

信用等级公告

联合[2019] 810 号

联合资信评估有限公司通过对西安世园投资（集团）有限公司及其拟发行的西安世园投资（集团）有限公司 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定西安世园投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，西安世园投资（集团）有限公司 2019 年度第一期中期票据的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。



西安世园投资（集团）有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据发行规模：4 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次性还本

募集资金用途：偿还有息负债

评级时间：2019 年 4 月 15 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	26.39	19.72	23.26	40.14
资产总额(亿元)	167.89	166.13	188.23	195.88
所有者权益(亿元)	62.85	61.83	58.92	59.16
短期债务(亿元)	11.72	20.35	19.92	28.59
长期债务(亿元)	60.80	53.71	76.95	72.69
全部债务(亿元)	72.52	74.06	96.87	101.28
营业收入(亿元)	12.68	11.36	11.76	3.88
利润总额(亿元)	1.28	0.93	0.96	0.13
EBITDA(亿元)	1.75	1.38	1.53	--
经营性净现金流(亿元)	1.02	-1.79	-9.66	-1.19
应收类款项/资产总额(%)	39.59	37.75	40.22	27.45
营业利润率(%)	5.50	8.17	7.30	0.62
净资产收益率(%)	1.87	1.08	1.17	--
资产负债率(%)	62.57	62.78	68.70	69.80
全部债务资本化比率(%)	53.57	54.50	62.18	63.13
流动比率(%)	534.88	454.40	495.40	373.24
经营现金流流动负债比(%)	3.60	-5.54	-28.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	41.55	53.77	63.22	--

注：2018 年三季度财务数据未经审计。

分析师

喻宙宏 王 萌

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

评级观点

西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“西安世园”）是西安世园会及灞河右岸基础设施配套建设主体，受西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”或“管委会”）委托，承担世园会会址建设、运营以及周边基础设施、配套设施建设等职能。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司作为浐灞管委会下属的国有企业，具备外部运营环境及政府支持等方面的优势；联合资信同时也关注到公司债务规模较大、收入规模有所下降以及整体盈利能力较弱等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

公司目前经营状况稳定；浐灞生态区经济发展前景良好，未来公司业务规模有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度尚可。考虑到浐灞管委会对公司在资产注入及财政补贴等方面的有力支持，公司对本期中期票据的偿还能力较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 浐灞生态区在西安区域经济发展中具有重要地位，随着浐灞生态区经济的持续发展，财政实力保持稳步增长。浐灞管委会在政府补贴和资产注入方面给与了公司较大的政策支持。
2. 公司自营项目的投产，带动公司租赁等业务收入快速增长，对公司营业收入及利润提供了较大支撑。

关注

1. 公司债务负担重，且在建及拟建项目投资规模大，存在较强的对外融资需求。公司未来债务负担可能进一步加重。
2. 公司营业收入呈下降趋势，同时，受公司主营业务性质影响，公司整体盈利能力仍然较弱。
3. 公司存货和应收款项规模大。其中存货以开发成本和土地资产为主，流动性弱；应收类款项对资金形成较大占用。公司资产质量一般。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

西安世园投资（集团）有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“西安世园”）是由西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”或“管委会”）于 2008 年设立的公司，初始注册资本 3000.00 万元。公司根据有关协议分别于 2008 年、2009 年、2010 年、2015 年及 2018 年获得增资，截至 2018 年底，增资后公司注册资本为 71.52 亿元。其中西安浐灞生态区管理委员会持有公司 61.12 亿元股权，持股比例为 85.46%；西安市浐灞河发展有限公司（以下简称“浐灞河发展”）持有公司 2.40 亿元股权，持股比例为 3.36%；西安浐灞城市投资建设有限公司持有公司 8.00 亿元股权，持股比例为 11.18%。截至 2018 年 9 月底，公司实收资本 53.00 亿元。浐灞管委会为公司实际控制人。

公司经营范围：世园会项目的筹备、建设及运营管理；土地的开发及整理；房地产的开发、销售；物业管理；旅游项目的开发、建设；基础工程及配套设施的建设施工；广告的设计、制作、发布、代理；国内贸易；货物和技术的进出口经营。（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 2018 年 9 月底，公司下属全资及控股子公司 8 家；内设综合管理部、财务审计部、投资策划部、合同预算部及建设管理部 5 个职能部门。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 188.23 亿元，所有者权益 58.92 亿元（含少数股东权益 0.04 亿元）；2017 年公司实现营业收入 11.76 亿元，利润总额 0.96 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 195.88 亿元，所有者权益 59.16 亿元（含少数

股东权益 0.04 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 3.88 亿元，利润总额 0.13 亿元。

公司注册地址：西安市浐灞生态区浐灞大道 1 号浐灞商务中心 7B03-26 室；法定代表人：樊彦平。

二、本期中期票据概况

公司已于 2018 年度注册 10 亿元中期票据，本次计划发行 2019 年度第一期中期票据，计划发行规模 4.00 亿元（以下简称“本期中期票据”），期限为 3 年。本期中期票据按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金用于偿还有息负债。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者

购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个

百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口

总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速

放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

四、行业及区域经济分析

1. 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增

的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表1 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理

	务管理工作的通知》财预【2018】34号	的五个方面,包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中,不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息,严禁与政府信用挂钩的误导性宣传,并应在相关发债说明书中明确,地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任,相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息,实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况,强化风险预警与早期防控。

资料来源:联合资信综合整理

3. 行业发展

目前,中国的城市基础设施建设尚不完善,全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底,中国城镇化率为 58.52%,较 2016 年提高 1.17 个百分点,相较于中等发达国家 80%的城镇化率,中国城镇化率仍处于较低水平,未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下,基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日,中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署,中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。

综上,在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下,随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离,城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来,城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体,其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济环境

公司是浐灞管委会基础设施配套建设主体,受管委会委托,承担浐灞规划区域内的基础设施、配套设施的建设任务。西安市及西安浐灞生态区的社会经济发展状况对公司具有较大影响。

区域经济概况

西安浐灞生态区成立于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和2011西安世界园艺博览会举办地。2011年7月,浐灞生态区经国家环保部批准成为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。

预计到2020年,西安市浐灞生态区人口达到55万人,基本建成集生态、会展、商务、文化、居住等功能为一体的新城区,从而使浐灞生态区成为生态环境优美,人与自然高度和谐,“宜居宜创业”的西安第三代新城。

近年来,浐灞生态区经济总量保持快速增长态势。2016 年,浐灞生态区全区实现地区生产总值 73.95 亿元,按可比增速增长 18.3%。分产业看,第二产业实现增加值 18.51 亿元,增长 41.3%,第三产业(服务业)实现增加值 55.44 亿元,增长 12.1%,三次产业之比为 0:21.3:78.7。

2017 年,浐灞生态区地区生产总值由 2016 年的 73.95 亿元快速增长至 117.45 亿元,按可比增速增长 19.5%。分产业看,第二产业

实现增加值 36.30 亿元，增长 34.6%，第三产业（服务业）实现增加值 81.15 亿元，增长 14.0%，三次产业之比为 0:30.9:69.1。

2017 年，浐灞生态区全年实现固定资产投资 533.36 亿元，同比增长 13.4%。实现民间投资 271.04 亿元，同比增长 12.5%。实现建筑业增加值 35.19 亿元，同比增长 44.5%。消费持续回暖，实现全社会消费品零售总额 129.26 亿元，同比增长 9.3%。服务业快速增长，规上服务业企业营收 15.13 亿元，同比增长 54.1%。房地产产销两旺，房地产投资 230.17 亿元，全年实现商品房销售面积 303.11 万平方米，同比增长 13.6%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司系国有企业，西安浐灞生态区管理委员会持股比例为 85.46%；浐灞河发展持股比例为 3.36%；西安浐灞城市投资建设有限公司持股比例为 11.18%。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本 53.00 亿元，实际控制人为浐灞区管委会。

2. 企业规模与竞争优势

公司是浐灞区基础设施建设的重要主体，在世园园区的综合开发业务方面具有独占性，有着良好的发展前景。

浐灞管委会下设两家基础设施及配套设施建设主体，公司与浐灞河发展承担浐灞生态区规划区域内所有开发建设任务。从业务划分方面看，西安世园承担具体实施灞河右岸整体开发建设及运营任务，同时负责对灞河右岸区域开发建设进行总体策划研究等工作，包括西安世园会园区的综合开发和管理；浐灞河发展主要负责灞河左岸的基础、配套设施建设，如西安浐灞湿地公园、商务中心、半岛中心等项目，大部分代建项目由管委会

直接分配，公司与浐灞河发展在规划区域内不存在明显竞争关系。

3. 人员素质

公司员工整体文化和专业素质较高，高层管理人员具有多年的从业经验，管理能力和管理水平较高。公司管管人员变动未对公司日常经营带来影响。

公司主要高级管理人员共 4 人，包括董事长兼总经理 1 人，副总经理 2 人，纪委书记 1 人。

2017 年 5 月，公司总经理景芳先生正常退休；2017 年 8 月，因政企分离，公司董事长门轩先生职务被免；2017 年 11 月 17 日，经公司股东会决议同意选举樊彦平为法定代表人兼总经理，选举牛天山为董事，免去樊彦平董事职务，免去郭海民董事职务。上述高管人员变动未对公司日常经营带来影响。

樊彦平先生，男，1971 年 2 月出生，中共党员，研究生学历。曾先后担任西安市曲江管委会土地部部长，浐灞生态区管委会三角洲园办副主任，总部经济园办主任。现任公司董事长、总经理。

唐志远先生，男，1963 年 5 月出生，共产党员，本科学历。曾先后担任西安市灞桥区新筑乡政府乡长、西安市水产公司总经理、浐灞生态区管理委员会世园园区管理办公室主任、西安世博园运营管理有限公司法人兼总经理。现任公司董事、副总经理。

李斌先生，男，1970 年 10 月出生，共产党员，本科学历。曾先后担任西安浐灞生态区局长助理、副局长、局长，西安市浐灞河发展有限公司财务审计部部长，现任公司董事、副总经理。

王静女士，女，1976 年 7 月出生，中共党员，研究生。曾担任西安市浐灞河发展有限公司总经办主任，西安浐灞生态区管委会办公室主任。现任公司纪委书记。

截至 2018 年 9 月底，公司拥有在岗员工

202 人。其中硕士及以上学历 33 人（占 16.34%）、大学（含专科）学历 169 人（占 83.66%）；从年龄结构看，30 岁以下 86 人（占 42.57%）、30~50 岁 113 人（占 55.94%）、50 岁以上 3 人（占 1.49%）。

4. 外部支持

随着浐灞生态区经济的持续发展，财政实力保持稳步增长。公司作为世园会及浐灞区内重要的基础设施承建主体，浐灞管委会在政府补贴和资产注入方面给与了公司较大的政策支持。

西安浐灞生态区财政是西安市财政的组成部分，财政收入纳入市本级收入。根据西安市浐灞生态区财政局提供的数据，浐灞生态区地方财政总收入由一般预算收入、基金收入及上级补助收入构成。

2015~2018 年，浐灞生态区一般预算收入不断增长。2018 年，浐灞生态区完成一般预算收入 35.82 亿元，较上年底增长 1.59%。其中税收收入 31.99 亿元，非税收入 3.83 亿元。同期，浐灞生态区完成国有土地使用权出让收入 105.66 亿元，同比大幅增长。整体看，浐灞区财政实力保持稳步增长，财政实力较强。

整体看，浐灞区财政实力保持稳步增长，财政实力较强。

股东注资

自公司成立以来，浐灞管委会、浐灞发展及西安浐灞城市投资建设有限公司（以下简称“浐灞城投”）不断对公司进行注资，以补充资本金。截至 2018 年底，管委会等公司股东对公司以实物注资合计 397080 万元，其中注入土地资产 1904.66 亩，评估价值 327051 万元；货币注资合计 318070 万元。

表 2 公司股东注资情况（单位：万元）

年份	股东	实物增资	货币增资	合计
2008/05	注册	--	3000	3000

	资本			
2008/09	管委会	生态区部分在建工程 35000 万元	2000	37000
	浐灞发展	西安市浐灞广运潭实业有限公司股权 9879 万元	121	10000
2009/07	管委会	广运潭项目资产 56000 万元	--	56000
	浐灞发展	--	14000	14000
2010/09	管委会	生态区土地 645.93 亩 119189 万元	811	120000
2010/12	管委会	生态区土地 1258.73 亩 207862 万元	2138	210000
2015/12	浐灞城投	--	80000	80000
	管委会	--	75000	75000
2018/12	管委会	以西安金融控股有限公司股权和西安浐灞国际会展有限责任公司股权出资 60150 万元	60150	60150
	管委会	--	50000	50000
合计	--	397080	318070	715150

资料来源：公司提供。

注：2012 年，西安市浐灞广运潭实业有限公司更名为西安世园城市开发建设有限公司。

政府补贴

为支持公司发展，浐灞管委会在多方面对公司给予了财政补贴。2015~2017 年以及 2018 年 1~9 月，公司分别收到财政补贴 1.50 亿元、0.85 亿元、0.20 亿元和 0.73 亿元。公司 2017 年获得“其他收益”0.97 亿元，其中土地收储收入 0.77 亿元。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10610111013428706），截至 2019 年 4 月 2 日，公司无未结清不良信贷信息记录，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

和长安信用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。公司既往履约情况良好。

截至 2019 年 4 月 4 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了完整的法人治理结构和系统的经营管理制度，对子公司实施较为紧密的监管，项目投资和监管严格按照各项规定进行。

1. 法人治理结构

公司出资人为浐灞管委会、浐灞发展以及浐灞城投，是按照现代企业制度和《中华人民共和国公司法》组建的国有公司。

公司设立股东会，由全体股东组成，是公司最高权力机构。设立董事会，董事会由 3 人组成，董事由股东会选举（股东委派）产生。董事每届任期 3 年，任期届满，连选可以连任。董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生。设总经理 1 人，由董事会决定聘任或者解聘，对董事会负责，主要主持公司生产经营管理工作，目前公司总经理由董事长兼任。公司设监事会，设监事 5 名，其中职工监事人数不少于三分之一，监事会主席由股东任命。监事任期每届为 3 年，任期届满，连选可以连任。

2. 管理水平

截至 2018 年 9 月底，公司内设综合管理部、财务审计部、投资策划部、合同预算部及建设管理部 5 个职能部门。为规范公司运作，确保国有资产安全和保值增值，公司制定了一系列管理制度。

预算管理方面，为规范各部门及各子公司的预算行为，公司制定了预算管理制度。公司预算管理是按照公司确定的年度经营目标、逐步分解，下达到公司内部各个经营单

位，以一系列的预算、控制、协调、考核为内容，将各个单位经营目标同集团公司战略发展目标联系起来。预算管理委员会是实施预算管理的最高管理机构，具体处理预算管理事宜，确保公司预算管理实施的权威性、科学性和规范性。预算管理委员由公司高管、集团财务审计部预算负责人员、投资策划部计划负责人员及综合管理部考评负责人员组成。

资金管理方面，为了加强对公司货币资金的内部控制和管理，保证货币资金的安全，根据《中华人民共和国会计法》和《内部会计控制规范—货币资金》等法律法规，公司制定了资金管理制度，其中主要包含资金计划管理、资金筹集制度、项目融资管理、资金收入制度、资金使用制度、资金报告制度等重要管理细则。

子公司管理方面，公司制定了《世园集团母子公司管理办法》。管理办法中，明确了集团母公司的管理思路，确立了以集团母公司为战略运营、资本运作、管理服务、风险控制中心以及子公司为运营主体的管理模式。同时，公司设定了对于子公司经营集团内业务进行适当集权管理，对于子公司自行获得的市场化业务进行分权管理的基本管理原则。

除上述重大管理制度外，为推进公司向企业化、市场化转型，公司制定了较为完善的《权责体系设计管理办法》，即公司管理大纲。大纲中，公司将 5 大职能部门的管理职责细分为三级，逐级渗透，有效加强了各部门的管理能力。目前，该体系已作为集团公司各项管理工作的指导性文件。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是西安浐灞区重要的基础设施建设主体。近年来，公司代建业务收入逐步下降，

但公司在建拟建项目规模大，该板块业务持续性较好；公司积极开展自营业务，自营业务收入将对公司整体收入规模带来有力支撑。

2015~2017年，公司实现营业收入分别为12.68亿元、11.36亿元和11.76亿元，呈现下降趋势，主要是代建工程收入减少所致。

2017年，公司代建工程收入为6.08亿元，占营业收入的比重为51.73%；园区运营收入1.05亿元，占营业收入的比重为8.97%；其他收入为1.63亿元，较上年有所提升。

毛利率方面，公司一般按照每年支付工程款总额的7%左右提取代建管理费，但受部分安置房采用定价合同建设，因此公司代建业务毛利率有所波动。受土地出让收入毛利率较高影响，2017年整体毛利率较上年提升1.24个百分点，为10.12%。

2018年1~9月，公司实现营业收入3.88亿元，毛利率为3.35%。

表3 公司2015~2017年及2018年1~9月营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1-9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
园区运营收入	0.92	7.27	10.42	0.85	7.48	25.95	1.05	8.97	30.48	0.45	11.72	15.56
代建代管工程收入	10.60	83.61	6.54	9.18	80.81	7.04	6.08	51.73	4.44	2.61	67.26	1.92
转让土地使用权	--	--	--	--	--	--	2.99	25.47	17.06	-	-	-
其他收入	1.16	9.12	23.44	1.33	11.71	10.67	1.63	13.83	4.29	0.82	21.02	1.22
合计	12.68	100.00	8.36	11.36	100.00	8.88	11.76	100.00	10.12	3.88	100.00	3.35

资料来源：公司提供。

2. 业务经营分析

代建工程业务

由于浐灞区内世园会会址及周边基础设施建设业务基本完成，公司近年来代建业务收入规模逐渐减少，但考虑到公司在建拟建项目规模较大，该板块业务持续性较好。

自公司成立以来，一直以世园会会址及周边基础设施建设为主要经营业务。按照与管委会及浐灞生态区土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订的相关代建协议进行工程代建。

公司代建工程业务模式分为两种，模式一：根据公司与土储中心签订的《2011 西安世园会会址及基础配套工程委托代建合同书》，公司对世园会会址及周边基础设施配套项目进行代建，土储中心以项目工程财务决算金额的7%向公司支付代建管理费，当期代建工程投入及代建管理费经业主单位审核确认后按季度计取并支付。公司按照业务单

位审定的工程进度来确认代建工程成本，并加计7%作为代建管理费，上述两项之和为代建工程收入。

模式二：根据公司与土储中心签订的《西安浐灞生态区集中配建廉租房项目委托建设协议书》，土储中心委托公司对廉租房项目进行代建，建设资金（建成的廉租房建筑面积*3700元/平方米+建设补助资金）由土储中心按约定拨付给公司。公司按照工程进度对应的建设资金确认为代建工程收入，并结转相应的成本为代建工程成本。

2015~2017年，公司实现代建工程收入分别为10.60亿元、9.18亿元和6.08亿元，呈快速下降趋势，主要是由于世园会会址及基础配套项目结算规模降低所致。由于土储中心支付款项进度较慢，公司代建项目资金回笼情况较差，2017年公司收现比为56.48%，较上年上涨18.33个百分点。2017年公司代建工程毛利率下降至4.44%，主要系公司2017

年确认收入的浐灞廉租房项目占比较大，该部分收入毛利率相对较低。由于公司代建业务大部分于年底结算收入，因此 2018 年 1~9 月，公司代建业务收入规模较小，实现收入 2.61 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司主要在建项目计划总投资 16.30 亿元，已投资 13.73 亿元，

后续尚需投资 2.57 亿元；此外，公司还将继续承接浐灞区内的基础设施建设业务以及安置房建设业务，目前公司拟建项目 4 个，预计总投资 37.44 亿元。整体看，公司投资金额较大，面临一定资金压力。

表 4 截至 2018 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	截至 2018 年 9 月底累计投资	资金来源		拟竣工时间	未来投资金额	
			贷款	自筹		2018 年 9~12 月	2019 年
浐灞廉租房项目	10.00	7.82	0.00	10.00	2019 年 12 月	2.18	--
郭渠村安置房建设项目	4.29	3.95	3.00	1.29	2019 年 5 月	0.34	--
灞桥堡村安置房建设项目	0.60	0.55	0.42	0.18	2020 年 3 月	--	--
灞河河道（广运潭段）综合治理建设工程	1.41	1.41	0.42	0.99	2020 年 3 月	--	--
合计	16.30	13.73	3.84	12.46	--	2.52	--

资料来源：公司提供。

表 5 截至 2018 年 9 月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	资金来源		拟竣工时间	未来投资金额				
		贷款	自筹		2018 年 10~12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
北牛寺安置房	7.00	4.50	2.50	2020 年 12 月	0.00	2.50	2.50	2.00	--
东方红安置房	7.00	4.50	2.50	2020 年 12 月	0.03	2.30	2.50	2.17	--
灞河右岸道路基础设施建设项目	21.94	15.36	6.58	2019 年 12 月	18.42	3.52	--	--	--
宋城项目周边基础设施配套工程	1.50	1.00	0.50	2019 年 6 月	1.00	0.50	--	--	--
合计	37.44	25.36	12.08	--	19.45	8.82	5.00	4.17	--

资料来源：公司提供。

园区运营业务

公司园区运营收入包括园区管理收入和园区租赁收入两部分。近年来，随着公司自营项目的投产，公司租赁收入快速增长，对公司营业收入及利润提供了较大支撑。

公司园区运营管理业务分为租赁收入和管理收入。园区租赁收入主要是园区房屋、设备租赁所产生的收入，园区管理收入即浐灞管委会委托公司管理、维护世园会所产生的收入。

根据公司与浐灞管委会签订的委托协议，公司负责世园会项目的宣传、策划、组织实施

及会期结束后的管理维护工作，园区管理维护所产生的成本由浐灞生态区管委会审核后确认，公司在核定成本的基础上加计一定比例的费用确认为园区管理收入。2015~2017年，公司实现园区运营收入分别为0.92亿元、0.85亿元和1.05亿元；同期，公司园区运营业务毛利率分别为10.42%、25.95%和30.48%，2016年起有所提升主要原因是毛利率较高的园区租赁收入占比上升所致。随着公司自营项目逐步投入运营，2018年1~9月公司园区运营收入0.45亿元，但受到房

屋修缮维护成本增加影响，该板块毛利率下降至15.56%。

截至2018年9月底，公司在建自营项目共计2个，总投资15.50亿元，截止2018年9月底已完成投资10.50亿元。同期，公司拟建自营项目

共计3个，总投资30.40亿元，公司未来自营项目投资规模大，公司或将面临一定的资金压力，随着西安市浐灞生态区内的重大项目完工，以及片区逐渐成熟，公司自营业务未来收入规模有望进一步增长。

表6 截至2018年9月底公司在建及拟建自营项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已完成投资额	资金来源		项目性质	预计竣工时间	未来投资金额		
			贷款	自筹			2018	2019	2020
丝路国际创意梦工厂（一期）项目	8.00	7.90	--	8.00	在建项目	2019.12	0.10	--	--
世园樾府项目	7.50	2.60	3.80	3.70	在建项目	2020.12	0.28	2.32	2.30
自贸商务中心	16.80	--	9.80	6.00	拟建项目	2020.7	3.95	6.10	6.75
滨河酒店项目	7.60	--	4.06	3.54	拟建项目	2019.7	2.97	4.63	--
宋城项目	6.00	--	4.20	1.80	拟建项目	2019.5	2.00	4.00	--
合计	45.90	10.50	21.86	23.04	--	--	9.30	17.05	9.05

资料来源：公司提供。

其他业务

公司其他业务主要为土地转让和交通运输等，随着浐灞区的发展，公司其他业务收入规模也在不断增长；公司土地出让业务为偶然性收入，不具有持续性。

2015~2017年其他业务收入分别为1.16亿元、1.33亿元和1.63亿元。2018年1~9月，公司实现其他业务收入0.82亿元。

交通运输业务方面，由子公司西安世园旅游汽车有限公司（以下简称“旅游汽车公司”）负责，包括出租车营运业务和公交运输业务两部分。旅游汽车公司成立于2011年，主要在西安市范围内开展出租车运营、公交运输等业务。其中公交运输业务为2016年新增业务。截至2017年底，旅游汽车公司共拥有出租车300辆；公交线路6条、公交车71辆。

土地出让方面，公司2017年产生土地出让收入2.99亿元，主要为公司2013年转让的土地产生的收入，但此前未完成相关证书的办理，因此无法确认收入。公司2017年已处理完相关

手续，因此确认该部分收入。截至2017年底，公司待售土地面积（反映在存货中）合计2137.28万平方米，账面余额39.62亿元。未来几年，公司拟采取合作开发模式以实现土地开发利用的价值最大化或依据土地市场行情择机进行转让以获取收益。公司土地出让业务不具有持续性。

3. 未来发展

公司未来仍将以代建业务和园区运营业务为主。公司目前拟建项目较多，预计未来公司自营业务能持续给公司营业收入带来较大贡献，公司主营业务的持续性较好。

根据公司及浐灞生态区未来规划，公司将大力发展以世园会为核心的复合型旅游产业，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、地产开发为主的生态休闲聚集区。公司未来还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。同时，根据浐灞管委

会的发展规划，公司还将承建西安“三中心”大型会议场馆项目，该项目投资规模大，公司未来主营业务的持续性较好。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年度财务报表，希格玛会计师事务所有限公司对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2018年三季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2015年，公司合并范围新增1家子公司，对公司财务数据影响小。2016~2018年9月，公司合并范围未发生变动。

截至2017年底，公司合并资产总额188.23亿元，所有者权益58.92亿元（含少数股东权益0.04亿元）；2017年公司实现营业收入11.76亿元，利润总额0.96亿元。

截至2018年9月底，公司合并资产总额195.88亿元，所有者权益59.16亿元（含少数股东权益0.04亿元）；2018年1~9月，公司实

现营业收入3.88亿元，利润总额0.13亿元。

截至2017年底，公司母公司资产总额162.20亿元，所有者权益59.62亿元；2017年公司母公司实现营业收入8.45亿元，利润总额0.79亿元。

截至2018年9月底，公司母公司资产总额192.79亿元，所有者权益59.73亿元，受子公司未分配利润为负影响，母公司所有者权益规模大于合并范围所有者权益规模；2018年1~9月，公司母公司实现营业收入1.09亿元，利润总额0.11亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模有所增长，资产中应收类款项以及存货占比较大，应收账款回款情况受泸瀾区管委会以及土储中心影响较大。公司资产流动性较差，资产质量一般。

2015~2017年，公司资产总额波动增长，年均复合增长5.88%。2017年底，公司合并范围资产总额188.23亿元，同比增长13.30%。主要系应收账款和其他应收款增长所致。公司资产以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年		2016年		2017年		2018年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	26.39	15.72	19.72	11.87	23.26	12.36	40.14	20.49
应收账款	48.12	28.66	52.78	31.77	60.46	32.12	52.96	27.04
其他应收款	18.36	10.93	9.94	5.98	15.25	8.10	0.81	0.41
存货	57.32	34.14	62.19	37.43	65.14	34.61	73.81	37.68
流动资产合计	151.84	90.44	146.93	88.44	166.60	88.51	170.16	86.87
可供出售金融资产	8.00	4.76	8.00	4.82	8.00	4.25	8.00	4.08
固定资产	4.95	2.95	6.72	4.05	9.17	4.87	8.81	4.50
非流动资产合计	16.05	9.56	19.20	11.56	21.63	11.49	25.71	13.13
资产合计	167.89	100.00	166.13	100.00	188.23	100.00	195.88	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理。

2015~2017年，公司流动资产波动增长，年均复合增长4.75%。2017年底，公司流动资产166.60亿元，同比增长13.38%，以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。

截至2017年底，公司货币资金23.26亿元，主要是银行存款，且不存在抵押、质押及其他使用受限的情形。

2015~2017年，公司应收账款不断增长，年

均复合增长 12.09%。2017 年底，公司应收账款为 60.46 亿元，同比增长 14.54%。公司应收账款主要为应收浐灞区土储中心和浐灞管委会的工程款，分别占 93.59%和 6.41%；坏账风险很小，但其资金拨付效率在很大程度上影响了公司资金使用效率。

2015~2017 年，公司其他应收款波动中有所下降，年均复合下降 8.85%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 15.25 亿元，同比增长 53.47%，主要为往来款，按欠款单位看，前 5 名单位占应收账款总额的比重为 92.79%，欠款方主要为浐灞区政府部门及相关单位，集中度高。

2015~2017 年，公司存货有所增长，年均复合增长 6.60%。截至 2017 年底，公司存货 65.14 亿元，较上年增加 4.74%，主要是开发成本和待售土地。公司待售土地账面价值 39.62 亿元。其中 4.92 亿元已经用于抵押；开发成本主要为公司已开发土地和在建项目等工程。

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 16.09%。2017 年底，公司非流动资产为 21.63 亿元，同比增长 12.67%，主要系固定资产增长所致。从构成上看，公司非流动资产主要由可供出售金融资产和固定资产构成。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产保持稳定为 8.00 亿元，为持有的西安市浐灞河发展有限公司的股权，近年来未发生变化。

2015~2017 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 36.03%。截至 2017 年底，公司固定资产为 9.17 亿元，同比大幅增长 36.32%，主要为房屋及建筑物。

2017 年，公司应收类账款占公司总资产比重为 40.22%，同比上升 2.47 个百分点；应收类账款以应收账款为主，对公司资产形成较大占用。

2018 年 9 月，公司资产总额 195.88 亿元，较 2017 年底增长 4.06%，整体变动较小。截

至 2018 年 9 月底，公司货币资金 40.14 亿元，较 2017 年底增长 17.92%，货币资金中暂不存在受限资金；公司应收账款较 2017 年底有所下降为 52.96 亿元，应收账款构成较上年底未发生重大变化，仍为应收浐灞区土储中心和浐灞管委会的工程款；公司其他应收款较上年底大幅减少，为 0.81 亿元，主要构成为公司与融资租赁公司的押金；公司存货较 2017 年底有所增长至 73.81 亿元，存货构成较上年底变动不大，仍为开发成本和待售土地。同期，公司非流动资产略有增长至 25.71 亿元，主要系公司追加对西安丝路国际会展中心有限公司投资 4.50 亿元引起的长期股权投资变动所致。公司非流动资产规模及结构较 2017 年底变动不大。

截至 2018 年 9 月底，公司资产中受限资产共计 2.40 亿元，为公司借款时抵押的土地使用权。公司资产受限比例较小。

3. 资本构成

所有者权益

近年来，公司所有者权益仍以实收资本为主，规模有所下降，系公司偿还其他权益工具所致。公司所有者权益稳定性好。

2015~2017 年，公司所有者权益有所下降，年均复合下降 3.18%。截至 2017 年底，公司所有者权益为 58.92 亿元，较上年下降 3.18%，其中实收资本占 89.95%、未分配利润占 8.16%。2017 年公司所有者权益下降主要系公司偿还了其他权益工具中的优先股 3.60 亿元，其余权益规模与结构基本保持稳定。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益 59.16 亿元，构成上与 2017 年底基本一致。

负债

近年来，由于公司项目投资建设规模较大，公司债务规模呈增长趋势，债务结构以长期债务为主，公司整体债务负担重。考虑到公司主营业务的投资需要，公司未来债务负担可能进一步加重。

2015~2017 年，公司负债总额波动增长，年

均复合增长 10.95%。截至 2017 年底，公司负债总额 129.31 亿元，较上年增长 23.97%，主

要系长期借款增加所致。公司负债以非流动负债为主。

表8 公司主要负债及所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	5.93	5.65	6.88	6.60	7.47	5.78	6.27	4.58
其他应付款	8.75	8.33	2.61	2.50	4.01	3.10	7.85	5.75
一年内到期的非流动负债	11.62	11.07	20.35	19.52	19.92	15.41	28.59	20.91
流动负债合计	28.39	27.02	32.34	31.00	33.63	26.01	45.59	33.35
长期借款	27.80	26.47	23.71	22.73	52.75	40.80	25.88	18.93
应付债券	33.00	31.42	30.00	28.76	24.20	18.72	46.81	34.24
长期应付款	15.63	14.88	18.02	17.27	18.48	14.29	18.19	13.31
非流动负债合计	76.66	72.98	71.97	69.00	95.68	73.99	91.12	66.65
负债总额	105.04	100.00	104.30	100.00	129.31	100.00	136.71	100.00
实收资本	53.00	84.33	53.00	85.72	53.00	89.95	53.00	89.58
未分配利润	5.26	8.36	4.18	6.76	4.81	8.16	4.98	8.42
其他权益工具	3.60	5.73	3.60	5.82	--	--	--	--
所有者权益合计	62.85	100.00	61.83	100.00	58.92	100.00	59.16	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理。

2015~2017 年，公司流动负债有所增长，年均复合增长 8.84%。2017 年底，公司流动负债 33.63 亿元，同比增长 4.00%。公司流动负债以应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

2015~2017 年，公司应付账款呈现不断增长趋势，年均复合增长 12.20%。2017 年，公司应付账款 7.47 亿元，同比增长 8.52%。公司应付账款主要为公司欠施工单位尚未结算的工程款。

2015~2017 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 32.30%。公司其他应付款 4.01 亿元，同比增长 53.96%，主要为应付相关单位的往来款和保证金。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 19.92 亿元，较上年有所下降，其中，一年内到期的长期借款 7.42 亿元，一年内到期的应付债券 5.40 亿元，一年内到期的长期应付款 7.10 亿元。

2015~2017 年，公司非流动负债波动增长，

年均复合增长 11.72%。公司非流动负债 95.68 亿元，同比上涨 32.95%，主要系公司长期借款大幅度上涨所致。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 37.75%。截至 2017 年底，公司长期借款 52.75 亿元，同比增长 122.53%，其中，信用借款 29.66 亿元，保证借款 18.59 亿元，质押借款 4.50 亿元。

2015~2017 年，公司应付债券不断下降，年均复合下降 14.37%，2017 年底为 24.20 亿元，同比下降 19.33%，主要为企业债券、中期票据及非公开定向债务融资工具。

2015~2017 年，公司长期应付款有所增长，年均复合增长 8.75%，2017 年底为 18.48 亿元，较上年基本保持稳定，公司长期应付款主要为融资租赁借款。

2015~2017 年，公司全部债务波动增长，2017 年底为 96.87 亿元，同比增长 30.80%，其中长期债务占 79.44%，短期债务占 20.56%，公司债务以长期债务为主。受长期借款大幅度增加影响，

公司资产负债率为68.70%，较上年上升5.92个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至62.18%和56.64%。若考虑到长期应付款中的有息债务，公司2017年调整后全部债务为115.35亿元，较上年增长25.28%，其中调整后长期债务占82.73%；公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为66.19%和61.83%，较上年分别增长6.36和8.13个百分点。

截至2018年9月底，公司负债总额136.71亿元，较上年底增长5.73%。公司负债仍以非流动负债为主。截至2018年9月底，公司应付账款较2017年底下降16.07%至6.27亿元，主要系支付工程款所致；公司其他应付款快速增长95.82%至7.85亿元，主要系公司应付与其他单位的往来款规模增加；一年内到期非流动负债增长43.50%至28.59亿元。同期，公司非流动负债有所下降，截至2018年9月底为91.12亿元，下降主要系公司偿还部分长期借款以及调整部分长期债务至一年内到期非流动负债所致。公司长期借款快速下降，2018年9月底为25.88亿元；受公司发行中期票据以及非公开定向债务融资工具影响，公司应付债券快速增长至46.81亿元。

截至2018年9月底，公司全部债务101.28亿元，较2017年底略有增长。若考虑到长期应付款中的有息债务，公司2018年9月底调整后全部债务为119.47亿元，较上年底增长3.57%，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为69.80%、66.88%和60.57%，公司债务负担重。

债务分部方面，公司2019~2021年分别需要偿还债务32.01亿元、28.89亿元和41.90亿元。公司将在2021年达到偿债高峰，届时公司将面临较大的资金筹措压力。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动中有所下降，随着公司自营业务的开展，公司盈利能力有所

增强，但公司整体盈利能力仍较弱。

近三年，公司营业收入波动中有所下降，年均复合下降3.72%。2017年，公司营业收入为11.76亿元，较上年上涨3.51%；同期，公司营业成本上涨至10.57亿元；2015~2017年，公司营业利润率5.50%、8.17%和7.30%，2017年有所下降，主要系营业税金及附加费用增长所致。

从期间费用看，2015~2017年，公司期间费用占营业收入的比重分别为6.95%和7.06%和6.94%。2017年，公司期间费用以管理费用和财务费用为主，期间费用0.82亿元，较上年基本保持稳定。总体看，公司期间费用控制能力尚可。

2015~2017年，公司实现利润总额分别为1.28亿元、0.93亿元和0.96亿元。同期，公司收到的政府补助分别为1.52亿元、0.86亿元和0.20亿元，2017年，公司“其他收益”中另有0.77亿元土地收储收入。政府财政补贴对公司利润形成一定补充，公司利润总额对财政补贴依赖程度较强。

从盈利指标方面看，2017年公司总资本收益率略微下降为0.44%，净资产收益率有所增长，为1.17%。受公司主营业务性质影响，公司整体盈利能力仍然处于较弱水平。

2018年1~9月，公司实现营业收入和利润总额分别为3.88亿元和0.13亿元，公司营业利润率为0.62%。同期，公司收到政府补贴0.73亿元。

5. 现金流

近年来，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖项目建设支出。为满足偿还债务以及未来项目建设的投资需要，公司筹资活动产生的现金流规模呈扩大趋势。

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合下降8.09%；2017年，公司经营活动现金流入量为7.29亿元，同比下降28.54%，主要系往来款规模减少所致。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为6.64亿元。2015~2017年，公司经营活动现金流出波

动下降, 2017 年, 公司经营活动现金流出量为 16.95 亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金 10.18 亿元, 较上年略微下降 1.50%, 主要为支付的工程款。公司收到、支付其他与经营活动有关的现金主要为与浐灞管委会及土储中心等单位的往来款。2015~2017 年, 公司经营活动现金流量净额分别为 1.02 亿元、-1.79 亿元和 -9.66 亿元。2015~2017 年, 公司现金收入比分别为 61.98%、38.15% 和 56.48%, 公司收入实现质量波动下降, 2017 年较上年上涨 18.34 个百分点, 公司收入实现质量略有好转。

投资活动方面, 近三年公司投资活动现金流入规模相对较小, 主要为投资活动现金流出。其中, 2015 年, 公司投资活动现金流量净额为 -8.25 亿元, 主要为公司对西安市浐灞河发展有限公司投资 8 亿元, 反映在“可供出售金融资产”和“投资支付的现金”。2017 年公司投资活动现金流出为 2.15 亿元, 主要系公司与成都华润置业集团等公司合资成立丝路会展公司投资所致, 公司持股 30%。近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -8.25 亿元、-1.46 亿元和 -2.15 亿元。

筹资活动方面, 2015~2017 年, 公司筹资活动现金流入快速下降, 三年分别为 48.15 亿元、23.49 亿元和 47.30 亿元。现金流入主要为公司各种融资活动取得的有息借款。同期, 筹资活动现金流出主要是偿还债务及利息等支付的现金, 三年分别为 40.36 亿元、26.91 亿元和 31.95 亿元。2015~2017 年, 公司筹资活动现金净流量分别为 7.79 亿元、-3.42 亿元和 15.35 亿元。

2018 年 1~9 月, 公司经营活动现金流入量和净流量分别为 13.57 亿元和 -1.19 亿元, 现金流规模较大, 主要系公司建设投入资金规模增大以及收回工程款项所致。投资活动方面, 公司投资活动现金流规模仍然较小, 主要以购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.84 亿元为主, 2018 年 1~9 月筹资活动产生的净流量为 24.41 亿元, 主要为公司取得的有息借款产

生的现金流以及偿还债务本息支付的现金。公司现金收入比为 297.12%。

6. 偿债能力

相对于短期债务规模, 公司现金类资产相对充裕, 公司短期债务支付能力尚可; 由于公司有息债务规模快速增长, 长期偿债能力弱, 但考虑到股东对公司的支持力度较大, 且间接融资渠道畅通, 公司整体偿债风险很小。

从短期偿债能力看, 2015~2017 年, 公司流动比率和速动比率均呈波动下降态势, 2017 年底分别为 495.40% 和 301.70%。近三年, 公司经营现金流动负债比分别为 3.60%、-5.54% 和 -28.73%, 公司经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。

截至 2018 年 9 月底, 公司现金类资产 40.14 亿元, 为 2018 年 9 月底公司短期债务的 1.40 倍, 现金类资产对公司短期债务的覆盖程度尚可。

从长期偿债能力看, 2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 1.75 亿元、1.38 亿元和 1.53 亿元, 调整后全部债务/EBITDA 分别为 50.50 倍、66.85 倍和 75.28 倍, EBITDA 对全部债务的保护能力弱。考虑到公司股东对公司的大力支持, 公司自身整体偿债能力很强。

截至 2018 年底, 公司获得银行授信额度为 160.75 亿元。其中已使用授信额度 83.05 亿元、未使用额度为 77.70 亿元, 公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底, 公司对外担保余额 24.61 亿元, 相当于 2018 年 9 月底净资产的 41.60%; 担保对象为西安市浐灞河发展有限公司, 系浐灞管委会下属国有企业, 目前其经营状况良好, 并且与公司有互保措施。公司担保比率较高, 但或有负债风险小。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期拟发行中期票据 4.00 亿元, 相当于

2017年底公司调整后全部债务和调整长期债务的3.47%和4.19%，本期中期票据发行对公司现有债务影响较小。

假设本期中期票据于2019年发行，以公司2017年底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整长期债务资本化比率将分别上升至69.35%、66.95%和62.79%。考虑到本期中期票据全部募集资金将用于偿还有息负债，本期中期票据发行后，公司债务负担将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为24.89亿元、10.20亿元和7.29亿元，分别为本期中期票据发行金额的6.22倍、2.55倍和1.82倍；公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的0.44倍、0.34倍和0.38倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据发行额度覆盖程度尚可，EBITDA对本期中期票据的覆盖能力弱。

十、结论

公司是西安浐灞生态区管理委员会下属的国有公司之一。作为西安世园会会址及周边配套基础设施运营及建设的重要主体，公司获得了政府在资产注入、财政补贴等方面大力支持。但受以代建业务为主要运营模式影响，公司整体收益水平较低。

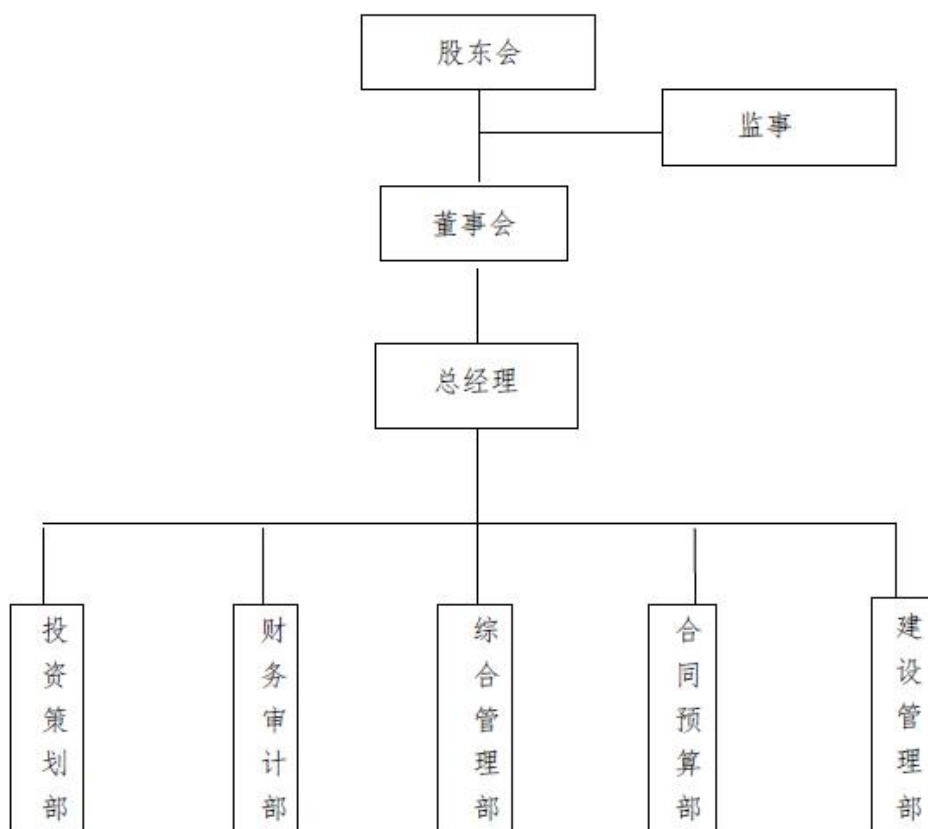
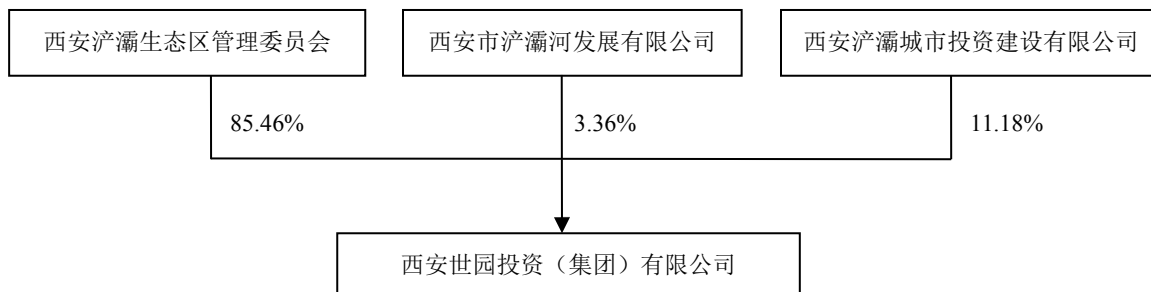
公司经营状况良好，自营业务产生的收入对公司整体收入规模形成较大的支撑。公司资产以流动资产为主，但流动资产中应收类款项及存货占比较高，资产流动性差，整体资产质量一般；公司未来在建及拟建项目投资金额较大，将加重公司的债务负担。

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据发行额度覆盖程度尚可。考虑浐灞管委会对公司在资产注入及财政补贴等方面的有力支持，有助于支撑公司对本期中期票据的

偿还能力。

综上所述，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2018 年底公司股权结构图及组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.39	19.72	23.26	40.14
资产总额(亿元)	167.89	166.13	188.23	195.88
所有者权益(亿元)	62.85	61.83	58.92	59.16
短期债务(亿元)	11.72	20.35	19.92	28.59
长期债务(亿元)	60.80	53.71	76.95	72.69
调整后长期债务(亿元)	76.43	71.72	95.43	90.88
全部债务(亿元)	72.52	74.06	96.87	101.28
调整后全部债务(亿元)	88.15	92.08	115.35	119.47
营业收入(亿元)	12.68	11.36	11.76	3.88
利润总额(亿元)	1.28	0.93	0.96	0.13
EBITDA(亿元)	1.75	1.38	1.53	--
经营性净现金流(亿元)	1.02	-1.79	-9.66	-1.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.53	0.23	0.21	--
存货周转次数(次)	0.20	0.17	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	61.98	38.15	56.48	297.12
应收类款项/资产总额(%)	39.59	37.75	40.22	27.45
营业利润率(%)	5.50	8.17	7.30	0.62
总资本收益率(%)	0.91	0.51	0.44	--
净资产收益率(%)	1.87	1.08	1.17	--
长期债务资本化比率(%)	49.17	46.48	56.64	55.13
调整后长期债务资本化比率(%)	54.87	53.70	61.83	60.57
全部债务资本化比率(%)	53.57	54.50	62.18	63.13
调整后全部债务资本化比率(%)	58.38	59.83	66.19	66.88
资产负债率(%)	62.57	62.78	68.70	69.80
流动比率(%)	534.88	454.40	495.40	373.24
速动比率(%)	332.96	262.07	301.70	211.35
经营现金流动负债比(%)	3.60	-5.54	-28.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	41.55	53.77	63.22	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	50.50	66.85	75.28	--

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务；公司 2018 年第三季度财务数据未经审计。

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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 西安世园投资（集团）有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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。

西安世园投资（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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

西安世园投资（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对西安世园投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，西安世园投资（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西安世园投资（集团）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现西安世园投资（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对西安世园投资（集团）有限公司或本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。

如西安世园投资（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西安世园投资（集团）有限公司或本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西安世园投资（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。