

信用评级公告

联合〔2021〕5993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及其拟发行的 2021 年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定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，2021 年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:

二〇二一年七月十二日

2021 年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信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA
担保方长期信用等级：AAA
本次债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本次债券发行规模：不超过 7.20 亿元
本次债券期限：7 年
偿还方式：按年付息，存续期第 3—7 个计息年度每年偿还 20% 本金
募集资金用途：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

评级时间：2021 年 7 月 12 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bbb	评级结果		AA
		评价内容	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F5	现金流	盈利能力	3
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构	4	
		偿债能力	5	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				6

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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（以下简称“秦汉新城”）重要的基础设施建设和土地整理主体，业务在区域范围内具有专营优势；秦汉新城经济持续发展，公司经营发展的外部环境良好；公司在资金注入及财政补贴方面持续获得了有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司未来资金支出压力较大、资金占用明显、债务负担较重且集中偿付压力较大、存在或有负债风险等对公司信用水平带来不利的影响。

未来，随着秦汉新城的发展，公司经营业务有望稳步推进，联合资信对公司的评级展望为稳定。

2021 年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（以下简称“本次债券”）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，上述担保提升了债券的偿付安全性。此外，本次债券设置了分期还款安排，在一定程度上缓解公司的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 公司经营发展的外部环境良好。** 依托于西咸新区作为国家级新区的优势，秦汉新城区位优势明显。2019—2020 年，秦汉新城经济持续发展。公司经营发展的外部环境良好。
- 业务区域专营优势。** 公司是秦汉新城重要的基础设施建设和土地整理主体，业务在区域范围内具有专营优势。
- 有力的外部支持。** 公司在资金注入及财政补贴方面持续获得了有力的外部支持。
- 增信措施。** 西咸发展为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了本次债券本息偿还的安全性。

分析师:

薛琳霞 执业编号 (R0150220120065)

杨婷 执业编号 (R0040216030001)

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: www.lhratings.com

5. 分期还款安排缓解公司的集中偿付压力。本次债券分期还款安排在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

关注

1. 未来资金支出压力较大。公司在建及拟建项目尚需投资规模大,未来资金支出压力较大。
2. 资金占用明显。截至2020年末,公司项目投入形成的存货和应收账款规模进一步扩大,对公司资金占用明显,公司经营性现金流持续净流出。
3. 债务负担较重且集中偿付压力较大。公司有息债务规模持续增长,债务负担较重,2021及2022年到期规模较大,集中偿付压力较大。
4. 存在或有负债风险。公司对外担保金额大,占2020年净资产的比重为137.47%,公司存在一定的或有负债风险。

主要财务数据:

项 目	合并口径		
	2018年	2019年	2020年
现金类资产(亿元)	17.40	14.12	12.40
资产总额(亿元)	273.72	293.67	334.61
所有者权益(亿元)	73.18	91.66	102.35
短期债务(亿元)	84.50	53.11	74.31
长期债务(亿元)	95.18	115.97	129.23
全部债务(亿元)	179.68	169.08	203.54
营业收入(亿元)	16.94	19.84	21.40
利润总额(亿元)	1.79	1.88	1.98
EBITDA(亿元)	3.12	2.73	2.83
经营性净现金流(亿元)	-7.57	-2.61	-22.98
营业利润率(%)	9.51	11.79	10.93
净资产收益率(%)	2.11	1.46	1.47
资产负债率(%)	73.27	68.79	69.41
全部债务资本化比率(%)	71.06	64.85	66.54
流动比率(%)	253.68	344.44	311.19
经营现金流动负债比(%)	-7.49	-3.22	-22.83
现金短期债务比(倍)	0.21	0.27	0.17
EBITDA利息倍数(倍)	0.32	0.27	0.22
全部债务/EBITDA(倍)	57.63	61.86	71.80
项 目	本部(母公司)		
	2018年	2019年	2020年
资产总额(亿元)	286.30	294.89	326.17
所有者权益(亿元)	74.50	93.22	103.19
全部债务(亿元)	177.59	168.91	195.30
营业收入(亿元)	9.97	17.42	15.27
利润总额(亿元)	1.65	2.17	1.57
资产负债率(%)	73.98	68.39	68.36

全部债务资本化比率 (%)	70.45	64.44	65.43
流动比率 (%)	225.45	323.87	296.11
经营现金流动负债比 (%)	3.95	-1.95	-17.29

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；

2. 本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供及财务报表整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2021/06/29	杨婷、黄静轩	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
AA	稳定	2015/03/17	刘新泉、熊春哲	城投债评级方法及风险点简介（2010年）	阅读全文

声 明

一、本报告引用的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（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；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。

分析师：

薛琳

联合资信评估股份有限公司



2021年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信用评级报告

一、主体概况

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，此后经多次股东变更及增资，截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为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。

公司主要从事秦汉新城区域内土地整理及工程建设等业务。截至2020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，合并范围内子公司17家。

截至2020年末，公司资产总额334.61亿元，所有者权益102.35亿元（含少数股东权益0.53亿元）。2020年，公司实现营业收入21.40亿元，利润总额1.98亿元。

公司注册地址：陕西省西咸新区秦汉新城（以下简称“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：夏静。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

公司计划发行2021年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（以下简称“本次债券”）发行规模不超过7.20亿元，其中基础发行额为5.00亿元，弹性配售额为2.20

亿元。本次债券期限为7年。采用分期偿还本金方式，在债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金。本次债券为固定利率，按年计息。

本次债券募集资金将全部用于中华人民共和国第十四届运动会（以下简称“十四运”）（马术）比赛场地及配套项目（扣除综合看台楼及市政配套项目）（以下简称“募投项目”）建设。

本次债券附强制配售触发条款。本次债券弹性配售选择权强制触发倍数为3倍，即当本次债券申购总量超过基础发行额的3倍后必须按照全额启动弹性配售。

本次债券由西咸发展提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 募投项目概况

募投项目总投资16.29亿元，资金来源为公司自筹资金和债券融资，其中发行债券7.20亿元，占总投资的44.20%；公司自筹9.09亿元，占总投资的55.80%。

募投项目位于秦汉新城东北部，东临旅游路延伸段，西接茶马大道，南侧为旅游路，北侧为张良路，项目总用地面积1293.64亩。主要建设内容包括：十四运比赛项目、综合配套项目及市政配套项目。本次债券募投项目包含十四运比赛项目、马术馆¹及配套项目，不用于综合看台楼及市政配套项目。

3. 募投项目审批情况

募投项目已取得的批复情况如下表所示：

表1 项目审批表

序号	批准文件	批准文号	下发日期	审批机构
1	西咸新区第十四届全国运动会（马术）比赛场地及配套项目备案确认书	2019-611204-47-03-047486	2020.04.16	陕西省西咸新区秦汉新城行政审批与政务服务局

¹ 马术馆属于后续配套运营项目，非十四运比赛项目场地。

序号	批准文件	批准文号	下发日期	审批机构
2	陕西省西咸新区秦汉新城规划建设局关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规划选址意见的复函	秦汉规建函（2020）71号	2020.04.19	陕西省西咸新区秦汉新城规划建设局
3	陕西省西咸新区秦汉新城自然资源局关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用地预审的复函	秦汉自然资函（2020）23号	2020.04.20	陕西省西咸新区秦汉新城自然资源局
4	关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环境影响报告表的批复	秦汉审服准（2020）49号	2020.03.16	陕西省西咸新区秦汉新城行政审批与政务服务局
5	关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节能报告的批复	秦汉审服准（2020）209号	2020.04.30	陕西省西咸新区秦汉新城行政审批与政务服务局
6	西咸新区社会稳定风险评估备案报告表	--	2020.04.20	陕西省西咸新区秦汉新城社会稳定风险评估工作领导小组办公室

资料来源：公司提供

4. 募投项目进度情况

募投项目已于2019年9月开工，十四运比赛项目计划于2021年8月末完工，马术馆及配套项目计划于2021年末前完工，截至2021年5月末，募投项目已完成投资5.24亿元，投资完成率²为32.14%。

5. 募投项目收益情况

西咸新区第十四届全国运动会（马术）比赛场地是一座按国际马术比赛标准和第十四届全国运动会马术比赛场地要求建造的高等级马术比赛场，供2021年在陕西省举办的第十四届全国运动会马术比赛使用，全运会举办完毕之后，募投项目场地将改建为以马术为特色的大型休闲体育运动基地。募投项目旨在通过发扬自身特点和优势，把马术这项拥有一定群众基础的运动在广大群众中积极地推广和扩大。同时，项目充分利用第十四届全国运动会的契机，把马术运动做大做强。

根据中国城市建设研究院有限公司出具的《西咸新区第十四届全国运动会（马术）比赛场地及配套设施项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），募投项目收入包括门票收入、骑马体验收入、马术培训收入、赛事场地出租收入、马术馆餐饮、购物区商铺出售收入和出租收入，募投项目在债券存续期内产

生的总收入（不含增值税）为15.17亿元，可覆盖本次债券的本息。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%³，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%⁴，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**

² 投资完成率为已投资金额/总投资金额*100%

³ 文中GDP增长均为实际增速，下同

⁴ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判

断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一

步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速(10.10%)有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速(8.60%)也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平平衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发

挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生

等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年末以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，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），对2014年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的

城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较有力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，有力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中共中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上

可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021

年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾

部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础

设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

陕西西咸新区（以下简称“西咸新区”）经济和财政实力持续增强。依托西咸新区作为国家级新区的优势，秦汉新城的区位优势明显。2019—2020年，秦汉新城经济持续发展。公司发展的外部环境良好。

（1）西咸新区

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、咸阳两市7个县（区）的23个乡镇和街道办事处。西咸新区规划控制范围882.00平方公里，其中城市建设用地272.00平方公里，现有户籍人口103.00万人。

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。西咸新区着力打造新能源、新材料、高端装备制造业、现代都市农业、信息技术服务业、现代物流业以及文化旅游创意等产业集群。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。

根据西咸新区管委会官网数据及《2020年1—12月西咸新区经济运行情况》，2018—2020年西咸新区分别实现地区生产总值381.94亿元、

520.72亿元和612.50亿元，地区生产总值持续增长。2020年，分产业看，第一产业增加值50.93亿元，增长1.7%；第二产业增加值204.70亿元，增长7.7%；第三产业增加值356.87亿元，增长7.7%。2020年西咸新区固定资产投资（不含农户）较上年增长11.5%，增速较前三季度提高1.8个百分点，低于全市增速1.3个百分点，高于全省增速7.4个百分点。

2018—2020年，西咸新区分别实现一般公共预算收入51.97亿元、71.85亿元和84.00亿元，收入规模持续增长。2018—2020年，西咸新区一般公共预算支出分别为87.23亿元、126.1亿元和133.94亿元，财政自给率⁵分别为59.58%、57.02%和62.71%。

（2）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，其中城市建设用地约50.00平方公里，遗址保护区104.00平方公里，自贸片区10.85平方公里，下辖6个街办（镇），秦汉新城与西安隔渭河相望，随着西安主城区北拓及咸阳城区东扩，秦汉新城未来面临良好的发展空间。秦汉新城通过发挥区域文化和生态资源优势，依托现有产业基础，重点布局文化旅游产业，打造文化、健康和智造之城。

秦汉新城确立了“一轴·双核·三带·三区”的规划格局。一轴，即依托泾渭大道形成的秦汉历史文化主轴。双核，即重点建设渭河北岸休闲商务核（渭河北岸商务区）和大遗址生态核（秦文化主题公园和帝陵遗址公园）。三带，即建设渭河、泾河生态景观带和帝陵遗址风光带。三区，包括以现代服务业为主导产业的渭河北岸综合服务区；重点发展高新技术产业、医疗教育、科研培训、文化娱乐、生态居住产业的塬北综合服务区及重点打造以新能源汽车及关键零部件研发生产为核心的现代装备制造产业园周陵新兴产业园区。

交通方面，秦汉新城是西咸新区五大功能组团的核心区域，距西安（咸阳）国际机场9公

⁵ 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100.00%

里,距离西安北客站8公里,北客站至机场城际铁路穿城而过,陆空互联互通立体交通格局已基本形成。

根据西咸新区及秦汉新城政府网站数据,2019年,秦汉新城实现地区生产总值108.06亿元,同比增长6.2%;固定资产投资同比增长17.2%,其中工业投资同比增长53.5%,民间投资同比增长78.5%,工业技改投资同比增长18.8%;规模以上工业总产值同比下降8.1%;社会消费品零售总额同比增长3.5%。

根据西咸新区及秦汉新城政府网站数据及《2020年秦汉新城经济运行情况》,2019—2020年秦汉新城分别实现地区生产总值108.06亿元及130.18亿元。2020年,分产业看,第一产业增加值17.35亿元,较上年增长3.6%;第二产业增加值60.54亿元,较上年增长9.9%;第三产业增加值52.29亿元,较上年增长8.3%,三次产业占比为13.3:46.5:40.2。

根据秦汉新城财政局⁶提供的资料,2018—2020年,秦汉新城本级一般公共预算收入分别为25.32、33.49亿元及34.76亿元,持续增长。同期,税收收入分别为22.29亿元、32.62亿元及30.42亿元,收入稳定性较好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年末,公司注册资本及实收资本均为32.80亿元。西咸发展持有公司51.01%的股权,秦汉新城管委会持有公司48.99%的股权,公司实际控制人为西咸新区管委会。

2. 企业规模和竞争力

公司是秦汉新城重要的基础设施建设和土地整理主体,业务具有区域专营优势。

公司是秦汉新城重要的基础设施建设和土地整理主体,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。自成立以来,

公司及其子公司承接了秦汉新城内发展规划类的重要项目,包括城市基础设施建设、民生工程、安居工程、拆迁工作等。此外,秦汉新城区域内另外一家投资建设主体为由秦汉新城管委会控股的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和竞争。总体看,公司在秦汉新城土地整理开发、基础设施建设、安置房建设等领域具有区域专营优势。

3. 人员素质

公司管理人员具有政府任职经历和丰富的管理经验,员工素质较高,能够满足公司运营需要。

截至2021年5月末,公司共有高级管理人员5人,包括董事长兼总经理1人和副总经理4人。

夏静,男,1971年出生,历任咸阳市秦都区农业机械管理局办公室主任,陕西秦宇实业集团有限公司副总经理兼任综合部经理、人事部经理,咸阳秦宇基础工程公司总经理,咸阳市城市建设投资控股集团有限公司董事会秘书、总经理助理、办公室主任、副总经理,咸阳市城投置业有限公司董事长,陕西省西咸新区秦汉新城财政局(以下简称“秦汉新城财政局”)副局长、局长,发行人董事、常务副总经理、财务总监等职。自2018年5月起任公司董事长兼总经理。

截至2020年末,公司共有职工276人。从文化程度来看,本科及以上学历249人,大专学历27人;从年龄结构来看,30岁及以下98人,31~50岁之间167人,50岁以上11人;拥有中级职称的员工71人,高级职称的员工26人,其他179人。

⁶ 秦汉新城财政局提供的财力数据与秦汉新城官网公布的数据存在差异,系统统计口径不一致所致。财政局提供的数据是全口

径数据,官网公布的数据是上缴上级之后留存的数据

4. 外部支持

公司在资金注入及财政补贴方面持续获得了有力的外部支持。

(1) 资金注入

2017年和2018年，公司股东西咸发展分别向公司增资1.00亿元和1.00亿元，资金专项用于正阳大道的建设，计入“实收资本”。

2018年，根据秦汉新城财政局文件，秦汉新城财政局代公司归还债务共计11.80亿元，作为对公司的资本性投入，计入“资本公积”。

2019年，根据秦汉新城管委会文件，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”）拨入公司的12.06亿元和公司股东秦汉新城管委会拨入的5.20亿元，合计17.26亿元作为对公司的投资款项，计入公司“资本公积”。

2020年，公司股东西咸发展向公司增资3.51亿元，股东秦汉新城管委会增资5.29亿元，合计增资8.80亿元，计入“实收资本”。

2020年，子公司收到西咸新区管委会人居环境提升改造二期工程PPP项目资本金409.45万元，计入“资本公积”。

(2) 财政补贴

公司持续获得政府财政补贴。2018—2020年，公司分别获得政府补助0.94亿元、0.52亿元和0.99亿元，主要为工程专项补助资金、渭河生态治理补助资金、政府贴息补贴等，计入“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：916111035556659118），截至2021年5月28日，公司本部无已结清和未结清的不良/关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2021年7月10日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构规范、组织结构合理。

公司制定了《陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司章程》。公司设立股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事等。

公司设董事会，董事会成员6人，董事由股东会选举产生。董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。公司设董事长1人，由董事会选举产生。董事会向股东会负责，执行股东会的决定；董事会决定公司的经营计划和投融资方案，决定公司内部管理机构的设置，决定聘任或解聘公司总经理，并根据总经理提名，决定聘任或解聘公司副总经理。

公司设监事会，监事会成员3人，职工代表监事1名，职工代表监事由公司职工代表大会民主选举产生，其余两名由股东会选举产生。监事会设主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事任期每届三年，监事任期届满，连选可以连任。监事会职责包括检查公司财务、对董事和高管人员行为进行监督、向股东会会议提出议案等。

公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘，经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议等工作，组织实施公司年度经营计划和投融资方案。

2. 管理水平

公司根据自身管理需要制定了一系列管理制度。

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，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整的运营管理体系。公司根据实际需要建立了包括财务

管理、工程管理、投资管理和对外担保等在内的管理制度。

财务管理方面，为规范公司财务行为，加强财务管理，公司制定了《财务垂直管理制度》《资金预算制度》《资金管理办法》《工程款支付管理制度》等，以规范公司财务管理制度及相关操作流程。

建设工程管理方面，公司制定了工程款支付管理、工程变更、现场签证管理办法（试行）、工程材料、设备认质认价管理办法（试行）等一系列完善的管理制度，规定了工程款审批支付流程、工程合同签订要求、合同采购方式、工程变更、现场签证范围及原则等。

投资管理方面，公司制定了《投融资管理制度》，包括对外投资决策管理、重大资产重组的决策管理、对外融资决策管理、股东审议投融资事项的审批权限及监察审计部对投融资事项监督并进行审计等。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，公司对外担保实行统一管理，未经公司董事会或股东批准，公司及公司下属子公司、分公司不得对外提供担保。公司不得直接或间接为资产负债率超过70.00%的被担保对象提供债务担保，经董事会或股东会审议批准除外。此外，还规定了担保条件、对申请担保人进行全面评估审查、担保合同审查等。

子公司管理方面，公司制定了《子公司财务管理制度》，包括财务管理机构和人员管理，资金、资产和对外投资管理，负债和注册资本管理，财务事项的审批等。子公司财务部由集团公司委派财务人员，并接受集团公司的财务垂直管理。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年，公司营业收入持续增长，综合毛利率波动增长。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，主要系工程建设服务收入增长所致。受政府结算进度影响，公司土地整理业务收入小幅波动。受工程建设项目陆续达到收入确认条件影响，工程建设服务收入持续增长。公司其他收入规模不大，主要是房屋租赁、房产销售、物业服务收入等，对公司营业收入影响有限。

2018—2020年，公司综合毛利率波动增长。其中土地整理业务毛利率较为稳定。受公司新增工程项目收益加成比例降低影响，工程建设服务毛利率持续下降。公司其他收入毛利率持续增长，主要系园林业务收入毛利率增长所致。公司房屋租赁、房产销售等其他业务占比较小，对公司综合毛利率影响小。

表4 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理业务	9.18	54.20	12.78	9.81	49.43	12.72	8.40	39.26	12.71
工程建设服务	6.27	36.99	12.02	8.09	40.75	10.47	11.15	52.09	8.49
房屋租赁	0.22	1.30	-13.42	0.47	2.36	62.05	0.35	1.61	22.82
其他收入	1.27	7.52	-11.06	1.48	7.45	8.49	1.51	7.04	26.43
合计	16.94	100.00	10.37	19.84	100.00	12.66	21.40	100.00	11.64

注：1. 其他收入包括房产销售、物业服务、广告宣传等收入；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理业务

公司土地整理业务回款存在一定的滞后性。公司尚在整理的土地项目规模较大，公司

存在较大的资金支出压力。

公司与秦汉新城管委会签订《土地一级开发框架协议书》，从事秦汉新城区域内一级土地开发整理，待土地完成出让后秦汉新城管委

会分期与公司结算土地款。秦汉新城管委会按照项目全部投资成本加成 15.00%的委托开发收益返还公司，公司据此确认收入。受土地出让进度影响，公司土地整理业务收入确认与实际回款存在一定滞后性。

2018—2020 年，公司土地整理业务分别确认收入 9.18 亿元、9.81 亿元和 8.40 亿元。2018—2020 年，公司收到回款金额分别为 15.44 亿元、11.64 亿元及 17.50 亿元，收到的回款将优先用于归还以前年度欠款。

秦汉新城区域总面积 453000.00 亩，城市用地面积合计 75000.00 亩。2018—2020 年，土地供应分别为 6213.00 亩、3844.13 亩及 3712.00 亩，完成土地征收分别为 6000.00 亩、6000.00 亩及 5000.00 亩。

截至 2020 年末，公司在整理土地有 6000.00 亩，公司账面土地整理成本尚有 25.32 亿元（计入“存货”）。未来尚需投资金额约 20.00 亿元，有较大的资金支出压力。

（2）工程建设服务业务

公司工程建设服务业务回款效率较低。公司代建项目在建及拟建规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

公司工程建设业务主要由公司本部、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”）负责。公司本部及基建公司受秦汉新城管委会或土地储备中心委托，从事秦汉新城内保障房及

基础设施建设业务，模式为公司本部及基建公司分别与秦汉新城管委会或土地储备中心签订代建协议，项目实施全过程代建，公司负责前期项目建设投资，建设项目直接费用包括征地拆迁、规划设计、勘测、监理工作费及施工费用、银行贷款利息等，每年末或每季度对账并确认当年结算的建设项目总费用，并根据一定的方式确认工程建设收入。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，公司与秦汉新城管委会或土地储备中心每年末或每季度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，基建公司与土地储备中心每年末或每季度按照确认的项目建设总费用的 103.00% 确认为工程建设收入。

2018—2020 年，公司工程代建收入持续增长，分别为 6.27 亿元、8.09 亿元和 11.15 亿元。同期收到工程代建业务回款 1.20 亿元、3.50 亿元和 0.44 亿元，回款效率较低。

截至 2020 年末，公司存货中代建项目支出金额合计 215.69 亿元，对公司资金占用明显。

公司主要在建代建项目计划总投资 104.35 亿元，已投资 64.27 亿元，尚需投资 40.07 亿元。公司代建项目在建及拟建项目规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

表 5 截至 2020 年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

	项目名称	工期	总投资	已投资	尚需投资
市政基建类项目	五陵大道（兰池四路-兰池大道）市政工程	2017.08—2021.09	52700.00	50000.00	2700.00
	兰池四路上跨福银高速、西银高铁立交桥市政工程	2019.10—2021.12	31000.00	12000.00	19000.00
	兰池三路跨铁路桥（五陵大道东侧）	2019.11—2023.09	29900.00	11200.00	18700.00
	望夷路（汉风五路-泾渭大道）市政工程	2020.07—2022.12	13500.00	1865.30	11634.70
	望贤路提升工程	2020.12—2021.12	4500.00	200.00	4300.00
	兰池四路西段市政工程	2020.11—2022.06	7500.00	1000.00	6500.00
保障房项目	兰池佳苑	2014.11—2021.12	231294.00	208136.35	23157.65
	渭柳佳苑四期	2015.05—2022.04	181693.00	79430.02	102262.98

	秦兴佳苑	2015.10—2021.12	152968.00	96094.73	56873.27
	望贤小区二期	2014.05—2022.11	83848.00	55144.18	28703.82
	周礼佳苑二期	2018.04—2022.06	96854.00	17378.23	79475.77
	秦韵佳苑	2015.10—2021.12	157702.00	110282.25	47419.75
	合计		1043459.00	642731.06	400727.94

资料来源：公司提供

表 6 截至 2020 年末公司主要拟建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划工期	计划总投资	2021 年计划投资
汉惠大道（萧何路—张良路）市政工程	2021.07—2022.12	10400.00	3800.00
望夷路（泾渭大道—汉韵四路）市政工程	2021.10—2023.12	12000.00	1500.00
秦韵小学	2021.10—2023.06	15000.00	3000.00
秦汉第二中学	2021.12—2023.06	68000.00	1200.00
正阳佳苑	2021.08—2024.03	150000.00	15000.00
合计		255400.00	24500.00

资料来源：公司提供

（3）房地产开发与销售

公司房屋销售收入规模较小，2019—2020 年无房屋销售收入。房屋租赁收入波动增长。在建自营项目面临较大的资金支出压力。

公司地产开发业务包括房地产销售业务与房屋租赁业务。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商业房地产项目开发。

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。2018—2020 年，公司租赁收入波动增长，主要系 2018 年租赁业务尚未完全开展，2020 年受疫情影响租金有所减免所致。

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销售保障房。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。2018 年，秦汉佳苑一期项目销售收入为 0.23 亿元。2019—2020 年，公司无房地产销售收入。截至 2020 年末，公司可售商业房地产项目包括秦汉佳苑住宅小区（三期）、望贤·城启等项目。望贤·城启可售住房面积为 7.00 万平方米，秦汉佳苑住宅小区（三期）可售住房面积为 3.50 万平方米。截至 2020 年末，公司已预收望贤·城启售房款 4.63 亿元，秦汉佳苑住宅小区（三期）尚未开始预售。

公司在建自营项目主要有西咸新区秦汉新城兰池工业产能基地等，产业类项目后续将通过出租或部分出售的方式实现回款。主要在建自营项目计划总投资 24.46 亿元，已投资 7.75 亿元，尚需投资 16.71 亿元。主要拟建项目为秦汉文化创意产业园，计划总投资 6.50 亿元。公司面临较大的资金支出压力。

表 7 截至 2020 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	工期	总投资	已投资	尚需投资	
商业地产项目	秦汉天成汇	2017.04—2023.07	34000.00	15860.29	18139.71
产业类项目	渭柳双创大街	2018.08—2022.05	12000.00	8512.38	3487.62
	西咸新区秦汉新城兰池工业产能基地	2020.05—2022.12	140716.00	18110.50	122605.50
	陕西秦汉汽车零部件产业园一期标准化厂房项目	2019.05—2021.12	57900.00	35000.00	22900.00
合计		244616.00	77483.17	167132.83	

注：已投资金额系根据实际工程进度计算

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来将围绕“融资平台、建设先锋、产业龙头、民生抓手”四个定位，推进“项目带动、产业兴企、创新驱动、党建引领”四大战略，着力发展“基础配套、房地产业、文化旅游、影视传媒、教育医疗”五大产业，计划三到五年时间，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年合并财务报表，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，审计结论均为标准无保留意见。

2018年，公司合并范围内增加2家子公司；2019年，公司合并范围内增加2家子公司，减少3家子公司；2020年，公司合并范围内增加1家子公司，减少1家子公司。截至2020年末，公司合并范围内共有17家子公司。2018—2020年，公司新增或减少的子公司资产规模和业务规模相对较小，合并范围变动对财务数据的可比性影响不大，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，项目投入形成的存货和应收账款占比高，对公司资金占用明显，公司资产质量一般。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长10.56%，公司资产以流动资产为主。

表8 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年末		2019年末		2020年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	256.41	93.68	278.79	94.93	313.20	93.60
货币资金	17.40	6.36	14.12	4.81	12.39	3.70
应收账款	22.94	8.38	26.22	8.93	21.26	6.35
存货	210.42	76.87	231.32	78.77	271.64	81.18
非流动资产	17.31	6.32	14.88	5.07	21.41	6.40
固定资产	9.89	3.61	9.56	3.25	9.60	2.87
在建工程	0.29	0.11	0.32	0.11	5.87	1.76
资产总额	273.72	100.00	293.67	100.00	334.61	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2018—2020年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长10.52%。

2018—2020年末，公司货币资金持续下降，年均复合下降15.62%。2020年末，公司货币资金较上年末下降12.29%，其中受限资金为3.88亿元，受限比例为31.35%。

2018—2020年末，公司应收账款波动下降，年均复合下降3.74%。截至2020年末，公司应收账款较上年末下降18.95%，主要系收到回款增加所致，主要为应收秦汉新城管委会土地整理和工程建设服务业务的账款20.99亿元，占比为98.74%，集中度高，对公司资金形成占用。公司

累计计提坏账准备53.66万元。

2018—2020年末，公司存货持续增长，年均复合增长13.62%，主要系项目持续投入所致。截至2020年末，公司存货主要由开发成本270.87亿元构成，主要包括土地整理成本25.32亿元、代建项目成本215.69亿元。公司未计提存货跌价准备。

2018—2020年末，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长11.22%。截至2020年末，公司非流动资产较上年末增长43.87%，主要系在建工程增长所致。

2018—2020年末，公司固定资产波动下降，年均复合下降1.49%。公司固定资产主要为房屋建筑物。

2018—2020年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长351.22%。截至2020年末，公司在建工程较上年末增长1717.15%，主要系在建自营项目投入增加所致。

截至2020年末，公司受限资产16.08亿元，包括受限的货币资金3.88亿元、投资性房地产2.20亿元及全资子公司基建公司及陕西西咸新区秦汉土地整理有限公司的100.00%股权（账面价值合计10.00亿元）。公司受限资产占总资产的4.81%。

3. 资本结构

受益于外部资金注入，公司所有者权益持续增长，权益稳定性较强。

2018—2020年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长18.26%。截至2020年末，公司所有者权益102.35亿元，较上年末增长11.66%，其中，归属于母公司所有者权益占比为99.48%，

少数股东权益占比为0.52%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具、盈余公积和未分配利润分别占32.05%、52.16%、1.02%、1.59%和12.67%，权益稳定性较强。

2018—2020年末，公司实收资本分别为24.00亿元、24.00亿元及32.80亿元，2020年增加主要系公司股东于2020年增资8.80亿元所致。

2018—2020年末，公司资本公积持续增长，年均复合增长21.63%，增长原因见“外部支持”部分。公司资本公积主要为秦汉新城管委会、秦汉新城财政局和土地储备中心等注入的资金等。

截至2020年末，公司其他权益工具包括国家开发银行发展基金0.75亿元和西咸新区秦汉野马文娱投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“野马文娱”）增资入股0.29亿元⁷。

公司有息债务规模持续增长，债务负担较重，2021及2022年到期规模较大，集中偿付压力较大。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长7.62%，公司负债结构相对均衡。

表9 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	101.08	50.40	80.94	40.07	100.65	43.33
短期借款	6.02	3.00	7.50	3.71	16.00	6.89
应付账款	10.06	5.02	8.76	4.34	5.92	2.55
其他应付款	5.73	2.86	13.98	6.92	14.17	6.10
一年内到期的非流动负债	78.29	39.04	45.21	22.38	53.17	22.89
非流动负债	99.46	49.60	121.08	59.93	131.62	56.67
长期借款	83.72	41.74	103.99	51.48	115.43	49.70
应付债券	10.87	5.42	11.78	5.83	8.80	3.79
长期应付款	4.87	2.43	5.30	2.62	7.39	3.18
负债总额	200.54	100.00	202.02	100.00	232.26	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2018—2020年末，公司流动负债波动下降，年均复合下降0.21%。截至2020年末，公司流动

负债较上年末增长24.35%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增长所致。

⁷ 公司与野马文娱签订了增资入股协议书，约定野马文娱向陕西西咸新区秦汉新城影视发展有限公司（以下简称“影视公司”）以货币形式增资5000.00万元，增资完成后持有影视公司50.00%的股权。公司同时签订股权回购协议，约定增资完成后36个月

内，野马文娱有权随时要求公司按照年化9.00%的资金成本，回购其持有的影视公司股权。

2018—2020年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长63.04%。截至2020年末，公司短期借款较上年末增长113.37%，主要为保证借款及信用借款，保证人主要为西咸新区范围内其他国有企业。

2018—2020年末，公司应付账款持续下降，年均复合下降23.28%，系公司支付工程款所致。截至2020年末，公司应付账款较上年末下降32.42%，主要为应付工程单位工程款。

2018—2020年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长57.26%，主要系往来款大幅增长所致。截至2020年末，公司其他应付款较上年末增长1.36%，主要为与政府部门及当地国企往来款。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降17.59%。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长17.61%，主要为一年内到期的长期借款50.18亿元。

2018—2020年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长15.03%。截至2020年末，公司非流动负债较上年末增长8.71%，主要系长期借款增长所致。

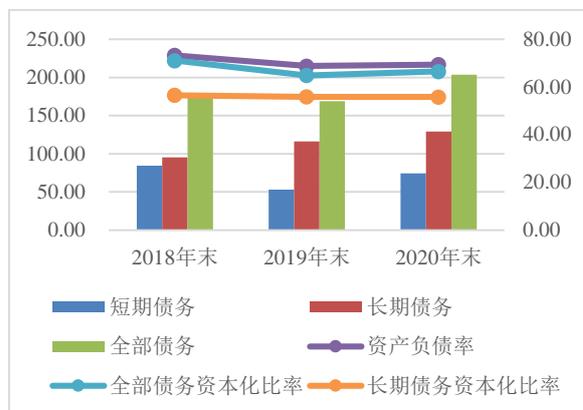
2018—2020年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长17.42%。截至2020年末，公司长期借款较上年末增长11.00%，主要为保证借款（其中包括信托借款及融资租赁借款）74.38亿元，保证人主要为西咸新区范围内其他国有企业。

2018—2020年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降10.01%。截至2020年末，公司应付债券较上年末下降25.32%，主要系“17秦汉新城PPN001”到期偿还所致。2021年，公司发行“21秦汉01”。

2018—2020年末，公司长期应付款持续增长，年均复合增长23.17%。截至2020年末，公司长期应付款较上年末增长39.40%，为专项应付款2.39亿元及债权融资计划5.00亿元。长期应付款中的有息负债已调整至有息债务进行核算。

图1 公司债务及债务指标情况

(单位: 亿元、%)



资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

有息债务方面，2018—2020年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长6.43%。从债务指标来看，2018—2020年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率波动下降；长期债务资本化比率持续下降。截至2020年末，公司全部债务203.54亿元，较上年末增长20.38%。其中短期债务74.31亿元，长期债务129.23亿元。截至2020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分别为69.41%、66.54%和55.80%，公司债务负担较重。

截至2020年末，从期限分布看，公司全部有息债务于2021年到期的共74.31亿元；2022年到期的共50.64亿元；2023年到期的共14.47亿元。2021及2022年公司有息债务到期规模较大，集中偿付压力较大。

4. 盈利能力

公司营业收入持续增长，政府补助对利润总额贡献较高，公司盈利能力尚可。

2018—2020年，公司营业收入、营业成本持续增长，年均复合增长分别为12.40%和11.60%。同期，公司营业利润率波动增长。

表10 公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入	16.94	19.84	21.40
营业成本	15.19	17.33	18.91
费用总额	1.59	1.19	1.38

其中：管理费用	0.99	0.76	0.85
财务费用	0.59	0.37	0.46
其他收益	0.94	0.52	0.99
利润总额	1.79	1.88	1.98
营业利润率	9.51	11.79	10.93
总资本收益率	0.87	0.68	0.61
净资产收益率	2.11	1.46	1.47

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从费用总额看，2018—2020年，公司费用总额波动下降，年均复合下降6.78%。2018—2020年，公司费用总额占营业收入的比例分别为9.38%、6.00%和6.45%。公司费用总额以管理费用及财务费用为主。

2018—2020年，公司其他收益全部为政府补助，具体详见“外部支持”部分，占利润总额的比重分别为52.34%、27.86%及50.34%。政府补助对利润总额的贡献程度较高。

盈利指标方面，2018—2020年，总资本收益率持续下降，净资产收益率波动下降，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

公司收入实现质量较高。受项目持续投入及往来款大额支出的影响，公司经营活动现金流持续净流出；公司投资活动现金流规模较小；公司筹资活动现金由净流出转为净流入。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司未来存在较大的筹资需求。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入合计	40.63	69.40	73.60
经营活动现金流出合计	48.20	72.01	96.58
经营活动现金流量净额	-7.57	-2.61	-22.98
投资活动现金流入合计	2.74	2.54	0.05
投资活动现金流出合计	1.65	3.60	5.08
投资活动现金流量净额	1.10	-1.07	-5.03
筹资活动现金流入合计	52.26	89.22	103.84
筹资活动现金流出合计	58.35	84.43	81.31
筹资活动现金流量净额	-6.09	4.79	22.52
现金收入比	43.12	102.83	96.31

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从经营活动来看，2018—2020年，受往来收支持续增长影响，公司经营活动现金流入量及流出量均持续增长，分别年均复合增长34.59%及41.56%，主要为经营性收支及往来款项。2018—2020年，受基础设施建设及土地整理项目持续投入影响，公司经营活动现金净额持续为负。同期，公司现金收入比波动增长，现金收入质量较高。

从投资活动来看，2018—2020年，公司投资活动现金流入量持续下降，年均复合下降87.15%，主要系公司收回投资收到的现金减少所致。同期，公司投资活动现金流出量持续增长，年均复合增长75.53%，主要系公司对在建工程的投资增长所致。2018—2020年，公司投资活动现金由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入量持续增长，年均复合增长40.95%，主要为公司取得银行等金融机构借款。筹资活动现金流出量波动增长，年均复合增长18.05%，主要为偿还债务支付的现金。2018—2020年，公司筹资活动现金由净流出转为净流入。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司未来存在较大的筹资需求。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现较弱，长期偿债能力弱。考虑到公司是秦汉新城重要的基础设施建设和土地整理主体，持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年，公司流动比率波动增长，速动比率波动下降。截至2020年末，剔除受限货币资金，公司现金短期债务比为0.11倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现较弱。

表 12 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2018年 (末)	2019年 (末)	2020年 (末)
短期偿债能力指标			
流动比率	253.68	344.44	311.19
速动比率	45.51	58.65	41.30

现金短期债务比	0.21	0.27	0.17
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.32	0.27	0.22
全部债务/EBITDA	57.63	61.86	71.80

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA分别为3.12亿元、2.73亿元和2.83亿元，波动下降。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数持续下降，EBITDA对利息的覆盖程度较低；全部债务/EBITDA持续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度低。整体看，公司长期债务偿债能力弱。

截至2020年末，公司对外担保余额为140.70亿元，占净资产比重为137.47%，被担保企业均为地方国有企业（详见附件3），公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

截至2020年末，公司获得的金融机构授信额度合计289.00亿元，未使用额度为51.45亿元。

截至2020年末，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司资产、债务均主要来源于母公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司债务负担较重，短期偿债压力较大。

公司主营业务主要由母公司运营，母公司对子公司管控力度较强。

截至2020年末，母公司资产占合并口径的97.48%；母公司负债占合并口径的96.00%。母公司营业收入占合并口径的71.35%，其余营业收入主要来自于基建公司。母公司全部债务占合并口径的95.95%，全部债务资本化比率为65.43%，债务负担较重。母公司短期债务为70.90亿元，现金短期债务比为0.10倍（未考虑资金受限），短期偿债能力较弱。2020年，母公司营业收入15.27亿元，利润总额1.57亿元。

九、本次债券偿还能力分析

1. 本次债券对公司债务的影响

以2020年末财务数据为基础，本次债券发

行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由69.41%、66.54%和55.80%上升至70.06%、67.31%和57.14%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2018—2020年，公司EBITDA分别为3.12亿元、2.73亿元和2.83亿元，分别为本次债券发行额度（7.20亿元）的0.43倍、0.38倍和0.39倍，EBITDA对本次债券的保障能力尚可。

2018—2020年，公司经营活动产生的现金流入分别为40.63亿元、69.40亿元和73.60亿元，分别为本次债券发行额度（7.20亿元）的5.64倍、9.64倍和10.22倍，公司经营活动流入量对本次债券的保障能力强。

综合以上分析，考虑到公司是秦汉新城重要的基础设施建设和土地整理主体，持续获得有力的外部支持，公司本次债券的偿还能力很强。

3. 募投项目偿债能力分析

募投项目总收入及累计净现金可以覆盖本次债券本息。本次债券各年度的实际偿付能力有赖于募投项目预期收入的顺利实现，受项目建设进度、实际运营情况以及预测依据合理性等影响，项目收益存在一定的不确定性。

根据可研报告，募投项目收入包括门票收入、骑马体验收入、马术培训收入、赛事场地出租收入、马术馆餐饮、购物区商铺出售收入和出租收入。其中，门票收入参考西安及其他地区景区门票价格作为测算依据，骑马体验收入参考类似骑马体验活动收费标准，马术培训参考其他马术俱乐部相似培训收费，赛事场地出租参考其他地区露天场地、体育场地等收费情况，马术馆餐饮、购物区商铺出售或出租收入参照同区域其他商业出租、出售价格，募投项目在债券存续期内预计将产生项目总收入15.17亿元，税前净收益11.83亿元。

表 13 本次债券募投项目债券存续期净收益预测表 (单位: 万元)

序号	项目	合计	债券存续期						
			2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
1	营业收入(不含增值税)	151,709.70	5093.04	24395.25	24395.25	24456.93	24456.93	25745.02	23,167.30
1.1	门票收入	79,103.77	3066.04	12264.15	12264.15	12264.15	12264.15	13490.57	13,490.57
1.2	骑马体验收入	49,528.30	1981.13	7924.53	7924.53	7924.53	7924.53	7924.53	7,924.53
1.3	马术培训收入	6,155.66	0.00	1025.94	1025.94	1025.94	1025.94	1025.94	1,025.94
1.4	赛事场地出租收入	1,146.79	45.87	183.49	183.49	183.49	183.49	183.49	183.49
1.5	马术馆餐饮、购物区商铺出售收入	13,135.32	0.00	2627.06	2627.06	2627.06	2627.06	2627.06	-
1.6	马术馆餐饮、购物区商铺出租收入	2,639.86	0.00	370.07	370.07	431.75	431.75	493.43	542.77
2	税金及附加	54.15	1.66	8.78	8.78	8.85	8.85	9.31	7.93
3	经营成本(不含增值税)	33,355.97	1939.74	5084.35	5263.93	5268.17	5268.17	5354.44	5,177.16
4	税前净收益(4=1-2-3)	118,299.58	3151.64	19302.12	19122.53	19179.90	19179.90	20381.27	17,982.21

注: 尾差系四舍五入所致

资料来源: 联合资信根据《西咸新区第十四届全国运动会(马术)比赛场地及配套设施项目可行性研究报告》整理

假定本次债券以票面利率7.50%来测算, 本次债券募投项目使用资金7.20亿元, 需偿还的本息合计为9.90亿元。

表14 募投项目营业收入和税前净收益对本次债券募投项目使用募集资金本息覆盖情况

(单位: 亿元、倍)

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	营业收入对本息偿还的覆盖倍数	税前净收益对本息偿还的覆盖倍数
第1年	0.54	--	0.54	0.94	0.58
第2年	0.54	--	0.54	4.52	3.57
第3年	0.54	1.44	1.98	1.23	0.97
第4年	0.432	1.44	1.872	1.31	1.02
第5年	0.324	1.44	1.764	1.39	1.09
第6年	0.216	1.44	1.656	1.55	1.23
第7年	0.108	1.44	1.548	1.50	1.16
合计	2.70	7.20	9.90	1.53	1.19

注: 上表中利息以7.50%年利率测算

资料来源: 联合资信整理

根据募投项目未来营业收入及税前净收益实现预测测算, 本次债券存续期间项目累计营业收入及税前净收益总额分别为15.17亿元及11.83亿元, 对本次债券募投项目使用募集资金本息合计(9.90亿元)偿还倍数分别为1.53倍及1.19倍, 保障能力尚可。

根据测算结果, 募投项目当年营业收入对本次债券募投项目使用募集资金本息分年度偿还额的覆盖倍数介于0.94倍~4.52倍之间; 募投项目税前净收益对本次债券募投项目使用募集资金本息分年度偿还额的覆盖倍数介于0.58倍~3.57倍之间。本次债券各年度的实际偿付能力有赖于募投项目预期收入的顺利实现, 受项目建设进度、实际运营情况以及预测依据合理性等影响, 项目收益存在一定的不确定性。

十、债权保护条款分析

本次债券由西咸发展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。担保人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。

西咸发展是由经陕西省人民政府批准，由西咸新区管委会于2011年9月出资成立的国有独资企业，初始注册资本100.00亿元。经数次股权变更及增资，截至2020年6月末，西咸发展注册资本300.00亿元，实收资本212.02亿元，西咸新区管委会为西咸发展唯一股东和实际控制人。

西咸发展主要从事西咸新区的土地开发和整理等业务。截至2020年6月末，西咸发展内设财务与经营管理部、产业发展事业部及金融与新兴产业投资事业部等职能部门，拥有纳入合并范围的子公司15家。

截至2019年末，西咸发展资产总额2297.53亿元，所有者权益586.73亿元（其中少数股东权益286.98亿元）。2019年西咸发展实现营业收入167.78亿元，利润总额9.18亿元。

截至2020年6月末，西咸发展资产总额2575.28亿元，所有者权益602.84亿元（其中少数股东权益297.58亿元）。2020年1—6月，西咸发展实现营业收入77.29亿元，利润总额1.41亿元

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，西咸发展的担保提升了本次债券的偿付安全性。（见附件）

十一、结论

公司是秦汉新城重要的基础设施建设和土地整理主体，业务在区域范围内具有专营优势，公司在资金注入及财政补贴方面持续获得了有力的外部支持。秦汉新城经济持续发展，公司经营发展的外部环境良好。

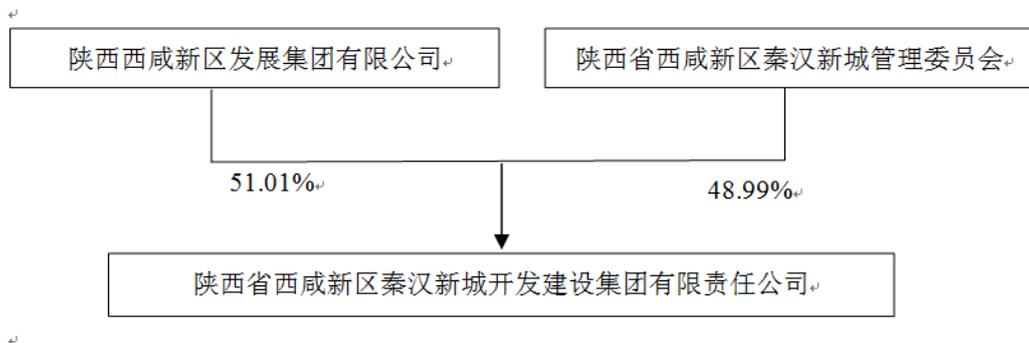
公司在建及拟建项目尚需投资规模大，未来资金支出压力较大。公司项目投入形成的存货和应收账款对公司资金占用明显。公司债务负担较重，2021及2022年集中偿付压力较大。公司对外担保金额大，存在一定的或有负债风险。

未来，随着秦汉新城的发展，公司经营业务有望稳步推进，联合资信对公司的评级展望为稳定。

本次债券由西咸发展提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，上述担保提升了债券的偿付安全性。此外，本次债券设置分期还款安排，在一定程度上缓解公司的集中偿付压力。

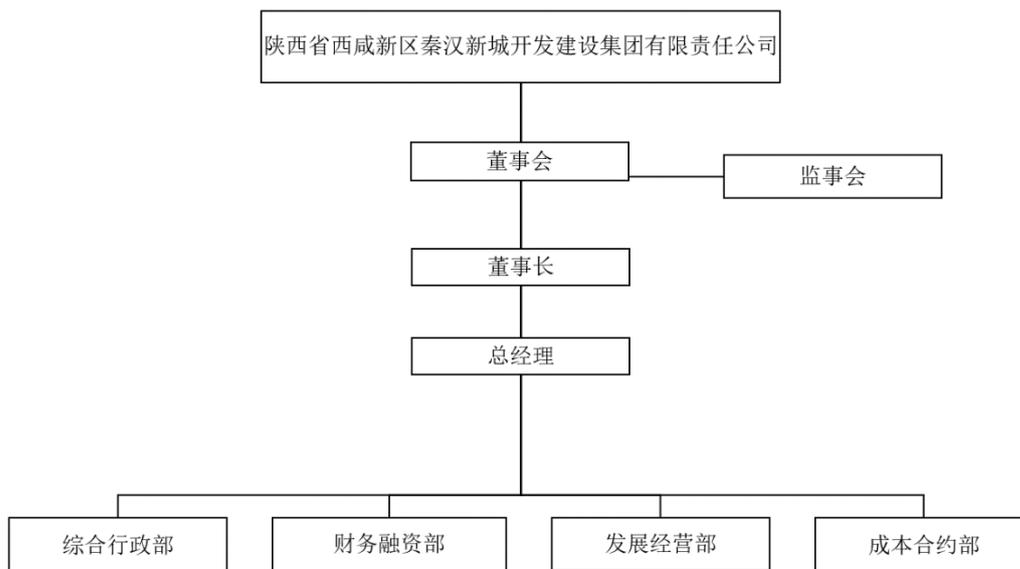
综合评估，公司主体偿债风险很低，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末公司子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	主营业务
陕西西咸新区秦汉文化旅游有限公司	100.00	2000.00	文化旅游项目的策划、经营；舞台灯光、音响设备租赁、销售；旅游纪念品开发与销售；广告设计、制作、代理发布；餐饮酒店项目的筹建
陕西西咸新区秦汉园林绿化工程有限公司	100.00	2000.00	园林绿化设计、施工；园林苗圃花卉种植、销售；农业信息、农业科技开发、咨询和服务；农业生产资料、农产品深加工、销售；水产养殖及技术咨询；建筑装饰材料销售
陕西西咸新区秦汉物业管理有限公司	100.00	500.00	物业管理；保洁服务；水电暖安装、园林绿化工程的施工；制冷设备的安装、销售；五金交电的销售；花卉种植与销售
陕西西咸新区秦汉房地产开发有限公司	100.00	50000.00	房地产开发、销售
陕西西咸新区秦汉市政工程有限公司	100.00	5000.00	道路、桥梁、路灯、排水、交通标识、市政公用设施的建设及维护
陕西西咸新区秦汉土地整理有限公司	100.00	50000.00	土地的开发及整理
陕西西咸新区秦风传统文化产业发展有限公司	60.00	1000.00	民俗文化村的开发、建设、运营；旅游景区配套设施建设；旅游宣传促销策划；文艺演出服务；文化传播
秦汉新城保障房建设管理有限公司	100.00	50000.00	保障性住房项目投资、建设、管理；房地产开发；基础设施建设项目投资、建设、管理；装饰装修
陕西西咸新区秦汉新城影视发展有限公司 ⁸	50.00	10000.00	影视文化项目的代理、开发、策划与运营；拍摄、制作与推广，以及影视文化相关活动的策划、组织与运营
秦汉新城基础设施建设管理有限公司	100.00	50000.00	道路、桥梁、绿化基础设施及配套设施项目投资、建设、管理
西咸新区秦汉新城新丝路数字文化科技有限公司	90.00	10000.00	数据处理和存储服务、数字内容服务、互联网信息服务、软件开发、信息系统集成服务、信息技术咨询服务、科技中介服务、知识产权服务、企业管理服务、文物及非物质文化遗产数字化处理
西咸新区秦汉置业管理有限公司	100.00	5000.00	房地产开发、农业观光项目开发、农业旅游观光
西咸新区秦汉大健康产业发展有限公司	93.46	42800.00	教育项目、医疗项目的投资（仅限企业自有资金）；文化教育交流、咨询；海外教育交流、咨询；教育项目、教育科研文献、教育软件的研究与开发；教育文化活动组织策划；教育信息咨询；医疗技术、网络技术的开发；健康养生管理咨询；会议会务服务
西咸新区秦汉汽车服务有限公司	100.00	500.00	汽车装饰装潢、汽车美容、汽车租赁、车辆年检代理服务、机动车辆保险代理、二手车销售
陕西秦汉汽车产业园发展有限公司	51.00	10000.00	建设项目的运营、管理；房地产开发、销售、经营、租赁；标准化工业厂房开发、销售、经营、租赁；工业园区物业管理；水、电、气暖的销售；园区建设咨询、信息技术、孵化器运营管理；工业厂房租赁
西咸新区秦汉新城天马城文化旅游发展有限公司	100.00	50000.00	比赛场馆的建设、运营；承接赛事；文化旅游项目的策划、运营；酒店、餐饮、旅游项目管理；旅游纪念品开发与销售；展览展示服务；广告的设计、制作、代理、发布。（依法须经批准的项目经相关部门批准后方可开展经营活动）（依法须经批准的项目经相关部门批准后方可开展经营活动）
秦汉新城渭河生态建设有限公司	100.00	1000.00	河道整治工程的设计、施工；河砂开采、加工、销售；商品混凝土的加工、销售；生态湿地公园的建设

资料来源：公司提供

⁸ 影视公司的另一股东为野马文娱，持股比例为 50.00%。公司与野马文娱签订增资入股协议及股权回购协议，详见脚注 6。公司为影视公司的实际控制人，影视发展公司是公司合并范围内的子公司。

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	17.40	14.12	12.40
资产总额 (亿元)	273.72	293.67	334.61
所有者权益 (亿元)	73.18	91.66	102.35
短期债务 (亿元)	84.50	53.11	74.31
长期债务 (亿元)	95.18	115.97	129.23
全部债务 (亿元)	179.68	169.08	203.54
营业收入 (亿元)	16.94	19.84	21.40
利润总额 (亿元)	1.79	1.88	1.98
EBITDA (亿元)	3.12	2.73	2.83
经营性净现金流 (亿元)	-7.57	-2.61	-22.98
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	0.73	0.81	0.90
存货周转次数 (次)	0.08	0.08	0.08
总资产周转次数 (次)	0.06	0.07	0.07
现金收入比 (%)	43.12	102.83	96.31
营业利润率 (%)	9.51	11.79	10.93
总资本收益率 (%)	0.87	0.68	0.61
净资产收益率 (%)	2.11	1.46	1.47
长期债务资本化比率 (%)	56.54	55.85	55.80
全部债务资本化比率 (%)	71.06	64.85	66.54
资产负债率 (%)	73.27	68.79	69.41
流动比率 (%)	253.68	344.44	311.19
速动比率 (%)	45.51	58.65	41.30
经营现金流动负债比 (%)	-7.49	-3.22	-22.83
现金短期债务比 (倍)	0.21	0.27	0.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.32	0.27	0.22
全部债务/EBITDA (倍)	57.63	61.86	71.80

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 系四舍五入造成;

3. 本报告将公司长期应付款中有息债务纳入其长期债务核算

资料来源: 公司财务报表及公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	16.28	12.75	7.25
资产总额 (亿元)	286.30	294.89	326.17
所有者权益 (亿元)	74.50	93.22	103.19
短期债务 (亿元)	82.69	53.09	70.90
长期债务 (亿元)	94.90	115.82	124.40
全部债务 (亿元)	177.59	168.91	195.30
营业收入 (亿元)	9.97	17.42	15.27
利润总额 (亿元)	1.65	2.17	1.57
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	4.45	-1.58	-16.72
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	0.39	0.75	1.12
存货周转次数 (次)	0.05	0.07	0.06
总资产周转次数 (次)	0.04	0.06	0.05
现金收入比 (%)	61.52	110.41	124.76
营业利润率 (%)	16.54	12.97	11.72
总资本收益率 (%)	0.72	0.79	0.51
净资产收益率 (%)	1.97	1.78	1.14
长期债务资本化比率 (%)	56.02	55.41	54.66
全部债务资本化比率 (%)	70.45	64.44	65.43
资产负债率 (%)	73.98	68.39	68.36
流动比率 (%)	225.45	323.87	296.11
速动比率 (%)	45.73	53.13	36.90
经营现金流动负债比 (%)	3.95	-1.95	-17.29
现金短期债务比 (倍)	0.20	0.24	0.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将母公司长期应付款中有息债务纳入其长期债务核算; 3. 因母公司财务报表未披露现金流量表补充资料, EBITDA 及相关指标无法计, 用“/”表示

资料来源: 公司财务报表及公司提供

附件 3 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象名称	担保金额	企业性质
陕西省空港民航产业投资有限公司	23187.50	地方国企
陕西省空港综合保税局投资有限公司	28000.00	地方国企
陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司	282832.33	地方国企
陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司	172150.00	地方国企
陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司	367584.52	地方国企
陕西西咸新区城建投资集团有限公司	71489.74	地方国企
西安沣东发展集团有限公司	78600.00	地方国企
陕西西咸新区发展集团有限公司	40000.00	地方国企
陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司	280500.00	地方国企
陕西西咸新区沣西发展集团有限公司	60000.00	地方国企
陕西西咸新区秦汉物资供应有限公司	2650.00	地方国企
合计	1406994.09	--

资料来源：公司提供

附件 4 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-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%
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

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

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 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 2021年陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本次（期）债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本次（期）债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注陕西省西咸新区秦汉新城开发建设有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

信用评级公告

联合〔2020〕5389号

联合资信评估股份有限公司通过对陕西西咸新区发展集团有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定陕西西咸新区发展集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十二月二十九日



陕西西咸新区发展集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2020年12月29日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
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

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa-	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
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	1
			企业管理	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
调整因素和理由			调整子级	
政府支持			3	

注:经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F六个等级,各级因子评价划分为六档,1档最好,6档最差;财务风险由低至高划分为F1-F7共7档,各级因子评价划分为七档,1档最好,7档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵模型得到指示评级结果

评级观点

陕西西咸新区发展集团有限公司(以下简称“公司”)是西咸新区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建设及保障房建设、土地开发整理和公用事业运营等业务,近年来,公司在资金及资产注入、股权划拨、债务置换和财政补贴方面持续获得西咸新区政府的大力支持。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司资产流动性弱、债务负担重、利润总额对政府补助依赖较高和资本支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来,公司将继续在开发建设、公共服务、产业发展和金融投资四个方面进行深入发展,公司业务规模将不断扩大,联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信认为公司主体长期信用风险极低。

优势

- 经营环境较好。**近年来,西咸新区经济不断发展,财政实力逐步增强,基金收入快速增长。2018—2019年,西咸新区地区生产总值分别为381.94亿元和520.72亿元;2017—2019年,一般公共预算收入分别为45.57亿元、51.97亿元和71.85亿元;政府性基金收入分别为98.23亿元、232.87亿元和342.80亿元。
- 区域地位重要,地方政府支持力度大。**公司是西咸新区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建设及保障房建设、土地开发整理和公用事业运营等业务,近年来,公司在资金及资产注入、股权划拨、债务置换和财政补贴方面持续获得西咸新区政府的大力支持。

关注

- 公司存在较大的资本支出压力。**公司在建及拟建项目投资规模大,未来存在较大资本支出压力。
- 资产流动性弱。**公司存货和应收类款项规模大,对资金占用明显,且回收受政府结算和回款进度影响大,存在不确定性。
- 债务负担重,短期偿债压力大。**公司债务规模持续增

分析师：薛琳霞 章进

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：www.lhratings.com

长，债务负担重；短期债务规模大，短期偿债压力大。
2020 年 6 月底，公司全部债务资本化比率为 73.14%，
现金短期债务比为 0.87 倍。

4. 公司利润总额对政府补助依赖较高。2017—2019 年，
政府补助占利润总额的比例分别为 86.69%、43.45%和
52.29%。
5. 经营活动净现金流持续为负。2017—2019 年，公司经
营活动净现金流分别为-294.68 亿元、-152.07 亿元和
-125.96 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产（亿元）	306.55	195.30	258.16	303.81
资产总额（亿元）	1631.06	1924.38	2297.53	2575.28
所有者权益（亿元）	432.97	482.45	586.73	602.84
短期债务（亿元）	141.84	258.65	321.28	350.74
长期债务（亿元）	886.92	894.10	1100.57	1291.04
全部债务（亿元）	1028.76	1152.75	1421.85	1641.77
营业收入（亿元）	91.14	112.69	167.78	77.29
利润总额（亿元）	10.14	11.76	9.18	1.41
EBITDA（亿元）	19.65	22.45	25.49	--
经营性净现金流（亿元）	-294.68	-152.07	-125.96	-48.40
现金收入比（%）	72.47	56.09	64.14	74.10
营业利润率（%）	13.27	15.58	14.11	13.63
净资产收益率（%）	1.78	1.99	1.28	--
资产负债率（%）	73.45	74.93	74.46	76.59
全部债务资本化比率（%）	70.38	70.50	70.79	73.14
流动比率（%）	484.38	329.62	331.13	334.95
速动比率（%）	272.43	174.87	183.97	191.94
经营现金流动负债比（%）	-99.64	-29.79	-21.00	--
现金短期债务比（倍）	2.16	0.76	0.80	0.87
EBITDA 利息倍数（倍）	0.45	0.40	0.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	52.35	51.34	55.79	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	222.15	284.75	402.34	467.74
所有者权益（亿元）	188.95	200.57	230.61	230.41
全部债务（亿元）	17.08	64.78	142.51	214.77
营业收入（亿元）	0.03	0.05	0.02	0.00
利润总额（亿元）	2.18	3.63	2.90	-1.30
资产负债率（%）	14.95	29.56	42.68	50.74
全部债务资本化比率（%）	8.29	24.41	38.19	48.24
流动比率（%）	482.67	439.29	185.75	379.46
经营现金流动负债比（%）	12.20	0.01	3.90	--

注：1. 2020 年半年度财务数据未经审计；2. 长期应付款和其他非流动负债的有息部分调整至有息债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由陕西西咸新区发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2020 年 12 月 29 日至 2021 年 12 月 28 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。

陕西西咸新区发展集团有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

陕西西咸新区发展集团有限公司（以下简称“西咸集团”或“公司”）是由经陕西省人民政府批准，由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”）于2011年9月出资成立的国有独资企业，初始注册资本100.00亿元。2012年4月，根据相关股权转让协议，陕西省国际信托股份有限公司（以下简称“陕国投”）受让公司10.00%股权。2013年12月，西咸新区管委会回购陕国投持有的公司10.00%股权，截至2014年9月1日，西咸新区管委会持有公司100%股权，公司注册资本100.00亿元，实缴出资额20.00亿元。

2016年公司注册资本增加至300.00亿元。同时2016年7月，西咸新区管委会以西咸新区下属5个新城的主要基础设施建设主体西安沣东发展集团有限公司（以下简称“沣东集团”）、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”）、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“秦汉集团”）、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“空港集团”）和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”）各自51%的股权作价出资缴纳资本155.70亿元。后经实缴注册资本的数次变更，截至2020年3月底，公司注册资本300.00亿元，实收资本210.91亿元。

2020年4月，西咸新区管委会将持有的陕西西咸金融控股集团有限公司（以下简称“西咸金控”）和陕西西咸新区城建投资集团有限公司（以下简称“西咸城投”）9.09%和10%股权作价出资缴纳资本1.11亿元。截至2020年6月底，公司注册资本300.00亿元，实收资本212.02亿元，西咸新区管委会为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：西咸新区的土地开发和整理；基础设施及水利工程建设；文化产业、农业项目、旅游项目的开发和经营管理；房地产开发、销售和经营管理；项目招商、投资及资本运营（仅限自有资金）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2020年6月底，公司本部内设综合部、人力资源部、财务与经营管理部、审计内控部、纪委办公室、能源金融贸易区管理办公室、产业发展事业部、公共服务事业部和金融与新兴产业投资事业部共9个职能部门；拥有纳入合并范围的子公司15家。

截至2019年底，公司资产总额2297.53亿元，所有者权益586.73亿元（其中少数股东权益286.98亿元）；2019年公司实现营业收入167.78亿元，利润总额9.18亿元。

截至2020年6月底，公司资产总额2575.28亿元，所有者权益602.84亿元（其中少数股东权益297.58亿元）。2020年1—6月，公司实现营业收入77.29亿元，利润总额1.41亿元。

公司注册地址：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：周东。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正

增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季

度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9% 和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年前三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、

3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为 -13.4%、0.1% 和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，

规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，

同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本

金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、公司债券加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21% 和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11% 和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把

握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势

不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

三、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上

升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资

需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来,我国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看,防范债务风险方面,财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文,旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限,严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月,监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》,指出在不新增隐性债务的前提下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换,推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中,主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是,由于信托、融资租赁等非标准化债权(以下简称“非标”)融资用款限制少,可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题,不符合隐性债务置换要求,非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面,2019年9月,国务院印发

《交通强国建设纲要》,强调在交通基础设施建设领域补短板,建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月,中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出,当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面,2019年9月,国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》,指出对“短板”领域的基础设施项目,可适当降低资本金最低比例;对基础设施领域,允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金,从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来,国家进一步出台各种政策措施,推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月,中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外,2019年11月、2020年2月及2020年5月,财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元,对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看,上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力,从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性,对于规范合规的PPP项目,纳入财政支出预算;对于不合规的PPP项目,应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网,推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险,增加地方政府隐性债务的项目,应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时,积极的财政政策要加力提效,充分发挥专项债券作用,支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目;金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求;允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金

2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施

建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2021年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

近年来西咸新区经济快速发展，地方财政实力大幅提升，基金收入快速增长，公司发展的外部环境良好；西咸新区作为国家级新区，区域优势明显，产业规划明确，且政府支持力度较大，为西咸新区区域发展提供了良好的支撑。

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、咸阳两市 7 个县（区）的 23 个乡镇和街道办事处。西咸新区规划控制范围 882 平方公里，其中城市建设用地 272 平方公里，现有户籍人口 103 万人。

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。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。其中，秦汉新城通过发挥区域文化和生态资源优势，依托现有产业基础，重点布局文化旅游产业，打造文化、健康和智造之城；空港新城依托西安咸阳国际机场，重点布局临空制造、临空服务、临空物流等产业，打造临空产业之城；沣东新城依托科教资源和产业基础优势，积极发展科技研发、先进制造和文化旅游产业，打造总部经济和现代商贸之城；沣西新城依托中国西部科技创新港、丝路科创谷、西工大翱翔小镇、“硬科技”小镇等科技创新载体，重点布局科技研发和电子信息产业，积极发展先进制造业，打造科创和现代信息之城；泾河新城依托乐华城、茯茶小镇、崇文景区、农业示范园区等产业载体，重点布局文化旅游和都市农业，积极承接制造业转移，打造现代田园和先进制造之城。

图 1 陕西西咸新区位置图



资料来源：公司提供

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。

从政府对西咸新区历年支持政策来看，2009 年 6 月，国务院批复颁布《关中-天水经济区发展规划》（发改西部〔2009〕1500 号），提出加快推进西咸一体化建设，着力打造西安国际化大都市。2010 年 12 月，国务院印发《全国主体功能区规划》（国发〔2010〕46 号），提出推进西安咸阳一体化进程和西咸新区建设。2011 年 5 月，陕西省政府设立西咸新区管委会，并于 6 月在国务院新闻办公室召开新闻发布会，发布《西咸新区总体规划》。2012 年 2 月，国务院批复《西部大开发“十二五”规划》，将西咸新区列入全国五个西部地区重点城市新区，明确提出打造区域性中心城市核心区和现代田园城市。2014 年 1 月 6 日，国务院发布《关于同意设立陕西西咸新区的批复》（国函〔2014〕2 号），明确了西咸新区区域范围，提出陕西省人民政府及国务院有关部门按照职能分工加强对西咸新区建设发展的支持和指导，确定对于发展西咸新区的战略目标。至此，西咸新区成为我国第七个国家级新区。2014 年 2 月 19 日，国家发展和改革委员会印发《陕西西咸新区总体方案》（发改西部〔2014〕296 号），该方案围绕西咸新区的设立意义、建设思路、总体布局等方面提出具体要求，赋予西咸新区“创新城市发展方式先行先试权”的政策支持及建设“西北地区能源金融和物流中心”的目标。2014 年 10 月 17 日，中共陕西省委、陕西省人民政府印发《关于加快西咸新区发展的若干意见》（陕发〔2014〕10 号）。2015 年 7 月，国家发改委出台《关于推动国家级新区深化重点领域体制机制创新的通知》，对西咸新区提出“推进‘一带一路’建设、创新城市发展方式、以文化促发展”等三大改革任务。2017 年 7 月，中共陕西省委、陕西省人民政府印发《关于促进西咸新区进一步加快发展的意见》（陕发〔2017〕3 号），决定由西安

市整体代管西咸新区，西咸新区托管辖区内西安市和咸阳市的行政与社会管理职能，西咸一体化迈出了新的步伐。

另外，西咸新区内设有中国（陕西）自由贸易试验区，是党中央、国务院 2016 年 8 月 31 日批准设立的我国第三批自由贸易试验区，是西北地区唯一的自由贸易试验区。中国（陕西）自由贸易试验区西咸新区规划面积 42.58 平方公里，按照“建设现代化大西安新中心”的发展定位和“追赶超越”的发展要求，以构建开放型经济新体制、服务贸易创新试点、“双创”示范基地和国家服务业综合改革试点为驱动，重点发展航空物流、航空维修、健康医疗、文化旅游、金融贸易、总部经济等战略性新兴产业和现代服务业，建设“一带一路”互联互通及人文交流开放合作门户区，形成自贸试验区与国家级新区（“双区”）联动发展新格局。

根据西咸新区管委会官网数据，2018 年和 2019 年西咸新区分别实现地区生产总值 381.94 亿元和 520.72 亿元，同比增长 10.6%，增速在陕西省各地市中稳居第一。分产业看，第一产业增加值 46.72 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 185.21 亿元，增长 9.1%；第三产业增加值 288.79 亿元，增长 13.3%。2019 年，西咸新区固定资产投资增长 10.3%，其中，房地产开发业投资增长 47.7%，商品房销售面积 489.35 万平方米，同比增长 106.2%。

表 3 2019 年西咸新区五大组团经济情况

（单位：亿元、%）

组团	GDP	GDP 增速
空港新城	57.14	9.2
沣东新城	189.90	13.0
秦汉新城	108.06	6.2
沣西新城	105.43	13.3
泾河新城	54.68	10.0

资料来源：西咸新区管委会官网

根据西咸新区管委会官网数据，2017—2019 年，西咸新区分别实现一般公共预算收入 45.57 亿元、51.97 亿元和 71.85 亿元，收入

规模不断增长；2019 年一般公共预算收入中税收收入 62.30 亿元，占一般公共预算收入的比重为 86.65%。2017—2019 年，西咸新区政府性基金收入分别完成 98.23 亿元、232.87 亿元和 342.80 亿元，主要是土地出让收入，近年来土地出让收入大幅增长。2017—2019 年，西咸新区一般公共预算支出分别为 54.97 亿元、87.23 亿元和 126.1 亿元，财政自给率分别为 82.90%、59.58% 和 57.02%。

2019 年西咸新区政府债务限额为 716.43 亿元，其中：一般债务 199.99 亿元，专项债务 516.44 亿元。截至 2019 年底，西咸新区政府债务余额 614.7 亿元，其中：一般债务 126.84 亿元，专项债务 487.86 亿元，西咸新区债务在限额内。

2020 年 1—11 月，西咸新区完成一般公共预算收入 82.40 亿元，增长 15.3%，其中税收收入 65.34 亿元，税收占比为 78.3%。2020 年 1—11 月，西咸新区政府性基金收入 228.80 亿元。

未来，西咸新区将以“三个经济”为统领，以供给侧结构性改革为主线，以创新驱动、军民融合为动力，以战略性新兴产业和现代服务业为重点方向，打造先进制造、电子信息、临空经济、科技研发、文化旅游、总部经济六大千亿级主导产业集群，打造大西安新的经济增长极和产业集聚新高地。

三、基础素质分析

公司是西咸新区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，在资金资产注入、股权划拨、债务置换和财政补贴方面得到当地政府的大力支持。

1. 股权状况

截至 2020 年 6 月底，公司注册资本 300.00 亿元，实收资本 212.02 亿元，西咸新区管委会为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是西咸新区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建设及保障房建设、土地开发整理和公用事业运营等业务。

西咸新区采取组团式发展，产业布局较为清晰。西咸新区下设五个新城——空港新城、沣东新城、秦汉新城、沣西新城和泾河新城以及丝路经济带能源金融贸易区和国际文化教育园区（以下简称“能源贸易区”和“文教园区”），五个新城和两个园区内分别有相应的基础设施建设主体，公司对五个新城的重要基础设施主体分别持股 51%或 51.01%，能源贸易区重要的基础设施建设主体西咸城投公司全资子公司，文教园区重要的基础设施建设主体陕西西咸文化旅游产业集团有限公司（以下简称“西咸文旅”）为公司全资子公司。

3. 人员素质

截至 2020 年 6 月底，公司高级管理人员 5 人¹，包括董事长 1 人、副总经理 4 人。

公司董事长周东先生，1973 年生，研究生学历，中共党员。历任西安交通大学电信学院政治辅导员、团工委书记、西安交通大学党委办公室副科级秘书、党委办公室正科级秘书；陕西省政府办公厅正科级秘书、办公厅副处级秘书、办公厅正处级秘书；西安市未央区区长助理，挂职两年；西安市未央区副区长、铁路北客站地区管委会主任；陕西燃气集团有限公司党群工作处（党委宣传部）处长（部长）；2018 年 5 月至今，任公司党委书记、董事长。

蔡敬梅女士，1972 年生，博士研究生学历，历任中汇会计师事务所审计经理；西安高科集团财务部长、策划部长；上海世茂集团财务总监、运营总监；西咸金控总经理、公司财务管理部部长；任公司财务总监、西咸金控董事长、公司财务管理部部长；2017 年 11 月至今，任公司董事、副总经理、财务总监。

¹ 目前公司总经理尚未任命

截至 2019 年底，公司拥有在职员工 1614 人。按学历结构划分，本科及以上学历占 85.69%，大专及以下学历人员占 14.31%；按年龄结构划分，35 岁以下、35~55 岁和 55 岁以上的人员分别占 66.48%、32.53%和 0.99%。

总体看，公司高级管理人员管理经验丰富。公司在职员工年龄结构合理，文化水平较高，能够满足公司现有业务经营需要。

4. 外部支持

自成立以来，公司在资金资产注入、股权划拨、债务置换和财政补贴方面得到当地政府的大力支持。

（1）资金注入

公司初始注册资本 100.00 亿元，实收资本 2.00 亿元，后经股东多次增资，公司注册资本增加至 300.00 亿元，实收资本增加至 212.02 亿元。

（2）资产注入

2017 年，根据《空港新城主任办公会议纪要》，空港新城管委会向空港集团注入货币资金 38.00 亿元，公司按照持股比例相应增加资本公积。同年，子公司西咸新区轨道交通投资建设有限公司（以下简称“西咸轨交”）收到用于地铁建设的专项拨款 2.90 亿元，计入公司“资本公积”。

2018 年，公司收到西咸新区政府注入的资金 8.00 亿元，计入资本公积。

2019 年 9 月，西咸新区沣西新城管委会向沣西集团注入资金 32.00 亿元，计入资本公积。

（3）股权划拨

2016 年 7 月，根据《陕西西咸新区发展集团有限公司股东决定》五大新城各集团的 51% 股权无偿划转至西咸新区管委会，并由西咸新区管委会以增资的方式将股权注入公司，增加公司实收资本 159.78 亿元。

2020 年 4 月，根据《陕西西咸新区管委会主任办公会议纪要》，西咸新区管委会将持有的西咸金控和西咸城投 9.09% 和 10% 股权作价出资

增加资本1.11亿元。

(4) 债务置换

截至2020年6月底,公司收到陕西省政府债务置换资金20.80亿元,计入公司长期应付款科目。

(5) 政府财政补贴

近年来,公司持续获得政府财政补贴,2017—2019年及2020年1—6月,公司分别获得政府补助8.79亿元、5.11亿元、4.80亿元和1.31亿元,计入“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91611100583526249G),截至2020年12月7日,公司本部贷款中无不良及关注类信息记录。

四、管理分析

公司法人治理结构较为规范,内部管理制度基本建立,能够满足日常经营管理需求。

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》和其他有关规定制定公司章程,公司股东为西咸新区管委会,依照法律、法规和公司章程享受权利,承担义务。股东行使以下职权:决定公司的经营方针和投资计划;选举和更换非由职工代表担任的董事、监事,决定有关董事、监事的报酬事项;审议批准董事会、监事会的报告、公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设董事会,由7名董事组成,6名董事由股东委派;设职工董事1名,由职工代表大会选举产生。董事会成员每届任期三年,任期届满,连选可以连任。董事会设董事长1人,董事长由股东指定。董事会行使以下职权:负责向股东报告工作;董事会执行股东的决定;董事会决定公司的经营计划和投资方案;决定公司内部管理机构的设置;建议任免、聘任或解聘公司高级管理人员及公司高管人员的薪酬

等。

公司设监事会,由5人组成,其中职工监事2名。职工监事由职工代表大会选举产生;其余监事由股东委派。监事会设主席1人,由股东从监事会成员中指定。监事每届任期三年,任期届满,连选可以连任。公司董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。监事会行使以下职权:检查公司财务;对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设总经理1名,副总经理若干名,总经理不得由董事长兼任,总理由董事会聘任或解聘,总经理对董事会负责。总经理行使以下职权:主持公司的生产经营管理工作,组织实施董事会决议;组织实施公司年度经营计划和投资方案;拟定公司内部管理机构设置方案等。

目前,公司总经理尚未任命,联合资信将持续关注公司总经理任命情况。

2. 管理水平

公司本部内设综合部、人力资源部、财务与经营管理部、审计内控部、纪委办公室、能源金融贸易区管理办公室、产业发展事业部、公共服务事业部和金融与新兴产业投资事业部等9个职能部门。结合业务发展情况,公司建立了内部控制制度,涵盖公司经营的主要环节。

财务管理制度方面,公司制定了严格和系统的财务内部控制管理制度,包括资金管理制度、费用管理制度、财务垂直管理制度和费用报销管理办法。资金管理类制度用于规范公司及下属子公司的资金管理、防范和控制资金风险,保证资金安全,提高企业整体资金使用效益;财务开支管理类制度对费用报销程序和审批权限等方面进行了详细规定,从而控制公司成本费用,提高公司盈利能力。

项目管理制度方面,为规范公司项目投资行为,加强投资管理,防范投资风险,保障投资安全、提高项目投资效益,公司制定了投资管理办法、工程款支付管理制度、招标管理办法、工程合同管理办法、材料、设备认质认价

管理办法、工程结算管理办法等相关制度办法。

投资管理制度方面，财务部是公司投资管理工作的归口管理部门，负责制定投资管理办法及流程，牵头编制年度投资计划，组织公司重大投资项目的审议决策，公司相关部门参与审议并出具专业意见。事业部是事业部直属子公司投资项目的归口管理部门，负责统筹和指导投资管理各项工作。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务收入主要来源于基础设施代建、土地开发整理、保障房建设、房产销售和商品贸易等业务，近年来主营业务收入规模持续增长，综合毛利率水平波动下降。

2017—2019年，公司主营业务收入持续增长，分别为88.65亿元、108.29亿元和160.19亿元，主要来源于基础设施代建、土地开发整理、保障房建设、房产销售和商品贸易等业务，合计占主营业务收入的比重分别为91.62%、87.08%和89.53%。2017—2019年，公司基础设施代建业务收入持续增长，分别为26.82亿元、54.85亿元和58.95亿元；公司土地开发整理业务收入波动增长，分别为24.84亿元、22.03亿元和33.41亿元，但整体变化不大。2017—2019年，公司保障房建设业务收入波动增长，分别为23.95亿元、16.89亿元和24.12亿元。2017—2019年，公司房产销售收入波动增长，分别为5.16

亿元、0.00亿元和15.82亿元，其中，2018年公司未产生房产销售收入主要系当期无新交房的商品房而未确认收入所致，2019年公司房产销售收入大幅增长主要系子公司沔西集团以及空港集团的房产项目收入确认增加所致。2017—2019年，公司商品贸易业务收入持续增长，分别为0.45亿元、0.53亿元和11.12亿元，其中2019年公司商品贸易业务收入大幅增长主要系公司借助陕西自由贸易试验区的优势快速拓展业务所致。公司主营业务收入还包括租赁业务、工程施工、物业服务、公交运营、技术服务以及其他业务等，2017—2019年，公司上述业务收入合计逐年增长，分别为7.43亿元、13.99亿元和16.77亿元。

从毛利率看，2017—2019年，公司主营业务综合毛利率波动下降，分别为13.13%、13.55%和11.42%。分业务板块看，近三年，公司基础设施代建业务毛利率持续下降，2019年为12.14%；土地开发整理业务与保障房建设业务毛利率均较为稳定，2019年分别为12.44%和7.32%；房产销售业务毛利率波动较大，2017年为-10.06%，而2019年增长至17.86%，主要系随着西咸新区的不断发展，房价水平不断上涨所致；商品贸易业务毛利率持续处于较低水平，2019年为1.81%。

2020年1—6月，公司实现主营业务收入71.61亿元，同比增长8.73%，主要系保障房建设、房产销售以及商品贸易等业务收入增长所致。2020年1—6月，公司主营业务毛利率为11.79%，较上年略有增长。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施代建	26.82	30.25	23.96	54.85	50.65	15.33	58.95	36.80	12.14	19.94	27.84	9.86
土地开发整理	24.84	28.02	12.26	22.03	20.34	12.38	33.41	20.86	12.44	16.52	23.06	11.98
保障房建设	23.95	27.02	7.22	16.89	15.60	7.48	24.12	15.05	7.32	5.94	8.30	2.06
房产销售	5.16	5.82	-10.06	0.00	0.00	--	15.82	9.88	17.86	11.17	15.59	20.64
商品贸易	0.45	0.51	0.16	0.53	0.49	-26.01	11.12	6.94	1.81	6.27	8.76	1.53
租赁业务	1.08	1.21	43.06	3.08	2.84	41.80	4.18	2.61	50.14	1.41	1.97	53.65
工程施工	2.09	2.36	8.78	3.35	3.09	9.44	3.78	2.36	8.51	3.92	5.48	6.77
物业服务	1.66	1.87	-30.10	2.51	2.32	4.73	3.55	2.22	1.18	2.25	3.15	6.88

公交运营	0.00	0.00	--	0.20	0.18	-110.65	0.71	0.45	-97.35	0.28	0.39	-160.77
技术服务	0.00	0.00	--	0.72	0.67	14.10	0.11	0.07	7.21	0.01	0.01	53.92
其他	2.61	2.94	31.00	4.13	3.82	19.53	4.44	2.77	9.46	3.91	5.45	31.82
合计	88.65	100.00	13.13	108.29	100.00	13.55	160.19	100.00	11.42	71.61	100.00	11.79

注：其他主要包括园区运营、广告以及融资代理费等
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 基础设施代建

近年来，公司基础设施代建业务收入持续增长，但是项目回款受所在区域管委会的结算进度影响较大，回款情况较差。同时，公司基础设施代建项目未来投资规模较大，存在较大的资本支出压力。

公司基础设施代建业务主要由子公司沅东集团、沅西集团、空港集团、秦汉集团、泾河集团、西咸城投和西咸文旅等负责，上述主体分别负责沅东新城、沅西新城、空港新城、秦汉新城、泾河新城、能源金融贸易区以及文教园区的开发建设。

上述主体分别与所在区域管委会（或管理办公室）签订《委托代建框架协议》，各管委会（或管理办公室）将路网、城市配套设施等工程委托给各主体建设，各主体负责工程项目的前期勘察、设计、工程建设等，待工程竣工验收合格后移交给所在区域管委会（或管理办公室），并按协议约定的时间节点，根据完工进度进行代建费用结算。各管委会（或管理办公室）按照主体结算期内代建投入成本的一定比例支付代建管理费，待完工后再按照各主体实际的总投资额结算各项费用，项目建设资金主要来源于各主体自有资金和外部融资。

公司基础设施代建业务收入确认方式分全额法与净额法。收入确认全额法模式下，项目投入计入“存货—开发成本”，结算时结转成本

并按照成本加成一定比例确认收入。收入确认净额法模式下，项目投入计入“存货—开发成本”，结算时按照成本乘以一定比例确认收入，到项目决算交付并付款时公司收到资金直接冲减成本或应收账款。

2017—2019年及2020年1—6月，公司基础设施代建业务收入分别为26.82亿元、54.85亿元、58.95亿元和19.94亿元。2017—2019年及2020年1—6月，公司已完工项目累计收到回购款6.90亿元。近三年，公司基础设施代建业务毛利率持续下降，2019年为12.14%。

截至2020年6月底，公司基础设施代建业务主要在建项目计划总投资366.39亿元，已投资188.58亿元，预计未来三年投资116.68亿元；主要拟建项目预计未来总投资126.76亿元。公司在建以及拟建的基础设施代建项目未来投资规模大，公司存在较大的资本支出压力。

太平河生态综合整治规划项目总体设计一轴、七节点。一条河道景观长廊，将整条河道串成一个整体，七个节点包括6个湿地、1个主题公园。建设内容包括西安市太平河（沅东新城剩余段22.91km）河道整治水利工程、水生态工程、水质提升工程。太平河综合整治规划不但是防洪排涝的重要通道，也是城市景观建设的重要要素和城市生态系统的重要组成部分，直接影响着一个城市的经济社会发展和生态平衡，关系着广大市民的生存环境和生活品质。

表5 截至2020年6月底公司基础设施代建业务主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	未来三年投资计划		
			2020年下半年	2021年	2022年
沅河综合治理	115000.00	106700.00	8300.00	0.00	0.00
西咸国际文化教育沅河湿地生态修复项目	129112.00	72420.00	56692.00	0.00	0.00
西咸新区沙河湿地生态修复项目	99451.00	68935.00	15000.00	15516.00	0.00
西咸文教园秦皇大道	103353.00	39248.00	1000.00	4000.00	59105.00
西咸文教园路三期	69640.00	1500.00	1700.00	66440.00	0.00

西咸文教园南区路网	114603.00	16200.00	3000.00	2000.00	93403.00
西安市太平河生态综合治理工程项目	282000.00	81500.00	55000.00	130000.00	155000.00
科创大道（城西快速干道-咸户路）项目	57529.00	8994.65	4740.00	43794.35	0.00
五陵大道（兰池四路-兰池大道）市政工程	51700.00	21987.66	10603.35	10542.89	8566.10
市政道路	1913500.00	1125035.43	82810.00	80000.00	690000.00
其他	728024.01	343287.41	195222.42	126054.84	8816.00
合计	3663912.01	1885808.15	434067.77	478348.08	254390.10

资料来源：公司提供

表 6 截至 2020 年 6 月底公司基础设施代建业务主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	未来三年投资计划		
		2020 年下半年	2021 年	2022 年
能源北路（金融三路-尚航六路）	28858.00	0.00	18000.00	10858.00
沣河东路下穿段	65000.00	30000.00	25000.00	10000.00
沣东生态智慧湿地项目	240000.00	5000.00	145000.00	90000.00
科创谷 C 地块路网项目	21000.00	5000.00	8000.00	8000.00
沣润桥项目	53990.00	10000.00	20000.00	23990.00
沣柳路南段（天府路—新西宝高速）项目	31550.00	5550.00	16000.00	10000.00
丝路科创谷 A 地块路网项目	63510.00	5000.00	20000.00	20000.00
泾河新城泾河防洪暨生态治理工程	380000.00	12000.00	34500.00	35000.00
泾河新城农村生活污水治理项目	50000.00	13120.00	18440.00	18440
泾河新城新能源产业基地	96992.26	46000.00	50992.26	0.00
茶马大道（泾河湾路-沣泾大道）	35341.00	32000.00	3341.00	0.00
泾河大道（秦汉大道-吉元大街）	33000.00	30000.00	1500.00	1500.00
其他	168354.00	64510.86	84982.57	13841.57
合计	1267595.26	258180.86	445755.83	241629.57

资料来源：公司提供

（2）土地开发整理

近年来，公司土地开发整理业务收入波动增长，毛利率较为稳定，但回款质量较差；公司土地开发整理已投入规模较大，未来预计可实现一定规模的土地开发整理收入，但考虑到土地出让易受房地产市场波动和土地出让政策等因素影响，公司土地开发整理收入实现存在一定的不确定性。

公司土地开发整理业务主要由子公司沣东集团、沣西集团、秦汉集团、泾河集团以及空港集团负责，上述主体分别负责沣东新城、沣西新城、秦汉新城、泾河新城以及空港新城范围内的土地开发整理业务，该业务具有很强的区域专营性。各业务主体与其所在区域管委会（或管理办公室）签订《框架协议》，约定土地开发整理范围，合作范围内的土地整理相关审批手续由所在区域管委会（或管理办公室）办理。各业务主体负责土地征地、拆迁等一级开

发工作，所需资金由各业务主体自行筹措，主要用于支付土地一级开发的征地、拆迁补偿费等。待土地整理项目（整体或分土块）完工后，向各管委会（或管理办公室）提出申请，进行验收。双方对已完成土块工作量进行盖章确认，形成结算书。各业务主体据此向管委会（或管理办公室）收取全部成本并加成一定比例的收益（一般为12.00~18.00%）。会计处理方面，公司将前期预付的款项计入“预付账款”，确认成本后计入“存货”，待达到验收条件时确认收入并结转成本。

2017—2019年，公司土地开发整理业务收入波动增长，分别为24.84亿元、22.03亿元和33.41亿元。同期，公司土地开发整理业务毛利率较为稳定，2019年为12.44%。

截至 2020 年 6 月底，公司正在开发整理的土地总投资 153.83 亿元，确认收入 54.60 亿元，已回款 20.04 亿元，未来尚需投资 55.90 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司暂无拟开发整理的土地项目。

(3) 保障房建设

近年来，公司保障房建设业务收入波动增长，毛利率较为稳定。同时，公司保障房建设项目未来投资规模较大，存在较大的资本支出压力。

公司保障房建设业务包括安置房、廉租房、公租房以及限价房等住房的建设，主要由沣东集团、沣西集团、空港集团、秦汉集团、泾河集团、西咸城投以及西咸文旅负责。上述各业务主体负责保障房项目的前期勘察设计、工程建设、基础设施建设、小区景观绿化等，待工程竣工验收合格后移交给所在区域的管委会（或土储中心或管理办公室）。公司保障房建设业务模式主要分为 BT 和回购两种模式。

目前采用 BT 模式的只有沣东集团的子公司西安沣东地产有限公司，此方式下西安沣东地产有限公司与沣东土储中心签订《BT 工程投资建设与回购合同》，约定由西安沣东地产有限公司负责筹措资金建设，建设完成后委托方组织验收，验收合格后进行回购。投资收益以财政局评审后的 BT 投资成本额为基数，按 8.00% 比例计取。会计处理方面，项目发生时计入“长期应收款”，竣工结算并移交后确认收入计入“应收账款”，收到建设款时冲减“长期应收款”或“应收账款”。

回购模式下，各业务主体与所在区域管委会（或管理办公室）签订《回购协议》，项目建成后由各区域管委会进行回购。收入确认上，每年按照各项目工程进度发生的成本总额的一定比例计提代建费用，待工程竣工验收合格后，由管委会（或管理办公室）对工程代建部分费用进行审核，同时调整已计提代建费用，并按审核后的工程造价结算代建费。会计处理方面，项目发生时计入“存货—开发成本”，年末结转成本并确认收入。

2017—2019 年以及 2020 年 1—6 月，公司主要完工保障房项目有启航佳境公租房、启航佳境限价房 A1 楼、芊域溪源安置房项目、芊域阳光二期、天福和园一期 A 区（二十一局）、天福和园一期 B 区（陕二建）、天福和园一期 B 区（陕七建）和天福和园一期 B 区（陕十一建）。2017—2019 年，公司保障房建设业务收入波动增长，分别为 23.95 亿元、16.89 亿元和 24.12 亿元。同期，公司保障房建设业务毛利率均较为稳定，2019 年为 7.32%。

截至 2020 年 6 月底，公司保障房建设业务主要在建项目计划总投资 470.61 亿元，已投资 231.10 亿元，预计未来三年投资 144.89 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司保障房建设业务主要拟建项目计划总投资 103.17 亿元，预计未来三年投资 86.01 亿元。

表 7 截至 2020 年 6 月底公司保障房建设业务主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	未来三年投资计划		
			2020 年下半年	2021 年	2022 年
西咸文教园棚户区改造一期	145000.00	132280.00	12720.00	0.00	0.00
沣镐七里镇集中安置地块一	181929.00	165572.74	0.00	0.00	0.00
沣镐七里镇集中安置地块二	202000.00	133899.03	9615.78	58485.19	0.00
沣镐七里镇集中安置地块四	219402.00	73505.72	8938.29	82000.00	54957.99
启航馨苑项目整体	156359.00	120295.87	2032.54	0.00	0.00
启航佳境二期	134978.28	0.00	28383.00	0.00	0.00
车张佳园代建项目	163259.34	0.00	25033.00	0.00	0.00
启航馨苑二期	117990.76	0.00	8902.00	0.00	0.00
启航馨苑三期	139436.60	0.00	12352.00	0.00	0.00
沣科花园一期	244259.25	198191.55	27935.46	18358.36	3939.91
沣科花园二期	181241.47	159663.76	6296.77	12325.30	6370.06
天福和园二期	120000.00	74939.82	1664.49	39085.00	0.00
联沣和园	229627.00	62259.97	30000.00	30000.00	107367.83
新沣和园	370000.00	67059.20	25707.00	35000.00	100000.00
兰池佳苑	231294.00	170656.52	40871.22	19766.26	0.00

渭柳佳苑四期	181693.00	53697.28	53031.82	51324.25	23639.65
秦兴佳苑	152968.00	95274.85	5763.15	0.00	0.00
秦韵佳苑一期	102162.00	84785.44	14604.34	14446.40	0.00
渭柳佳苑二期	166440.00	121490.56	6497.25	0.00	0.00
渭柳佳苑三期	144586.00	109865.40	34720.60	0.00	0.00
空港幸福里三期	150000.00	131855.23	16000.00	0.00	0.00
空港花园二期	107700.00	57614.95	40690.00	27500.00	0.00
瀛洲新苑棚户区改造二期项目	100000.00	17036.18	19200.00	0.00	0.00
崇文佳苑棚户区改造四期项目	123000.00	18317.53	23400.00	0.00	0.00
崇文佳苑棚户区改造五期项目	110000.00	2471.33	34100.00	0.00	0.00
其他	530746.91	260270.03	147280.37	97479.95	31084.61
合计	4706072.61	2311002.96	635739.08	485770.71	327360.05

资料来源：公司提供

表 8 截至 2020 年 6 月底公司保障房建设业务主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	建设期间 (×年-×年)	未来三年投资计划		
			2020 年下半年	2021 年	2022 年
西咸文教园棚户区改造二期	292003.00	2020-2024	83400.00	30000.00	61800.00
西咸文教园棚户区改造三期	210000.00	2020-2023	5000.00	96800.00	55700.00
大王新苑	128000.00	2020-2022	20000.00	68000.00	40000.00
王道村安置小区	107959.90	2020-2022	10000.00	55000.00	42959.90
渭柳佳苑四期北区	65000.00	2020-2023	10000.00	25000.00	25000.00
崇文佳苑四期	123000.00	2020-2022	52916.00	41458.00	30000.00
崇文佳苑五期	105750.00	2020-2022	46379.00	35689.00	25000.00
合计	1031712.90	--	227695.00	351947.00	280459.90

资料来源：公司提供

(4) 房产销售

近年来，公司房产销售业务收入以及毛利率均波动较大，在建与拟建的房地产开发项目投资规模较大，且土地储备较为充足，未来收入持续性较强。

公司房产销售业务包括商品房开发、安居房建设销售和物业出租等，从事该业务的子公司主要为沣西集团、沣东集团、西咸城投、秦汉集团、空港集团和西咸文旅。公司开发的房地产项目类型主要为住宅和商业物业，全部位于西咸新区内。销售价格方面，公司建设的安居房项目按协议价格销售，商品房按市场价格销售。

2017—2019 年，公司房产销售收入波动增长，分别为 5.16 亿元、0.00 亿元和 15.82 亿元，其中，2018 年公司未产生房产销售收入主要系当期无新交房的商品房而未确认收入所致，2019 年公司房产销售收入大幅增长主要系子公司沣西集团以及空港集团的项目收入确认增加所致。近三年，房产销售业务毛利率波动较大，主要系随着新区的不断发展，房价水平不断增

长所致。

截至 2020 年 6 月底，公司已完工在售房地产开发项目累计销售金额 26.46 亿元，已收到回款 25.42 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司主要在建房地产开发项目主要有沣东 i 立方、湖光山色以及沣华熙城等项目，计划总投资 260.39 亿元，已投资 111.33 亿元，未来尚需投资 149.06 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司拟建房地产开发项目主要有泾河项目、118 亩地、湖光山色项目四期等项目，计划总投资 84.48 亿元，已投资 14.21 亿元。

土地储备方面，截至 2020 年 6 月底，公司拥有储备土地 21 块，合计面积 74.79 万平方米，共支付土地出让金 30.59 亿元。

(5) 商品贸易

近年来，公司积极扩展贸易业务，公司该业务收入持续增长，但毛利率持续处于较低水平。

近年来，公司商品销售业务快速拓展，该业务主要由子公司空港集团及沣东集团负责。

主要贸易品种是电解铜、铝锭、锌锭、煤炭等大宗商品以及棕榈油、冷冻品、红酒、咖啡生豆等大宗商品及钢材、混凝土及二灰碎石等建筑材料，业务模式是以销定采、先货后款等。2017—2019年，公司商品贸易业务收入持续增长，分别为0.45亿元、0.53亿元和11.12亿元。同期，商品贸易业务毛利率持续处于较低水平，2019年为1.81%。

（6）公用事业

公司公用事业板块涵盖了公交、供水以及轨道交通业务，在西咸新区具有较高的垄断地位。公司公用事业未来项目投资规模较大，随着项目的建成运营，该业务发展潜力较大。

公交运营

公司公交运营业务主要由公司子公司陕西西咸新区公共交通集团有限公司（以下简称“西咸公交集团”）负责。

截至2020年6月底，西咸公交集团主要在建项目为基于低碳智慧公共交通体系的能源互联网项目（以下简称“智慧公交项目”）及多个公交站等。其中，智慧公交项目于2017年获批为国家能源局首批55个“互联网+”智慧能源（能源互联网）示范项目之一，通过利用电动汽车、光伏和储能技术，建设新能源公交线路、绿色智慧停车场、智能充电桩和储能设施。

2017—2019年，公司公交运营业务收入持续增长，分别为0.00亿元、0.20亿元和0.17亿元。由于公司公交运营业务公益性较强，处于亏损状态，对政府补助依赖性较大，2019年该业务毛利率为-97.35%。

供水业务

公司供水业务主要由子公司陕西西咸新区水务集团有限公司（以下简称“西咸水务集团”）负责，主要为西咸新区部分范围内的居民与商户供水。西咸水务集团成立于2016年7月，注册资本为20.00亿元。

截至2020年6月底，西咸水务集团在建项目主要有西咸新区第二水厂、西咸新区第二水厂出厂管道工程和红光路跨泮泽桥给水管道工程等，累计已投资合计3.95亿元。

截至2020年6月底，西咸水务集团拟建项

目主要有西咸新区（渭河以北）应急供水工程、泾河新城第一污水处理厂项目以及渭河干流西咸新区段生态采砂工程等，计划总投资2.20亿元。

轨道交通业务

公司轨道交通业务主要由西咸轨交。西咸轨交成立于2013年11月，截至2019年底注册资本为8.50亿元。主要从事西咸新区范围内轨道交通的投资建设、运营管理和物业开发。截至2019年底，西安地铁1号线二期工程已完工。

截至2020年6月底，西咸轨交主要在建工程有西安地铁16号线一期工程和西咸新区地铁5号线二期工程。其中，西安地铁16号线一期工程全长约15.03公里，均为地下，总投资约106.31亿元，其中项目资本金约42.52亿元，占总投资的40.00%；西咸新区地铁5号线二期工程线路长度为20.1公里，总投资约95.11亿元，其中项目资本金约38.08亿元，占总投资的40.00%，两个项目除资本金外的剩余资金主要来源于国开行贷款。

（7）金融投资业务

公司拟构建多牌照的区域性金融集团，但其金融投资业务尚在拓展期，后续对收入与利润的贡献有待进一步观察。

公司金融投资业务主要由公司本部及控股子公司西咸金控负责，发展目标为结合西咸新区的发展规划，构建覆盖担保、典当、小贷、融资租赁、创投、保险等多牌照的区域性金融集团。西咸金控成立于2012年11月，截至2020年6月底注册资本为22.00亿元。

公司主要通过控股或参股的金融类企业开展相关业务。截至2020年6月底，公司投资控股的金融类企业主要有西咸新区融资担保有限公司、西咸新区风险投资有限公司、西咸新区金控资本资产管理有限公司、西咸新区金控项目管理咨询有限公司和陕西微软创新中心有限公司等10家企业；公司参股的金融类企业主要有陕西秦农农村商业银行股份有限公司（以下简称“秦农银行”）、陕西股权交易中心股份有限公司以及陕西西咸新区新丝路资产管理有限公司等5家企业，公司系秦农银行第一大股东。

秦农银行于 2015 年 5 月正式开业。2019 年，秦农银行实现营业收入 51.38 亿元，净利润 13.39 亿元，2019 年权益法下确认秦农银行的投资收益 0.62 亿元。

(8) 其他业务

公司其他业务涵盖范围较多，近三年收入逐年增长，对公司主营业务收入形成补充。

公司其他业务主要包括租赁业务、工程施工、物业服务、技术服务以及其他。2017—2019 年，公司其他业务收入逐年增长，分别为 7.43 亿元、13.79 亿元和 16.06 亿元，对公司主营业务形成补充。同期，受各细分业务占比以及各毛利率变化的影响，公司其他业务综合毛利率有所波动，分别为 12.86%、19.07% 和 17.98%。2020 年 1—6 月，公司其他业务实现收入 11.49 亿元，综合毛利率为 21.07%。

3. 未来发展

公司作为承接陕西省委、省政府推动西咸新区发展的主要载体，是西咸新区管委会推动区域开发建设的重要抓手，承担着通过市场配置资源推动新区发展的使命。公司将努力发展“开发建设、公共服务、产业发展和金融投资”四位一体产业格局。随着国家先后赋予陕西省当好西部科学发展新引擎、打造内陆改革开放新高地、建设丝绸之路经济带新起点等重大使命和任务，追赶超越、转型升级将成为公司的主基调。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015—2017 年三年连审和

2018—2019 年财务报表，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年半年报财务报表未经审计。

截至 2020 年 6 月底，公司拥有纳入合并范围的二级子公司 15 家。近三年及 2020 年半年度以来公司合并范围内的二级子公司中无同一控制下企业合并，均为新设立或减少的子公司，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 2297.53 亿元，所有者权益合计 586.73 亿元（其中少数股东权益 286.98 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 167.78 亿元，利润总额 9.18 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 2575.28 亿元，所有者权益合计 602.84 亿元（其中少数股东权益 297.58 亿元）。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 77.29 亿元，利润总额 1.41 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，资产中应收类款项、存货和预付款项占比高，应收类款项对公司资金占用明显，以项目投入为主的存货规模较大，受政府结算影响大。公司资产流动性弱。

2017—2019 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 18.69%，2019 年底为 2297.53 亿元，较 2018 年底增长 19.39%，主要来自存货和应收类账款的增长，其中流动资产占 86.44%，非流动资产占 13.56%，公司主要资产构成情况如下表。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1432.50	87.83	1682.36	87.42	1986.04	86.44	2244.85	87.17
货币资金	306.55	18.79	194.66	10.12	257.89	11.22	303.62	11.79
应收账款	108.60	6.66	192.83	10.02	241.88	10.53	276.29	10.73
预付款项	159.50	9.78	190.60	9.90	218.75	9.52	294.72	11.44
其他应收款	225.21	13.81	296.58	15.41	360.58	15.69	334.50	12.99

存货	626.82	38.43	789.84	41.04	882.66	38.42	958.43	37.22
非流动资产	198.56	12.17	242.03	12.58	311.49	13.56	330.43	12.83
资产总额	1631.06	100.00	1924.38	100.00	2297.53	100.00	2575.28	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

流动资产

2017—2019年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 17.75%，2019 年底为 1986.04 亿元，较 2018 年底增长 18.05%，系货币资金、应收账款、其他应收款和存货的增长所致。

2017—2019年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降 8.28%。2019 年底，公司货币资金 257.89 亿元，较 2018 年底增长 32.48%，主要系加大融资力度所致，其中银行存款占 93.92%，其他货币资金占 6.08%，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款，全部为受限资金，受限比例一般。

2017—2019年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 49.24%。2019 年底，公司应收账款 241.88 亿元，较 2018 年底增长 25.44%。公司应收账款主要为土地开发整理、基础设施及保障房代建业务形成的应收款项。从集中度来看，前五大欠款单位金额合计为 206.11 亿元，占应收账款账面余额的比例为 85.08%，集中度很高。对应收政府单位和关联方的款项（占应收账款账面余额的 97.96%），公司未计提坏账准备，对其他应收款项公司根据账龄组合计提坏账准备 0.38 亿元。

表 10 2019 年底公司应收账款余额前五名情况

（单位：亿元、%）

欠款单位	余额	占比
西咸新区丝路经济带能源金融贸易区管理办公室	74.76	30.86
陕西省西咸新区沣东新城棚户区（城中村）改造办公室	40.26	16.62
陕西省西咸新区空港新城管理委员会	35.44	14.63
陕西省西咸新区沣西新城管理委员会	28.46	11.75
陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会	27.19	11.22
合计	206.11	85.08

资料来源：公司提供

2017—2019年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 26.54%。2019 年底，公司其他应收款 360.58 亿元，较 2018 年底增长 21.58%，主要为与区域内往来单位之间的往来款和债权转让款等。从集中度来看，公司其他应收款前五名欠款单位合计占比 67.10%，集中度较高。对应收政府单位及关联方的款项（359.53 亿元），公司未计提坏账准备，除此以外的其他应收款，公司计提坏账准备 0.27 亿元。总体看，公司其他应收款规模大，对公司资金形成明显占用。

表 11 2019 年底公司其他应收款余额前五名情况

（单位：亿元、%）

欠款单位	余额	占比
陕西兴沣商业保理有限公司 ²	70.00	19.40
陕西西咸新区沣西发展集团有限公司	69.33	19.21
西咸新区丝路经济带能源金融贸易区管理办公室	66.47	18.42
陕西西咸新区空港新城管理委员会	12.35	3.42
陕西省西咸新区沣东新城土地储备中心	24.00	6.65
合计	242.15	67.10

资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 17.11%。2019 年底，公司预付款项 218.75 亿元，较 2018 年底增长 14.77%，主要为预付项目工程款及土地预付款，主要包括陕西省西咸新区沣东新城土地储备中心土地预付款项（131.80 亿元）、陕西省西咸新区泾河新城土地储备中心土地预付款（45.65 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（27.25 亿元）。

2017—2019年，公司存货快速增长，年均

² 子公司沣西集团与陕西兴沣商业保理有限公司签订的应收款项债权转让协议，将其持有的沣西新城管委会的 30 亿元应收账款债权与 40 亿元其他应收款债权转让至陕西兴沣商业保理有限公司

复合增长 18.67%。2019 年底，公司存货 882.66 亿元，较 2018 年底增长 11.75%，主要包括开发成本（806.61 亿元）和产成品（61.28 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。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 25.25%。2019 年底，公司非流动资产 311.49 亿元，较 2018 年底增长 28.70%，主要系长期股权投资、固定资产的增长所致。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产不断增长，年均复合增长 12.87%。2019 年底，公司可供出售金融资产 45.10 亿元，较 2018 年底增长 6.66%，主要为公司对秦农银行（8.10 亿元）、招商财富-津东控股-中俄产业园专项资产管理计划（5.00 亿元）、西咸新区战略性新兴产业投资合伙企业（有限合伙）（5.50 亿元）和陕西城际铁路有限公司（3.60 亿元）的投资。

2017—2019 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 44.29%。2019 年底，公司长期股权投资 56.22 亿元，较 2018 年底增长 50.20%，全部为公司对联营企业的投资，主要的投资企业有秦农银行（8.28 亿元）、西咸新区交大科技创新港发展有限公司（7.45 亿元）、陕西长安航空旅游有限公司（8.58 亿元）和西安津东华侨城发展有限公司（18.68 亿元）。2019 年，权益法下确认的投资收益 1.69 亿元。

2017—2019 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 21.42%。2019 年底，公司投资性房地产 45.85 亿元，较 2018 年底增长 30.25%，主要为以成本计量的商用地产。

2017—2019 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 54.20%。2019 年底，公司固定资产 63.76 亿元，较 2018 年底增长 84.22%，主要系房屋建筑、运输车辆、地铁工程项目转固所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物、运输设备和办公设备。

2017—2019 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 62.41%。2019 年底，公司在建工程 53.90 亿元，较 2018 年底增长 24.79%，主要包括西咸新区地铁 5 号线二期工程（27.47 亿元）、涝渭三角洲地下水源地工程（5.28 亿元）、西咸创业公寓（3.75 亿元）和西咸新区第二水厂（2.76 亿元）的投入。

2017—2019 年，公司其他非流动资产不断下降，分别为 36.72 亿元、34.09 亿元和 29.53 亿元，主要为债权投资（21.86 亿元）和收回土地权（5.00 亿元）。

2020 年 6 月底，公司资产总额 2575.28 亿元，较 2019 年底增长 12.09%，主要来自货币资金、应收账款、其他应收款的增长。资产构成中，流动资产占 87.17%，非流动资产占 12.83%，资产构成较 2019 年底变化不大。

2020 年 6 月底，公司受限资产 68.25 亿元，包括货币资金 16.18 亿元、存货 16.26 亿元、固定资产 30.15 亿元、在建工程 2.22 亿元、其他应收款 4.34 亿元和无形资产 0.11 亿元，受限比例为 2.65%，受限比例较低。

3. 所有者权益及负债

近年来，公司所有者权益快速增长，其中实收资本、资本公积和少数股东权益占比高，权益质量一般；公司债务规模持续增长，整体债务负担重；公司未来两年到期债务规模大，存在较大的集中偿付压力。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 16.41%。2019 年底，公司所有者权益合计 586.73 亿元，较 2018 年底增长 21.62%，主要来自实收资本、资本公积和少数股东权益的增长，其中实收资本占 35.95%、资本公积占 11.34% 和少数股东权益 48.91%。

2017—2019 年，公司实收资本有所增长，年均复合增长 8.01%。2019 年底，公司实收资本 210.91 亿元，较 2018 年底增长 11.71%，主要系股东注资，包括股权和货币资金。

2017—2019年，公司资本公积快速增长，年均复合增长56.67%。2019年底公司资本公积66.55亿元，较2018年底增长86.46%，主要系股东注资所致。

2017—2019年，公司少数股东权益分别是214.35亿元、240.42亿元和286.98亿元。

2020年6月底，公司所有者权益合计602.84亿元，较2019年底增长2.75%，构成较2019年底变化不大。

负债

2017—2019年，公司负债总额快速增长，年均复合增长19.50%。2019年底，公司负债总额1710.80亿元，较2018年底增长18.65%，主要来自长期借款和应付债券的增长。其中流动负债占35.06%，非流动负债占64.94%，公司负债以非流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债快速增长，年均复合增长42.41%。2019年底，公司流动负债599.78亿元，较2018年底增长17.51%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债的增长所致，构成以短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

2017—2019年，公司短期借款快速增长，年均复合增长110.61%。2019年底，公司短期借款78.60亿元，较2018年底增长54.58%，主要包括质押借款（占6.22%）、保证借款（71.76%）、信用借款（占19.34%）。其中，质押借款主要是应收账款质押，贷款单位主要是陕国投（贷款利率为10.5%）；保证借款的借款单位包括区域内的各商业银行和信托公司（贷款利率在4.41%—10.5%之间）。

2017—2019年，公司应付账款快速增长，年均复合增长43.32%。2019年底，公司应付账款136.47亿元，主要为应付工程款，其中，1年以上的占34.89%和1年以下的占65.11%。

2017—2019年，公司预收款项快速增长，年均复合增长128.83%。2019年底，公司预收款项48.07亿元，较2018年底增长137.50%，主要为预收购房款，以一年内的款项为主。

2017—2019年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长3.78%。2019年底，公司其他应付款67.33亿元，较2018年底下降32.43%，主要为往来款和押金、保证金。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长40.01%。2019年底，公司一年内到期的非流动负债235.28亿元，较2018年底增长14.89%，包括一年内到期的长期借款195.48亿元、一年内到期的应付债券30.50亿元、一年内到期的长期应付款7.81亿元和一年内到期的其他非流动负债1.50亿元。

2017—2019年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长10.96%。2019年底，公司非流动负债1111.02亿元，较2018年底增长19.27%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。

2017—2019年，公司长期借款有所增长，年均复合增长9.52%。2019年底，公司长期借款795.17亿元，较2018年底增长16.83%，主要包括保证借款（占63.76%）、信用借款（15.20%）、抵押借款（7.37%）和质押借款（9.65%）。其中，质押借款的质押物包括应收账款、项目收益权和收费权质押，主要合作金融机构包括区域内各大商业银行和信托公司（贷款利率在4.145%~10.5%之间）；抵押借款的抵押物主要是土地及在建工程抵押，主要合作金融机构包括各大商业银行和信托公司（贷款利率在4.90%~9.30%之间）；保证借款的贷款成本在4.145%~10.50%之间。

2017—2019年，公司应付债券波动中有所增长，年均复合增长9.97%。2019年底，公司应付债券187.58亿元，较2018年底增长28.78%，系2019年公司新发多支债券所致。

2017—2019年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长108.65%。2019年底，公司长期应付款53.96亿元，较2018年底增长112.97%，主要系公司增加融资租赁借款所致，已全部调整至有息债务核算。

2017—2019年，公司其他非流动负债有所波动，年均复合下降2.37%。2019年底，公司其他非流动负债53.88亿元，较2018年底下降13.09%，主要包括政府债券置换资金43.86亿元和资产管理计划8.00亿元，已调整至有息债务核算。

2020年6月底，公司负债总额1972.44亿元，较2019年底增长15.29%，主要系长期借款和应付债券的增长。从构成看，流动负债占比33.98%，非流动负债占比66.02%，构成较2019年底变化不大。

从有息债务看，2017—2019年，公司全部债务快速增长，年均复合增长17.56%。2019年底，公司全部债务1421.85亿元，较2018年底增长23.34%，其中，短期债务321.28亿元（占22.60%），长期债务1100.57亿元（占77.40%）。2020年6月底，公司全部债务为1641.77亿元，较2019年底增长15.47%，其中短期债务350.74亿元（占21.36%），长期债务1291.04亿元（占78.64%），公司债务仍以长期债务为主。

表12 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
短期债务	141.84	258.65	321.28	350.74
长期债务	886.92	894.10	1100.57	1291.04
全部债务	1028.76	1152.75	1421.85	1641.77
资产负债率（%）	73.45	74.93	74.46	76.59
全部债务资本化比率（%）	70.38	70.50	70.79	73.14
长期债务资本化比率（%）	67.20	64.95	65.23	68.17

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表

债务指标方面，2017—2019年，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有所波动，2019年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为74.46%、70.79%和65.23%；2020年6月底，上述指标分别为76.59%、73.14%和68.17%，债务负担较2019年底有所上升。

从2020年6月底的存量债务来看，公司于2020年7—12月、2021年和2022年到期的有息

债务规模分别为180.21亿元、285.97亿元和254.32亿元，未来两年公司面临较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

近年来，公司收入规模快速增长，利润总额对政府补助依赖大。

2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长35.68%。2019年，公司实现营业收入167.78亿元，较2018年增长48.89%；同期，公司营业成本142.78亿元，同比增长52.11%；公司营业利润率为14.11%，同比下降1.47个百分点。

表13 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	91.14	112.69	167.78
其他收益	8.79	5.11	4.80
利润总额	10.14	11.76	9.18
营业利润率（%）	13.27	15.58	14.11
总资本收益率（%）	0.98	1.05	0.97
净资产收益率（%）	1.78	1.99	1.28

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019年，公司期间费用快速增长，年均复合增长43.17%，公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2019年公司期间费用21.13亿元，同比增长46.59%，主要系财务费用增长所致。近三年，公司期间费用占营业收入的比重分别为11.31%、12.79%和12.60%。

2017—2019年，公司获得政府补助8.79亿元、5.11亿元和4.80亿元，计入“其他收益”。2017—2019年，公司利润总额分别为10.14亿元、11.76亿元和9.18亿元。

从盈利指标来看，2017—2019年，公司总资本收益率和净资产收益率有所波动，2019年分别为0.97%和1.28%。

2020年1—6月，公司实现营业收入77.29亿元，相当于2019年全年的46.07%；同期，公司实现利润总额1.41亿元，政府补助1.31亿元；营业利润率为13.63%。

5. 偿债能力

公司长短期偿债能力一般，考虑到公司是西咸新区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，得到当地政府的大力支持，公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率有所波动，2019年底公司流动比率和速动比率分别为331.13%和183.97%，较2018年底变化不大。2020年6月底，公司流动比率和速动比率分别为334.95%和191.94%。近三年，公司经营现金流动负债比分别为-99.64%、-29.79%和-21.00%。2019年底和2020年6月底，公司现金短期债务比分别为0.82倍和0.87倍。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA不断增长，分别为19.65亿元、22.45亿元和25.49亿元；全部债务/EBITDA呈波动上升态势，三年分别为52.35倍、51.34倍和55.79倍，EBITDA对全部债务保障能力弱。

截至2020年6月底，公司共获得金融机构授信合计1797.08亿元，尚未使用的额度合计594.25亿元，融资渠道畅通。

截至2020年6月底，公司对外担保余额254.67亿元，担保比率42.25%，被担保企业全部为区域内国有企业，目前被担保企业经营情况正常。公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

表 14 截至 2020 年 6 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保金额
西安沣东控股有限公司	147.65
陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司	39.72
陕西西咸新区沣西发展集团有限公司	37.88
陕西空港城乡发展建设有限公司	9.60
陕西文化产业投资控股有限公司	7.80
陕西省西咸新区泾河新城投资发展有限公司	4.41
陕西省西咸新区泾河新城农业发展有限公司	3.43
西咸新区茯茶镇文化产业煤团有限公司	2.93
西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	0.48
陕西西咸新区泾河新城城市建设投资有限公司	0.48
陕西西咸新区泾河新城智慧农业有限公司	0.30
合计	254.67

资料来源：公司提供

6. 母公司财务分析

公司资产和营业收入主要来自子公司，母公司资产和收入规模较小，盈利能力较弱，债务负担一般。

2019年底，母公司资产规模为402.34亿元，较2018年底增长41.30%。其中，流动资产为148.79亿元，占36.98%，非流动资产253.55亿元，占63.02%。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成。非流动资产主要由长期股权投资构成。

2019年底，母公司所有者权益为230.61亿元，较2018年底增长14.98%。其中，实收资本占91.46%，资本公积占2.39%。母公司所有者权益较为稳定。

2019年底，母公司负债规模为171.73亿元，较2018年底增长104.01%，其中流动负债占46.64%，非流动负债占53.36%。其中，流动负债主要由短期借款和其他应付款构成，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2019年底母公司资产负债率为42.68%，整体债务负担一般。

2019年，母公司营业收入为0.02亿元，利润总额为2.90亿元。

十、结论

公司是西咸新区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，近年来，西咸新区作为国家级新区，经济快速发展，地方财政实力大幅提升，公司发展的外部环境良好。

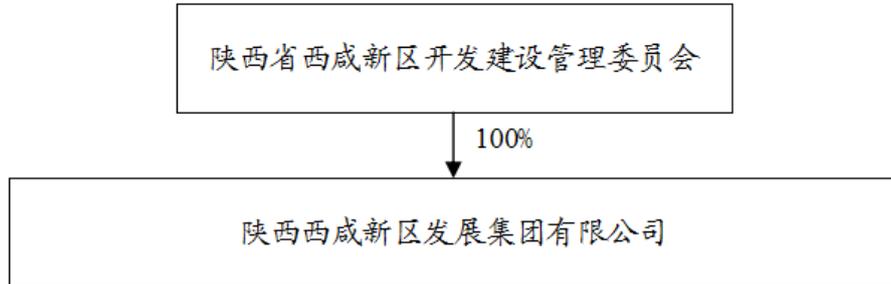
公司主要业务包括基础设施代建、土地开发整理、保障房建设、房产销售和商品贸易等，近年来，公司营业收入持续增长，毛利率有所波动。其中，公司基础设施代建、土地整理和保障房建设业务资金回收受政府结算进度及当地房地产市场和土地出让政策影响大，具有不确定性。目前公司账面上已投入未结算的项目成本和应收类款项规模大，公司资产流动性弱；近年来，公司债务规模不断增长，整体债务负担重。公司在建及拟建项目投资规模大，

未来存在较大的融资压力。

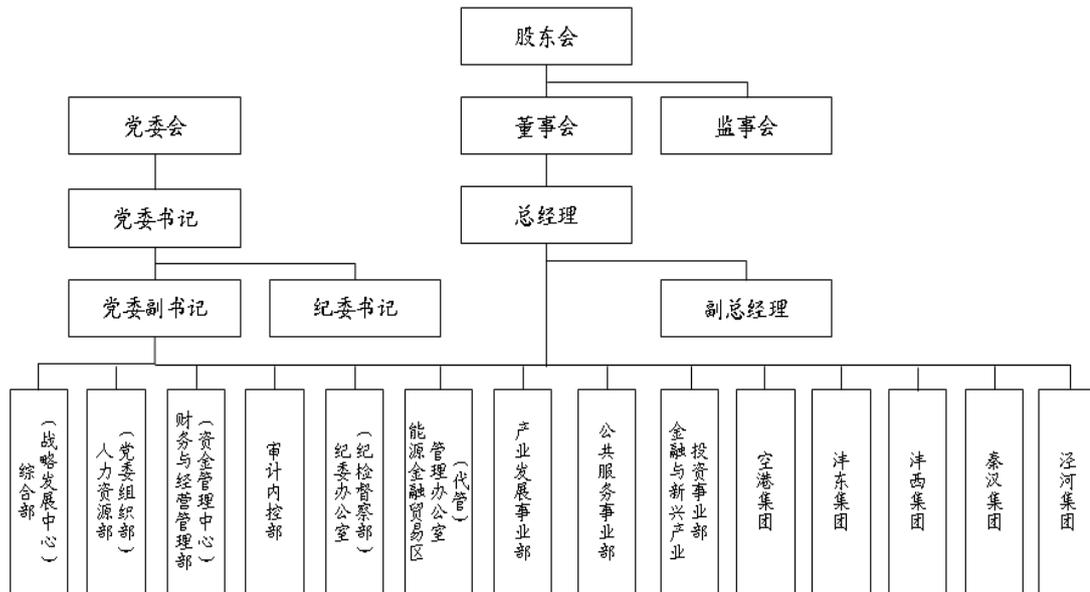
未来，公司将努力发展“开发建设、公共服务、产业发展和金融投资”四位一体产业格局，随着区域基础设施建设的不断深入，公司业务规模将不断提升。

综合评估，联合资信认为公司主体长期信用风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 6 月底公司下属二级子公司情况

序号	公司名称	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	业务性质
1	陕西西咸金融控股集团有限公司	220000.00	100.00%	企业项目投资与管理
2	陕西西咸新区城建投资集团有限公司	150000.00	100.00%	城镇建设、新农村建设、基础设施建设
3	陕西西咸文化旅游产业集团有限公司	139683.32	100.00%	文化教育、旅游开发、城镇建设等
4	西咸新区智慧城市发展集团有限公司	12244.90	100.00%	软件开发、软件服务
5	陕西西咸公共服务集团有限公司	5597.62	100.00%	公共服务
6	陕西西咸新区水务集团有限公司	30000.00	100.00%	水资源管理及经营
7	陕西西咸新区公共交通集团有限公司	10000.00	100.00%	公交运输
8	陕西西咸新区环境集团有限公司	10000.00	100.00%	资源回收利用
9	西咸新区医学城国际医院投资管理有限公司	100.00	100.00%	医院、医疗投资与管理
10	陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司	240000.00	51.01%	城市基础设施与配套设施的建设
11	陕西省西咸新区泾河新城开发建设(集团)有限公司	450000.00	51.00%	城市基础设施与配套设施的建设
12	西安沣东发展集团有限公司	600000.00	51.00%	城市基础设施与配套设施的建设
13	陕西省西咸新区沣西新城开发建设(集团)有限公司	200000.00	51.00%	城市基础设施与配套设施的建设
14	陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司	292215.00	51.00%	城市基础设施与配套设施的建设
15	西咸新区轨道交通投资建设有限公司	34167.00	50.00%	轨道交通建设投资

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	306.55	195.30	258.16	303.81
资产总额 (亿元)	1631.06	1924.38	2297.53	2575.28
所有者权益 (亿元)	432.97	482.45	586.73	602.84
短期债务 (亿元)	141.84	258.65	321.28	350.74
长期债务 (亿元)	886.92	894.10	1100.57	1291.04
全部债务 (亿元)	1028.76	1152.75	1421.85	1641.77
营业收入 (亿元)	91.14	112.69	167.78	77.29
利润总额 (亿元)	10.14	11.76	9.18	1.41
EBITDA (亿元)	19.65	22.45	25.49	--
经营性净现金流 (亿元)	-294.68	-152.07	-125.96	-48.40
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.84	0.75	0.77	--
存货周转次数 (次)	0.12	0.13	0.17	--
总资产周转次数 (次)	0.06	0.06	0.08	--
现金收入比 (%)	72.47	56.09	64.14	74.10
营业利润率 (%)	13.27	15.58	14.11	13.63
总资本收益率 (%)	0.98	1.05	0.97	--
净资产收益率 (%)	1.78	1.99	1.28	--
长期债务资本化比率 (%)	67.20	64.95	65.23	68.17
全部债务资本化比率 (%)	70.38	70.50	70.79	73.14
资产负债率 (%)	73.45	74.93	74.46	76.59
流动比率 (%)	484.38	329.62	331.13	334.95
速动比率 (%)	272.43	174.87	183.97	191.94
经营现金流动负债比 (%)	-99.64	-29.79	-21.00	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.45	0.40	0.35	--
全部债务/EBITDA (倍)	52.35	51.34	55.79	--
现金短期债务比 (倍)	2.16	0.76	0.80	0.87

注: 1. 2020 年半年度财务数据未经审计; 2. 已将长期应付款和其他非流动负债有息部分调整至有息债务核算

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	12.52	20.60	45.48	54.21
资产总额 (亿元)	222.15	284.75	402.34	467.74
所有者权益 (亿元)	188.95	200.57	230.61	230.41
短期债务 (亿元)	0.89	7.36	61.07	32.80
长期债务 (亿元)	16.19	57.42	81.44	181.97
全部债务 (亿元)	17.08	64.78	142.51	214.77
营业收入 (亿元)	0.03	0.05	0.02	0.00
利润总额 (亿元)	2.18	3.63	2.90	-1.30
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	0.98	0.00	3.12	-14.26
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.02	0.03	0.01	--
存货周转次数 (次)	10.91	10.47	5.76	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比 (%)	5104.72	0.00	0.00	--
营业利润率 (%)	-272.17	-42.09	-211.92	--
总资本收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	1.16	1.81	1.26	--
长期债务资本化比率 (%)	7.89	22.26	26.10	44.13
全部债务资本化比率 (%)	8.29	24.41	38.19	48.24
资产负债率 (%)	14.95	29.56	42.68	50.74
流动比率 (%)	482.67	439.29	185.75	379.46
速动比率 (%)	482.63	439.25	185.74	379.45
经营现金流动负债比 (%)	12.20	0.01	3.90	--
现金短期债务比 (倍)	14.10	2.80	0.74	1.65
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：2020 年半年度财务数据未经审计

附件 4 主要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-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×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

附件 5-1 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 5-2 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

联合资信评估股份有限公司关于 陕西西咸新区发展集团有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在陕西西咸新区发展集团有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

陕西西咸新区发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。联合资信将在发行人年报公告后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

陕西西咸新区发展集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，陕西西咸新区发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注陕西西咸新区发展集团有限公司的经营管理状况及外部环境等相关信息，如发现陕西西咸新区发展集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如陕西西咸新区发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与陕西西咸新区发展集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。