指标	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年 3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	175.01	173.85	170.25
	速动比率（%）	85.08	83.46	82.85
	现金短期债务比（倍）	0.13	0.10	/
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	36.26	15.10	--
	全部债务/EBITDA（倍）	58.91	144.67	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.39	0.15	--

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，跟踪期内西咸发展流动比率、速动比率和现金短期债务比持续小幅下降。整体看，西咸发展短期偿债压力大。2025 年，亏损导致 EBITDA 大幅减少，EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力亦大幅下降。整体看，西咸发展长期偿债指标表现弱。

截至 2025 年末，西咸发展对外担保余额 311.46 亿元，担保比率为 42.99%，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 2026 年 5 月 27 日西咸发展主要被担保方中西安沣东控股有限公司等存在被执行等负面舆情。总体看，西咸发展或有负债风险较大。

截至 2025 年末，西咸发展获得主要贷款银行授信额度合计 1609.59 亿元，剩余可提款授信 57.30 亿元，较上年末的银行授信额度（1937.34 亿元）和尚未使用额度（407.00 亿元）大幅下降，间接融资渠道有待拓宽，且考虑到西咸发展多家子公司存在债务逾期、票据逾期及被执行、失信被执行等事项，对西咸发展再融资能力产生不利影响。

3 西咸发展本部主要变化情况

西咸发展资产、负债和收入均主要来自子公司，西咸发展本部对子公司控制力度一般，西咸发展本部债务负担一般但短期偿债压力大。

西咸发展资产、负债及收入主要来自子公司，子公司空港新城公司、沣东发展集团、公司、沣西新城公司和泾河新城公司主要受所在新城管委会管理，西咸发展本部对子公司的管控力度一般。截至 2025 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 18.75%、13.10%和 42.34%，西咸发展本部全部债务资本化比率为 52.21%，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较大；现金短期债务比 0.10 倍，短期偿债压力大。2025 年，西咸发展本部未实现营业总收入，系因西咸发展将本部持有的开发项目和租赁资产划转至子公司西咸新区安居集团有限公司所致。

4 西咸发展外部支持

支持能力方面，详见“七、（一）支持能力”，西咸发展实际控制人综合实力和支撑能力非常强。

支持可能性方面，西咸新区管委会对西咸发展绝对控制。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，在基础设施建设方面社会贡献很大，可替代性很弱，跟踪期内继续获得有力的外部支持。

资金拨付方面，西咸发展获得用于化解隐性债务的政府专项债资金、政府储备金等，缓解了资金支出压力。金融政策支持方面，2024 年 12 月，西安市政府和省级相关部门协调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”五个一致行动方案。跟踪期内，各金融机构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。西咸发展受益于金融政策支持融资成本降低，通过债务置换、资产盘活等方式获得一定流动性支持。政府补助方面，2025 年西咸发展获得政府补助 12.56 亿元。

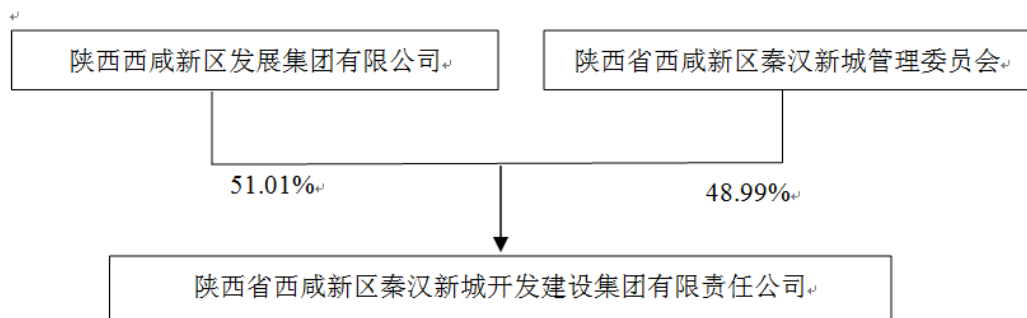
总体看，西咸发展获得政府支持的可能性很高。

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个体信用等级为 a⁺，外部支持提升 3 个子级，下调主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为负面。

九、跟踪评级结论

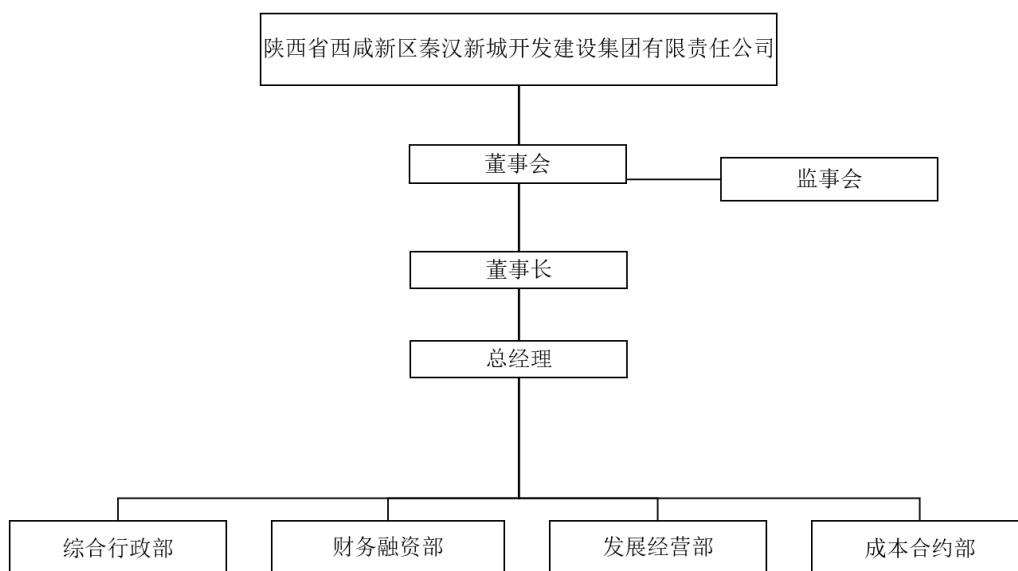
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望调整为负面，下调“21 西秦债/21 西咸秦汉债”的信用等级为 AA⁺，评级展望调整为负面。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织结构图（截至 2025 年末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司子公司情况（截至 2025 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	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.26	9.18	4.04
应收账款（亿元）	4.46	5.14	3.14
其他应收款（亿元）	2.74	32.17	13.76
存货（亿元）	322.15	353.47	380.75
长期股权投资（亿元）	0.65	0.62	0.62
固定资产（亿元）	18.01	15.42	16.43
在建工程（亿元）	23.08	10.73	7.34
资产总额（亿元）	385.27	433.57	458.47
实收资本（亿元）	32.80	32.80	32.80
少数股东权益（亿元）	0.52	0.54	0.54
所有者权益（亿元）	110.04	110.39	106.58
短期债务（亿元）	88.59	91.23	88.90
长期债务（亿元）	102.11	95.81	107.22
全部债务（亿元）	190.70	187.04	196.12
营业总收入（亿元）	20.37	12.11	11.97
营业成本（亿元）	19.10	11.41	11.45
其他收益（亿元）	2.52	2.37	0.02
利润总额（亿元）	1.42	0.47	-3.78
EBITDA（亿元）	2.80	1.86	-2.23
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	21.08	11.26	0.98
经营活动现金流入小计（亿元）	105.05	116.12	47.75
经营活动现金流量净额（亿元）	22.18	1.17	14.18
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.60	4.94	-2.87
筹资活动现金流量净额（亿元）	-14.74	-7.19	-9.74
财务指标			
现金收入比（%）	103.44	93.02	8.20
营业利润率（%）	4.57	-0.21	2.56
总资本收益率（%）	0.46	0.35	-0.97
净资产收益率（%）	0.84	0.38	-3.55
长期债务资本化比率（%）	48.13	46.46	50.15
全部债务资本化比率（%）	63.41	62.88	64.79
资产负债率（%）	71.44	74.54	76.75
流动比率（%）	229.68	200.68	185.82
速动比率（%）	8.46	24.16	10.52
经营现金流动负债比（%）	15.23	0.58	6.53
短期债务占比（%）	46.46	48.78	45.33
现金短期债务比（倍）	0.04	0.10	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	0.24	0.18	-0.24

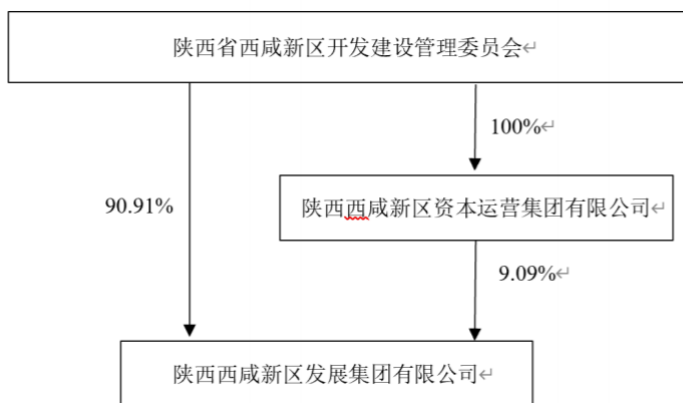
注：1. 本报告将公司其他非流动负债中有息债务纳入长期债务核算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司财务数据及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.05	0.38	0.44
应收账款（亿元）	0.80	0.91	1.95
其他应收款（亿元）	18.01	34.18	23.66
存货（亿元）	262.11	269.53	295.94
长期股权投资（亿元）	61.96	56.24	56.24
固定资产（亿元）	4.18	4.05	3.92
在建工程（亿元）	15.36	4.31	1.96
资产总额（亿元）	368.62	374.01	407.81
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）	111.61	110.90	110.47
短期债务（亿元）	75.99	76.91	78.16
长期债务（亿元）	88.90	68.87	65.17
全部债务（亿元）	164.89	145.78	143.33
营业总收入（亿元）	16.16	7.53	3.80
营业成本（亿元）	15.37	7.04	3.52
其他收益（亿元）	2.20	2.31	0.00
利润总额（亿元）	1.75	-0.61	-0.40
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	18.11	0.03	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	108.64	3.17	1.31
经营活动现金流量净额（亿元）	31.19	-18.88	-12.01
投资活动现金流量净额（亿元）	-19.60	8.90	0.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	-12.40	9.73	11.99
财务指标			
现金收入比（%）	112.09	0.35	0.00
营业利润率（%）	3.76	-0.37	4.71
总资本收益率（%）	0.64	-0.04	-0.11
净资产收益率（%）	1.16	-0.56	-0.36
长期债务资本化比率（%）	44.34	38.31	37.11
全部债务资本化比率（%）	59.63	56.79	56.47
资产负债率（%）	69.72	70.35	72.91
流动比率（%）	198.31	181.30	156.49
速动比率（%）	14.60	21.24	12.77
经营现金流动负债比（%）	21.87	-11.21	-5.83
短期债务占比（%）	46.08	52.76	54.53
现金短期债务比（倍）	0.01	0.00	0.01
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/

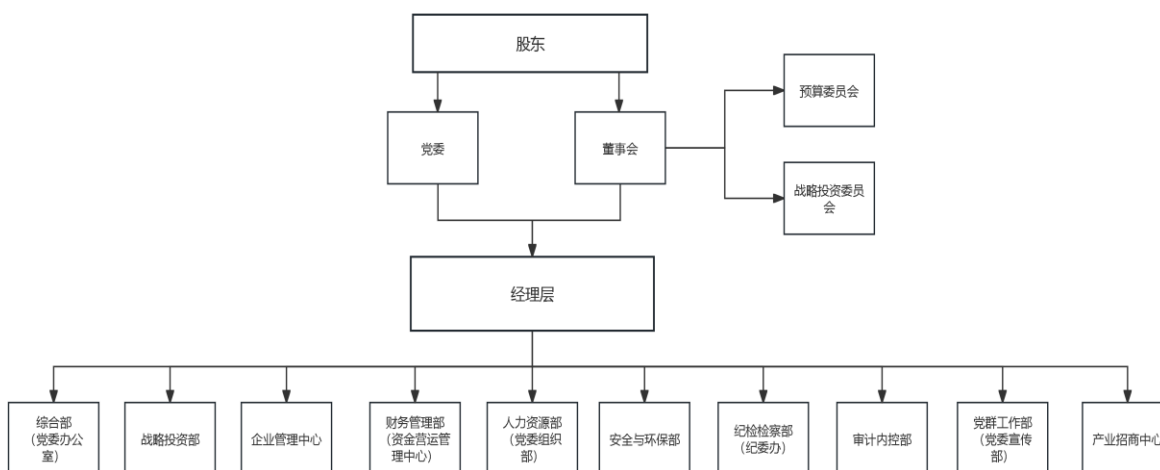
注：1. 本报告将公司其他非流动负债中有息债务纳入长期债务核算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司本部未披露现金流量表补充资料，相关指标无法计算，以“/”表示
 资料来源：联合资信根据公司财务数据及提供资料整理

附件 3-1 西咸发展股权结构图（截至 2026 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 2026 年 3 月末）



资料来源：西咸发展提供

附件 4 主要财务数据及指标（西咸发展合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	108.99	75.45	56.88
应收账款（亿元）	461.88	487.80	533.31
其他应收款（亿元）	423.72	470.62	507.33
存货（亿元）	1423.66	1420.94	1521.54
长期股权投资（亿元）	48.10	75.25	75.25
固定资产（亿元）	287.10	142.66	134.11
在建工程（亿元）	204.10	170.80	185.20
资产总额（亿元）	3825.46	3747.95	3930.55
实收资本（亿元）	257.19	257.19	257.19
少数股东权益（亿元）	384.29	332.35	330.27
所有者权益（亿元）	792.18	724.45	720.22
短期债务（亿元）	843.78	774.95	/
长期债务（亿元）	1292.59	1409.12	/
全部债务（亿元）	2136.37	2184.07	/
营业总收入（亿元）	172.86	173.95	30.66
营业成本（亿元）	144.30	155.58	27.61
其他收益（亿元）	20.17	12.63	0.62
利润总额（亿元）	-0.28	-28.62	-3.86
EBITDA（亿元）	36.26	15.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	246.34	116.38	19.46
经营活动现金流入小计（亿元）	688.14	350.87	63.12
经营活动现金流量净额（亿元）	47.43	-102.84	-27.69
投资活动现金流量净额（亿元）	-19.91	-18.17	1.26
筹资活动现金流量净额（亿元）	-81.79	115.15	9.20
财务指标			
现金收入比（%）	142.51	66.91	63.45
营业利润率（%）	13.72	8.29	8.18
总资本收益率（%）	0.86	0.19	--
净资产收益率（%）	-0.32	-4.00	--
长期债务资本化比率（%）	62.00	66.05	/
全部债务资本化比率（%）	72.95	75.09	/
资产负债率（%）	79.29	80.67	81.68
流动比率（%）	175.01	173.85	170.25
速动比率（%）	85.08	83.46	82.85
经营现金流动负债比（%）	3.00	-6.54	--
短期债务占比（%）	39.50	35.48	/
现金短期债务比（倍）	0.13	0.10	/
EBITDA 利息倍数（倍）	0.39	0.15	--

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 2026 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 2026 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及提供资料整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
短期债务占比	短期债务 / 全部债务 × 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

附件 6-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用等级的调整方向尚无法判断