信用评级公告

联合〔2021〕6883 号

联合资信评估股份有限公司通过对西安世园投资（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西安世园投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，“19 西安世园 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

西安世园投资（集团）有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
主体	AA	稳定	AA	稳定
19 西安世园 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

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
19 西安世园 MTN001	4.00 亿元	4.00 亿元	2022/04/30

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 27 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	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	盈利能力	4
			现金流量	1
			资产质量	3
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

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

跟踪期内，西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）仍为西安市浐灞生态区重要的基础设施和安置房项目投资建设主体。公司经营发展的外部环境良好，获得政府和股东在资金注入和政府补贴等方面的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金占用较大、资金支出压力较大和面临集中兑付等因素可能给其信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，西安市和浐灞生态区经济持续增长，未来随着浐灞生态区的发展，公司的业务有望稳步推进。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 西安世园 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**西安市和浐灞生态区经济和财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **有力的外部支持。**2020 年，西安浐灞生态区管理委员会和西安市浐灞河发展有限公司分别向公司增资，合计 26.79 亿元；公司获得政府补助合计 3531.63 万元。

关注

1. **资金占用较大。**公司资产中应收类款项规模较大，对公司资金形成较大占用。
2. **资金支出压力较大。**截至 2020 年末，公司主要在建代建项目及国际会议中心和酒店项目尚需投资分别为 5.44 亿元和 23.34 亿元，面临较大的资金支出压力。
3. **面临集中兑付。**截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 213.20 亿元，较上年末增长 15.75%，增幅较大；公司 2021－2023 年面临集中兑付。

分析师：杨 婷 赵晓敏
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

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	28.03	29.05	35.02
资产总额（亿元）	347.31	445.59	480.34
所有者权益（亿元）	138.87	166.40	166.44
短期债务（亿元）	42.90	52.25	55.58
长期债务（亿元）	114.22	129.62	157.63
全部债务（亿元）	157.12	181.87	213.20
营业收入（亿元）	13.45	16.65	1.85
利润总额（亿元）	1.91	1.97	0.18
EBITDA（亿元）	2.38	2.51	--
经营性净现金流（亿元）	6.42	-8.40	-9.82
营业利润率（%）	9.84	6.87	0.70
净资产收益率（%）	0.98	0.92	--
资产负债率（%）	60.01	62.66	65.35
全部债务资本化比率（%）	53.08	52.22	56.16
流动比率（%）	228.34	170.69	184.43
经营现金流动负债比（%）	7.24	-5.85	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.56	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	0.27	0.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	66.13	72.45	--
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	318.22	397.70	430.17
所有者权益（亿元）	132.03	158.68	158.69
全部债务（亿元）	117.60	137.92	166.03
营业收入（亿元）	8.25	13.87	1.32
利润总额（亿元）	0.47	0.78	0.07
资产负债率（%）	58.51	60.10	63.11
全部债务资本化比率（%）	47.11	46.50	51.13
流动比率（%）	186.04	145.66	163.41
经营现金流动负债比（%）	5.59	-8.01	--

注：1. 公司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，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告将长期应付款纳入长期债务核算；3. 本报告各年度财务数据均采用年末数；4. 2021 年一季度财务数据未经审计
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

评级历史：

债项名称	债项级别	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
19 西安世园 MTN001	AA	AA	稳定	2020/07/15	楚方媛 高志杰	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
19 西安世园 MTN001	AA	AA	稳定	2019/04/15	喻宙 宏王萌	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

声　明

一、本报告引用的资料主要由西安世园投资（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

西安世园投资（集团）有限公司
2021 年跟踪评级报告

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”）关于西安世园投资（集团）有限公司（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，公司注册资本和股东持股比例发生变化。2020 年及 2021 年 1－3 月，西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”）和西安市浐灞河发展有限公司（以下简称“浐灞河发展”）分别对公司增加注册资本 73.99 亿元和 8.00 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本为 142.99 亿元，公司股东分别为浐灞管委会（股权比例 81.54%）、浐灞河发展（股权比例 7.27%）和西安浐灞城市投资建设有限公司（以下简称“浐灞城投”，股权比例 11.19%），公司控股股东和实际控制人仍为浐灞管委会。2020 年，公司实收资本增加 26.79 亿元，浐灞管委会和浐灞河发展分别出资 18.79 亿元[1]和 8.00 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司实收资本 139.85 亿元。

跟踪期内，公司主要业务未发生重大变化。截至 2021 年 3 月末，公司本部设投资策划部、财务审计部和建设管理部等职能部门。

截至 2020 年末，公司资产总额 445.59 亿元，所有者权益合计 166.40 亿元。2020 年，公司实现营业收入 16.65 亿元，利润总额 1.97 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 480.34 亿元，所有者权益 166.44 亿元。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.85 亿元，利润总额 0.18 亿元。

公司注册地址：西安市浐灞生态区浐灞大道一号浐灞商务中心 7B03-26 室；法定代表人：樊彦平。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 6 月末联合资信评级债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 西安世园 MTN001	4.00	4.00	2019/04/30	3

资料来源：联合资信整理

四、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%，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

[1] 浐灞管委会以货币资金形式出资 15.00 亿元，以土地使用权出资 3.79 亿元。

国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，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。**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（括号内为两年平均增速）
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（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
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（4.50）
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

[2]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。

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均衡。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。**

五、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大力度的支持，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，大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

资源来源：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

西安市和浐灞生态区经济和财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

公司是浐灞生态区重要的基础设施建设主体，受浐灞管委会委托，承担浐灞生态区内的基础设施及配套的建设任务。浐灞生态区成立于2004年9月，根据《西安市发展和改革委员会关于在浐灞河流域集中治理区行使行政管理职权的复函》（市发改函〔2005〕33号），浐灞管委会享有市级管理权限。

浐灞生态区位于西安市主城区东北部，是欧亚经济论坛永久会址、西安金融商务区、西安领事馆区及浐灞国家湿地公园所在地，是西北地区首个国家级生态区。浐灞生态区规划总面积129平方公里，集中治理区89平方公里。2004年成立以来，坚持生态治理带动区域发展、新区开发支撑生态建设，推进全域“生态化、旅游化、景观化、重点区域花园化”建设。浐灞生态区计划通过流域综合治理、生态重建和开发建设，逐步在生态区范围内建成若干城市组团。

图1 浐灞生态区地理位置情况



资料来源：浐灞管委会网站

（1）西安市

2020年，西安市全年地区生产总值（GDP）10020.39亿元，比上年增长5.2%。其中，第一产业增加值312.75亿元，增长3.0%；第二产业增加值3328.27亿元，增长7.4%；第三产业增加值6379.37亿元，增长4.2%。三次产业构成为3.1:33.2:63.7。2020年，西安市全年全社会固定资产投资比上年增长12.3%。

2020年，西安市完成一般公共预算收入724.14亿元，较上年增长3.1%。其中，税收收入571.60亿元，较上年下降1.6%，占一般公共预算收入比重为78.94%。同期，西安市一般公共预算支出1347.58亿元，较上年增长8.1%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）为53.74%。2020年，全市实现政府性基金收入1207.32亿元，增长26.6%。

（2）浐灞生态区

2019年，浐灞生态区地区生产总值278.69亿元，按可比价格增长6.6%。三次产业结构为0:35.9:64.1；2019年，第三产业增加值178.63亿元，增长4.3%。2019年，固定资产投资434.17亿元，同比下降11.2%。

2020年1－9月，浐灞生态区地区生产总

值 224.51 亿元，按可比增速增长 5%。分产业看，第二产业增加值 75.97 亿元，增长 12%；第三产业增加值 148.54 亿元，增长 1.6%。

2020 年，浐灞生态区实现一般公共预算收入 24.29 亿元，同比增长 3.85%，其中税收收入 19.10 亿元，占一般公共预算收入的比重为 78.63%。同期，浐灞生态区一般公共预算支出 28.68 亿元，同比下降 33.80%，财政自给率为 84.69%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

2020 年，公司实收资本增加 26.79 亿元。截至 2021 年 3 月末，浐灞管委会、浐灞河发展和浐灞城投分别持有公司 81.54%、7.27%和 11.19%股权。浐灞管委会为公司控股股东和实际控制人。

2. 外部支持

公司作为浐灞生态区重要的基础设施和安置房项目投资建设主体，在资金注入和政府补贴方面获得有力的外部支持。

（1）资本金注入

2020 年，浐灞管委会以 15.00 亿元货币资金和 3.79 亿元土地使用权向公司增资，浐灞河发展以 8.00 亿元货币资金向公司增资，均计入“实收资本”。

（2）政府补贴

2020 年公司收到政府性公交扶持运营补助、垃圾分类项目扶持资金等政府补助资金合计 3531.63 万元，计入“其他收益”或“营业外收入”。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》（中征码：6101040001890129），截至 2021 年 6 月 30 日，公司本部无未结清不良或关注类信贷信息记录，已结清信贷信息中存在 21 笔关注类贷款。根据西安市灞桥区农村信用合作联社和西安市长安区农村信用合作联社营业部出具的说明，上述关注类款项主要系操作失误造成，公司还款付息正常，不存在欠息情况，已于 2015 年将以上关注类贷款全部结清。

根据中国人民银行《企业信用报告》（中征码：6101110000002785），截至 2021 年 6 月 23 日，西安世园置业有限公司（以下简称“世园置业”）无未结清和已结清不良或关注类信贷信息记录。

截至 2021 年 7 月 12 日，联合资信未发现公司和世园置业被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员未发生变动，主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，受代建工程收入增长影响，公司营业收入较上年有所增长，但综合毛利率较上年有所下降。

2020 年，公司营业收入较上年增长 23.76%，主要系代建工程收入增长所致。公司代建工程收入较上年增长 74.36%，主要来自西安世界园艺博览会（以下简称“世园会”）会址及基础设施配套项目；房屋销售收入较上年减少 2.69 亿元，主要系达到确认收入条件的房地产项目较少所致；其他业务主要为交通运输、会展、酒店管理等，收入规模较上年变化不大。

表 4　公司营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建工程收入	7.80	57.96	7.00	13.60	81.70	6.44
园区运营收入	0.79	5.89	33.50	0.82	4.93	27.89

房屋销售	2.72	20.22	23.42	0.03	0.18	12.62
其他收入	2.13	15.94	9.84	2.20	13.19	15.95
合计	**13.45**	**100**	**12.33**	**16.65**	**100.00**	**8.76**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率较上年下降 3.57 个百分点，主要系毛利率较低的代建工程业务收入增长所致。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.85 亿元，综合毛利率为 5.03%，利润总额为 0.18 亿元。

2. 业务经营分析

（1）代建工程业务

2020 年，公司代建工程收入较上年增长明显，在建代建项目尚需投资规模一般。

公司受浐灞管委会和浐灞生态区土地储备中心（以下简称“浐灞土储中心”）委托，负责在世园会会址及周边范围内进行基础设施和配套安置房项目投资建设，业务模式为委托代建。公司按照委托方审定的工程成本加成一定比例管理费确认代建工程收入。2020 年，公司实现代建工程收入 13.60 亿元，较上年增长 74.36%。同期，代建工程业务毛利率较上年下降 0.56 个百分点，主要系不同项目管理费加成比例略有差异所致。

截至 2020 年末，公司主要在建的代建项目计划总投资 12.04 亿元，累计已投资 6.60 亿元，尚需投资规模一般。截至 2020 年末，公司暂无拟建代建项目。

表 5 截至 2020 年末公司主要在建代建项目

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	累计投资
郭渠村安置房建设项目	6.78	5.00
浐灞生态区集中配建租赁型保障房	5.26	1.60
合计	**12.04**	**6.60**

注：计划总投资根据项目实际情况可能会有所调整
资料来源：公司提供

（2）自营业务

公司房地产项目尚有一定可销售面积，国际会议中心和酒店项目投资回收期限较长，尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

公司自营性商业项目包括房地产项目和国际会议中心及酒店项目。其中房地产项目主要通过销售实现资金平衡；国际会议中心及酒店项目主要通过出租和运营等方式实现资金平衡。

2020 年，公司房屋销售收入 0.03 亿元，较上年减少 2.69 亿元，2020 年房屋销售收入主要来自丝路国际创意梦工厂（一期）项目。截至 2020 年末，公司在售房地产项目剩余可销售面积 5.41 万平方米，业务具有一定的持续性。

表 6 截至 2020 年末公司在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建设内容	可销售面积	已售面积	已售金额
世园樾府项目	住宅+商铺	住宅:8.60；商铺:0.46	住宅:8.57	11.57
丝路国际创意梦工厂（一期）项目	商铺	2.53	1.98	2.95
滨河酒店配套二期	住宅	6.30	6.30	7.76
世园锦绣建设项目	住宅+商铺	住宅:14.49；商铺:0.78	10.90	13.34
合计	--	**33.16**	**27.75**	**35.62**

资料来源：公司提供

截至 2020 年末，公司在建国际会议中心和酒店等项目计划总投资额 110.37 亿元，尚需投资 23.34 亿元，公司面临较大的资金支出压力。公司在建项目为公司自营性项目，未来主要通过出租和运营收入进行资金平衡，回款周期较长。

表 7　截至 2020 年末公司在建项目情况

（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资
西安浐灞生态区自贸中心	19.50	11.54
世园滨河精品酒店项目	9.80	4.84
西安丝路国际会展中心	44.07	39.01
西安丝路国际会议中心（东区）	37.00	31.64
合计	**110.37**	**87.03**

注：已投资金额与“在建工程”账面价值差异较大，主要系上表已投资金额系项目施工方产值口径，公司财务口径投入成本仅为已支付给施工方工程款口径，因已基本工程完工，上表中未包含西安丝路国际会议中心项目
资料来源：公司提供

（3）园区运营

公司园区运营收入对公司营业收入形成一定补充。

公司园区运营业务主要由子公司西安世博园运营管理有限公司（以下简称“运营公司”）负责，根据浐灞管委会与运营公司签订的《西安世博园景区委托管理协议》等相关协议，运营公司受托对世博园园区进行日常运营以及资产管理，浐灞管委会按照一定的比例支付管理、维修维护等费用。2020 年，公司实现园区运营收入 0.82 亿元。

3. 未来发展

未来，公司将以世园会及周边为核心区域进行项目投资建设，加大规划区域内配套设施建设力度。除此之外，公司将以世园会为核心发展复合型旅游产业，将该区域打造成以世园会园区为核心，集休闲娱乐、生态观光、创意产业和地产开发为主的生态休闲聚集区。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年度审计报告经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

跟踪期内，公司合并财务报表不存在会计政策和会计估计变更。

截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并报表范围子公司 9 家。2020 年，公司合并报表范围新增子公司西安世园国际会展管理集团有限公司，减少子公司西安世园文化艺术品交易中心股份有限公司。2021 年 1—3 月，公司合并范围内子公司未发生变化。上述变动涉及的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产中应收类款项规模较大，对公司资金形成较大占用。在建工程以国际会议中心及酒店等项目为主，未来通过出租和运营实现收益，公司资产质量尚可。

截至 2020 年末，公司资产总额较上年末增长 28.30%，公司资产结构较为均衡。

表8　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.03	8.07	29.05	6.52	35.02	7.29
应收账款	68.49	19.72	82.73	18.57	84.36	17.56
存货	95.34	27.45	123.89	27.80	133.83	27.86
流动资产	**202.51**	**58.31**	**245.02**	**54.99**	**276.86**	**57.64**
可供出售金融资产	16.00	4.61	24.08	5.40	0.00	0.00
长期股权投资	15.78	4.54	16.38	3.68	16.38	3.41
投资性房地产	37.23	10.72	38.49	8.64	39.03	8.13
在建工程	63.87	18.39	110.65	24.83	113.14	23.55
非流动资产	**144.79**	**41.69**	**200.57**	**45.01**	**203.48**	**42.36**
资产总额	**347.31**	**100.00**	**445.59**	**100.00**	**480.34**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

（1）流动资产

截至 2020 年末，公司流动资产较上年末增长 20.99%，主要系应收账款和存货增长所致。

截至 2020 年末，公司货币资金较上年末增长 3.61%，主要由银行借款（占 99.99%）构成，无受限货币资金。

截至 2020 年末，公司应收账款较上年末增长 20.79%，主要系应收浐灞土储中心款项增加所致。公司应收账款前五名欠款单位合计占比为 99.80%，集中度高，主要为应收浐灞土储中心和浐灞管委会项目建设款项。公司应收账款累计计提坏账准备 1005.10 万元。

截至 2020 年末，公司存货较上年末增长 29.94%，主要系工程施工和开发成本增加所致。公司存货主要由开发成本（占 99.81%）构成，主要为代建项目投入和土地使用权，累计计提跌价准备 1016.49 万元。

（2）非流动资产

截至 2020 年末，公司非流动资产较上年末增长 38.52%，主要系在建工程增加所致。

截至 2020 年末，公司可供出售金融资产较上年末增长 50.50%，主要系追加对西安浐灞发展集团有限公司（以下简称“浐灞发展”）的股权投资所致。

截至 2020 年末，公司长期股权投资较上年末增长 3.81%，主要系增加对联营企业投资所致。公司长期股权投资主要为对西安丝路国际会展中心有限公司、西安金融控股有限公司和西安千古情演艺发展有限公司的股权投资，权益法下确认投资收益 1154.75 万元。

截至 2020 年末，公司投资性房地产较上年末增长 3.40%，主要系公允价值变动收益所致，主要为土地使用权。公司投资性房地产按公允价值计量。

截至 2020 年末，公司在建工程较上年末增长 73.25%，主要系自营项目已投结转成本所致。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额较上年末增长 7.80%，主要系货币资金和存货增长所致。公司流动资产占比增加。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产 1.75 亿元，为无形资产抵押受限。

3. 资本结构

受股东增资影响，公司所有者权益有所增长，实收资本占比较大，所有者权益稳定性强。

截至 2020 年末，公司所有者权益 166.40 亿元，较上年末增长 19.83%，主要系实收资本增长所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 84.04%）、资本公积（占 1.36%）、其他综合收益（占 8.69%）和未分配利润（占 5.14%）构成，权益稳定性强。公司实收资本 139.85 亿元，较上年末增长 23.70%，主要系股东增资所致。公司资本公积为 2.26 亿元，较上年末未发生变动。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 166.44 亿元，较上年末增长 0.02%，所有者权益规模和结构较上年末变动不大。

公司全部债务持续增长，整体债务负担一般，公司于 2021－2023 年面临集中兑付。

截至 2020 年末，公司负债总额较上年末增长 33.95%，主要系流动负债增长所致。公司负债结构较为均衡。

表9 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	10.05	4.82	40.32	14.44	40.07	12.77
预收款项	22.31	10.70	36.37	13.03	0.00	0.00
其他应付款	13.25	6.36	14.34	5.14	14.86	4.74
一年内到期非流动负债	39.30	18.86	52.25	18.71	55.58	17.71
流动负债	**88.69**	**42.55**	**143.55**	**51.42**	**150.12**	**47.82**
长期借款	58.27	27.96	100.82	36.11	125.08	39.85

应付债券	47.43	22.75	21.50	7.70	21.50	6.85
长期应付款	8.52	4.09	7.30	2.62	11.05	3.52
非流动负债	**119.74**	**57.45**	**135.64**	**48.58**	**163.78**	**52.18**
负债总额	**208.43**	**100.00**	**279.19**	**100.00**	**313.90**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2020 年末，公司流动负债较上年末增长 61.85%，主要系应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致。

截至 2020 年末，公司应付账款较上年末增长 301.40%，主要系应付工程款增加所致。公司应付账款账龄以 1 年以内（占 78.79%）为主。

截至 2020 年末，公司预收账款较上年末增长 63.04%，主要为预收商品房销售款。

截至 2020 年末，公司其他应付款较上年末增长 8.28%，主要为应付浐灞生态区政府单位和国有企业往来款。

截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长 32.94%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

截至 2020 年末，公司非流动负债较上年末增长 13.28%，主要系长期借款增长所致。

截至 2020 年末，公司长期借款较上年末增长 73.02%，主要由保证借款和信用借款构成。

截至 2020 年末，公司应付债券较上年末下降 54.67%，主要系应付债券重分类至流动负债所致。截至 2021 年 6 月 19 日，若考虑行权，公司于 2021 年、2022 年和 2023 年到期的债券余额分别为 8.40 亿元、4.00 亿元和 7.50 亿元。

表 10　截至 2021 年 6 月 19 日公司存续债券情况

（单位：亿元）

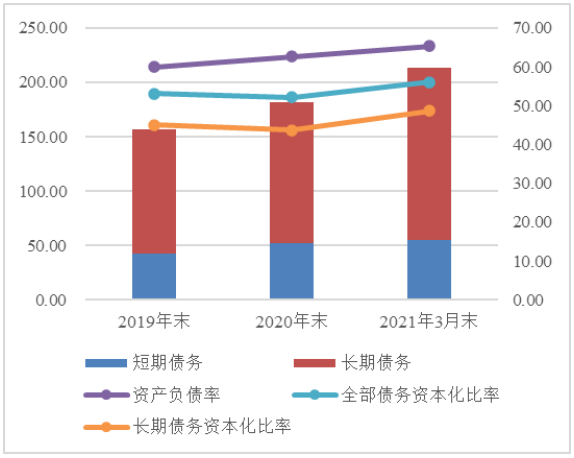
债券名称	债券余额	行权日	到期日
21 世园 01	8.00	--	2028/05/07
21 世园债	7.00	--	2028/04/29
20 西安世园 PPN001	7.50	2023/06/08	2025/06/08
19 西安世园 MTN001	4.00	--	2022/04/30
14 世园投资债	2.40	--	2021/10/21
18 西安世园 MTN001	6.00	--	2021/06/29

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

截至 2020 年末，公司长期应付款较上年末下降 14.32%，主要系应付融资租赁款减少所致。本报告已将长期应付款调整至长期债务核算。

截至 2020 年末，公司全部债务 181.87 亿元，较上年末增长 15.75%。公司有息债务中短期债务占 28.73%，以长期债务为主。短期债务较上年末增长 21.78%。从债务指标看，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 62.66%、52.22%和 43.79%，分别较上年末增长 2.64 个百分点、下降 0.86 个百分点和下降 1.34 个百分点。

图 2　公司财务杠杆情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 12.43%，主要系长期借款增加所致。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务为 213.20 亿元，较上年末增长 15.75%，其中短期债务为 55.58 亿元（占 26.07%）。截至 2021 年 3 月末，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 65.35%、56.16%和 48.64%。公司整体债务负担一般。

从有息债务到期分布情况来看，截至 2021 年 3 月末，公司于 2021 年 4—12 月、2022 年、2023 年和 2024 年到期的有息债务分别为 41.04 亿元、28.56 亿元、30.68 亿元和 5.40 亿元。

4. 盈利能力

公司营业收入有所增长，政府补助和公允价值变动收益对公司利润总额贡献大，公司整体盈利能力一般。

2020 年，公司营业收入较上年增长 23.76%，主要系代建工程收入增长所致。公司营业成本较上年增长 28.80%，营业收入增幅小于营业成本增幅。2020 年，公司营业利润率较上年下降 2.97 个百分点。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	13.45	16.65	1.85
营业成本	11.79	15.19	1.76
期间费用	1.55	0.86	0.37
其中：销售费用	0.72	0.09	0.07
管理费用	0.85	0.79	0.31
财务费用	-0.01	-0.02	0.00
公允价值变动收益	1.87	1.27	0.54
投资收益	0.19	0.12	0.00
其他收益	0.19	0.34	0.03
营业外收入	0.01	0.02	0.001
利润总额	1.91	1.97	0.18
营业利润率	9.84	6.87	0.70
总资本收益率	0.46	0.44	--
净资产收益率	0.98	0.92	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

从期间费用来看，2020 年，公司期间费用总额较上年下降 44.56%，主要系销售费用下降所致。2020 年，公司期间费用占营业收入的比重为 5.17%。

2020 年，公司公允价值变动收益 1.27 亿元，主要系投资性房地产公允价值变动收益所致。2020 年，公司其他收益和营业外收入分别为 0.34 亿元和 0.02 亿元，主要为收到的政府补助。2020 年，公司利润总额为 1.97 亿元，较上年增长 3.28%。政府补助和公允价值变动收益占公司利润总额的比重分别为 17.94%和 64.47%，对利润总额的贡献大。

从盈利指标来看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别较上年下降0.02个百分点和0.05个百分点。公司整体盈利能力一般。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.85 亿元，公司实现利润总额 0.18 亿元。

5. 现金流分析

受项目建设支出规模较大影响，2020年公司经营活动现金由净流入转为净流出，收入实现质量有所下降，投资活动现金持续净流出，公司未来仍有较大的融资需求。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	34.84	30.74	3.94
经营活动现金流出小计	28.42	39.14	13.75
经营活动现金流量净额	**6.42**	**-8.40**	**-9.82**
投资活动现金流入小计	0.30	0.07	0.00
投资活动现金流出小计	60.77	31.32	13.08
投资活动现金流量净额	**-60.47**	**-31.26**	**-13.08**
筹资活动现金流入小计	89.02	92.11	33.47
筹资活动现金流出小计	45.89	51.44	4.59
筹资活动现金流量净额	**43.12**	**40.67**	**28.87**
现金收入比	158.22	108.11	183.79

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入量较上年下降 11.77%，公司销售商品、提供劳务收到的现金 18.00 亿元，主要为预收房地产销售款，公司收到与其他经营活动有关的现金 8.92 亿元，主要为收到的往来款。2020 年，公司经营活动现金流出量较上年增长 37.71%，主要为项目建设支出增加。2020 年，公司经营活动现金由净流入转为净流出。2020 年，公司现金收入比为 108.11%，较上年下降 50.10 个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入量规模小。公司投资活动现金流出量较上年下降 48.46%，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 21.94 亿元，主要为自营项目建设投入。2020 年，公司投资活动现金持续净流出，资金缺口有所减少，主要系自营项目投入减少所致。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动

现金流入量为 92.11 亿元，较上年增长 3.48%，主要为吸收投资、银行借款和发行债券收到的现金。随着公司项目建设的持续投入和其他业务发展的需要，公司外部融资需求仍较大。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 9.82 亿元，投资活动现金净流出 13.08 亿元，筹资活动现金净流入 28.87 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力弱。考虑到公司为西安市浐灞生态区重要的基础设施和安置房项目投资建设主体，持续获得有力的外部支持，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年末有所下降。截至 2021 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末有所提高，公司现金短期债务比为 0.63 倍。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 2.51 亿元，较上年增长 5.65%。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 较上年有所增长。整体看，公司长期偿债能力弱。

表 13 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	228.34	170.69	184.43
速动比率	120.84	84.38	95.28
现金短期债务比	0.65	0.56	0.63
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.27	0.38	--
全部债务/EBITDA	66.13	72.45	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额 59.92 亿元，担保比率 36.00%，较 2020 年 3 月末增长 140.06%。公司对外担保对象为浐灞发展，对外担保集中，对外担保规模增速较快，存在一定的或有负债风险。

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 197.25 亿元，未使用授信额度 35.09 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于母公司；母公司资产和负债规模均有所增长，债务负担一般，对子公司管控能力较强。

截至 2020 年末，母公司资产总额 397.70 亿元，较上年末增长 24.98%，占合并口径的 89.25%，母公司货币资金 4.66 亿元。子公司重大事项决策需报母公司审批，子公司部分高级管理人员由母公司委派，母公司对子公司管控能力较强。

截至 2020 年末，母公司所有者权益 158.68 亿元，较上年末增长 20.19%，占合并口径的 95.36%。母公司全部债务[3]137.92 亿元，其中短期债务占 27.49%，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.10%和 46.50%，债务负担一般适中。

2020 年，母公司实现营业收入 13.87 亿元，占合并口径的 83.33%，利润总额为 0.78 亿元。

截至 2021 年 3 月末，母公司资产总额为 430.17 亿元，较上年末增长 8.16%。母公司全部债务资本化比率为 51.13%。2021 年 1—3 月，母公司实现营业收入 1.32 亿元，利润总额为 0.07 亿元。

[3] 不包含长期应付款中有息部分。

十、存续期内债券偿债能力分析

公司现金类资产对 2021 年度剩余应到期债券余额保障能力很强，经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力较强，EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力一般，存在集中偿付压力。

截至 2021 年 7 月 12 日，公司存续债券余额共 28.90 亿元，本年度剩余应到期债券余额为 2.40 亿元。公司于 2025 年达到存续债券待偿本金峰值 10.50 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司现金类资产 35.02 亿元，现金类资产为本年度剩余应到期债券余额的 14.59 倍。2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 30.74 亿元、-8.40 亿元和 2.51 亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的 2.93 倍、-0.80 倍和 0.24 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 14　公司存续债券保障情况

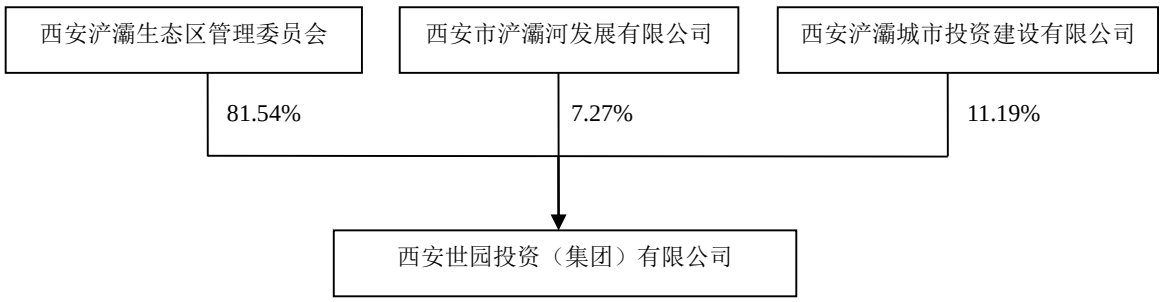
主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券余额（亿元）	2.40
未来待偿债券本金峰值（亿元）	10.50
现金类资产/本年度剩余应到期债券余额（倍）	14.59
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.93
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	-0.80
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.24

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月末），无受限货币资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年末数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

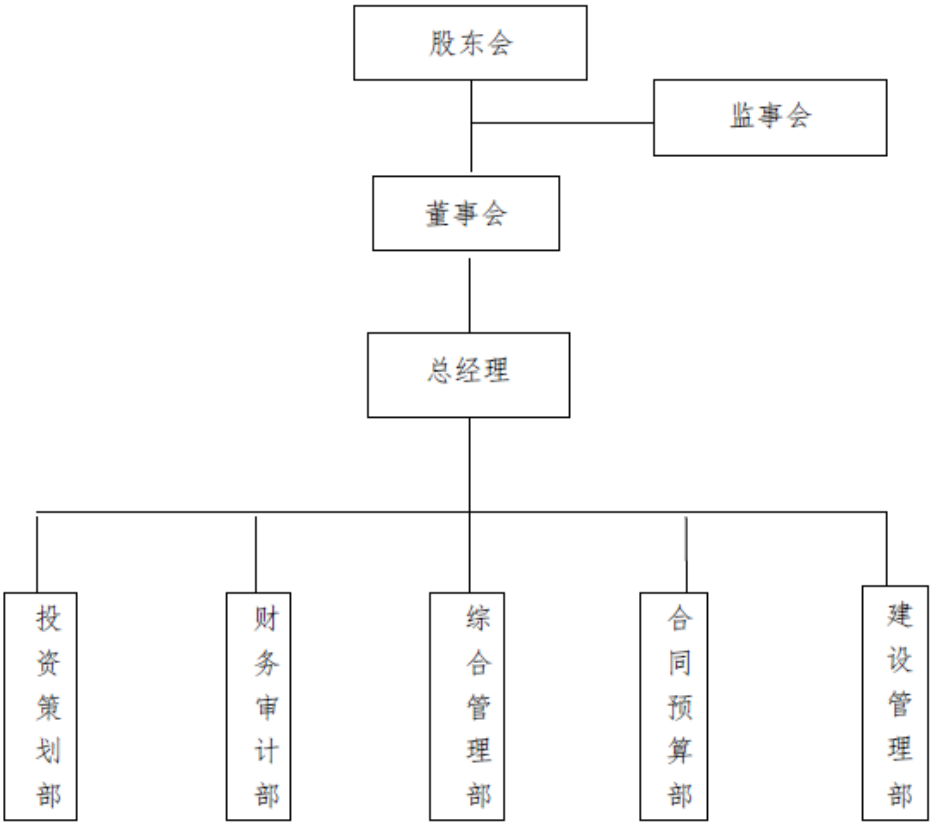
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“19西安世园MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月末公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
1	西安世博园运营管理有限公司	公园管理运营	100.00	投资设立
2	西安世园物业管理有限责任公司	物业管理	100.00	投资设立
3	西安世园园林有限责任公司	园林景观工程	100.00	投资设立
4	西安世园旅游汽车有限公司	出租车公交客运	100.00	投资设立
5	西安灞柳驿酒店有限公司	餐饮住宿	100.00	投资设立
6	西安世园城市开发建设有限公司	建筑市政工程	100.00	投资设立
7	西安世园置业有限公司	房地产开发销售	100.00	投资设立
8	西安世园润盈置业有限公司	房地产开发销售	100.00	投资设立
9	西安世园国际会展管理集团有限公司	会展管理	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 1-4 截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况

被担保公司	担保余额（万元）	担保起始日	担保到期日
西安浐灞发展集团有限公司	15000.00	2020/10/30	2021/10/30
	22000.00	2017/01/05	2021/07/04
	8200.76	2017/05/09	2022/09/29
	24000.00	2019/12/26	2021/12/26
	23300.00	2020/04/29	2021/10/23
	21000.00	2020/05/12	2022/04/22
	15000.00	2020/03/10	2022/03/09
	39400.00	2019/03/29	2022/03/28
	23370.00	2019/04/10	2021/05/30
	19000.00	2020/03/16	2022/03/15
	11000.00	2020/03/27	2022/03/25
	29800.00	2020/06/17	2023/06/15
	49500.00	2020/10/01	2023/09/20
	20000.00	2020/06/30	2022/06/30
	50000.00	2020/08/21	2021/09/26
	30000.00	2021/02/04	2024/02/03
	30000.00	2021/01/21	2024/01/20
	20000.00	2021/02/04	2023/02/03
	67697.21	2020/07/31	2023/07/31
	2711.46	2016/08/30	2021/08/29
	3355.58	2016/07/01	2021/06/30
	14900.00	2021/01/04	2026/01/04
	60000.00	2021/03/16	2026/03/16
合计	**599235.01**	--	--

注：截至报告出具日，上述到期的对外担保均已偿付
资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	28.03	29.05	35.02
资产总额（亿元）	347.31	445.59	480.34
所有者权益（亿元）	138.87	166.40	166.44
短期债务（亿元）	42.90	52.25	55.58
长期债务（亿元）	114.22	129.62	157.63
全部债务（亿元）	157.12	181.87	213.20
营业收入（亿元）	13.45	16.65	1.85
利润总额（亿元）	1.91	1.97	0.18
EBITDA（亿元）	2.38	2.51	--
经营性净现金流（亿元）	6.42	-8.40	-9.82
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.20	0.22	--
存货周转次数（次）	0.15	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	158.22	108.11	183.79
营业利润率（%）	9.84	6.87	0.70
总资本收益率（%）	0.46	0.44	--
净资产收益率（%）	0.98	0.92	--
长期债务资本化比率（%）	45.13	43.79	48.64
全部债务资本化比率（%）	53.08	52.22	56.16
资产负债率（%）	60.01	62.66	65.35
流动比率（%）	228.34	170.69	184.43
速动比率（%）	120.84	84.38	95.28
经营现金流动负债比（%）	7.24	-5.85	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.56	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	0.27	0.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	66.13	72.45	--

注：1. 公司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，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告长期应付款纳入长期债务核算；3. 本报告各年度财务数据均采用年末数；4. 2021 年一季度财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.96	4.66	11.40
资产总额（亿元）	318.22	397.70	430.17
所有者权益（亿元）	132.03	158.68	158.69
短期债务（亿元）	37.85	47.69	49.99
长期债务（亿元）	79.75	90.22	116.04
全部债务（亿元）	117.60	137.92	166.03
营业收入（亿元）	8.25	13.87	1.32
利润总额（亿元）	0.47	0.78	0.07
EBITDA（亿元）	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	5.47	-11.30	-9.52
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.13	0.19	--
存货周转次数（次）	0.12	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	--
现金收入比（%）	168.28	45.11	29.75
营业利润率（%）	1.21	3.55	0.90
总资本收益率（%）	/	/	--
净资产收益率（%）	0.19	0.39	--
长期债务资本化比率（%）	37.66	36.25	42.24
全部债务资本化比率（%）	47.11	46.50	51.13
资产负债率（%）	58.51	60.10	63.11
流动比率（%）	186.04	145.66	163.41
速动比率（%）	101.91	70.16	83.75
经营现金流动负债比（%）	5.59	-8.01	--
现金短期债务比（倍）	0.34	0.10	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司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，这些差异是由于四舍五入造成的；2. “/”表示数据未获得；3. 2021 年一季度母公司财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3　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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“–”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　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 4-3　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

权利与免责声明

1．本报告所列示的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。

2．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。

3．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。

4．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。

5．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。

6．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。