信用等级公告

联合〔2020〕2201 号

联合资信评估有限公司通过对西安世园投资（集团）有限公司主体及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，维持“18 西安世园 MTN001”“19 西安世园 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

西安世园投资（集团）有限公司
2020 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
西安世园投资（集团）有限公司	AA	稳定	AA	稳定
18 西安世园 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19 西安世园 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 西安世园 MTN001	6 亿元	6 亿元	2021/06/29
19 西安世园 MTN001	4 亿元	4 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：2020 年 7 月 15 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

评级观点：

西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”）下属国有企业，是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。跟踪期内，公司在浐灞生态区仍保持业务专营性，并在资本金注入和财政补贴方面持续获得股东的大力支持，公司自营性商业项目开始产生收入。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司在建自营性商业项目面临较大的投资压力，应收类款项规模较大，盈利能力对公允价值变动依赖程度高，公司自身盈利能力仍弱等因素对公司整体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，未来随着公司自营性项目逐渐实现收益，公司业务收入规模和盈利能力有望提升。

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“18 西安世园 MTN001”和“19 西安世园 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **较强的区域专营优势。**跟踪期内，公司仍是浐灞生态区重要的基础设施和安置房投资建设主体，业务区域专营优势较强。
2. **持续有力的外部支持。**2019 年和 2020 年一季度，公司分别收到股东货币资金增资 32.25 亿元和 20.40 亿元，同期收到土地所有权增资 9.29 亿元和 3.79 亿元；公司资本实力得到很大提升。
3. **自营性商业项目回款较好，收入持续性较强。**跟踪期内，受自营性商业项目产生较大规模预收款项影响，公司经营活动净现金流由负转正。2019 年，公司新增房产销售收入，该板块已销售待结转金额较大，为公司收入持续性提供支撑，收入持续性较强。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		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	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	1
		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				1

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

分析师：楚方媛　高志杰
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

关注

1. **面临较大待投资压力。**截至 2019 年底，公司在建国际会议中心和酒店等自营性商业项目待投资 41.98 亿元，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，公司面临较大的投资压力和资金滚动压力。
2. **应收类款项规模较大。**截至 2019 年底，公司应收类款项合计 71.16 亿元，应收类款项占资产总额的 20.49%。公司应收款项规模较大，对公司资金形成一定程度占用。
3. **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 24.96 亿元，相当于 2020 年 3 月底所有者权益的 15.32%，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.26	38.96	28.03	43.34
资产总额(亿元)	188.23	261.89	347.31	399.26
所有者权益(亿元)	58.92	94.64	138.87	162.98
短期债务(亿元)	19.92	31.53	42.90	46.32
长期债务(亿元)	76.95	89.79	105.70	129.88
全部债务(亿元)	96.87	121.32	148.60	176.20
营业收入(亿元)	11.76	11.47	13.45	0.43
利润总额(亿元)	0.96	1.74	1.91	-0.20
EBITDA(亿元)	1.53	2.31	2.38	--
经营性净现金流(亿元)	-9.66	-16.65	6.42	-2.86
营业利润率(%)	7.30	1.22	9.84	-14.75
净资产收益率(%)	1.17	1.17	0.98	--
资产负债率(%)	68.70	63.86	60.01	59.18
全部债务资本化比率(%)	62.18	56.18	51.69	51.95
流动比率(%)	495.40	340.27	228.34	249.44
经营现金流动负债比(%)	-28.73	-29.45	7.24	--
EBITDA/利息倍数(倍)	0.24	0.38	0.30	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	162.20	233.43	318.22	369.20
所有者权益(亿元)	59.62	88.90	132.03	156.08
全部债务(亿元)	60.17	105.10	116.02	153.06
营业收入(亿元)	8.45	7.97	8.25	0.01
利润总额(亿元)	0.79	2.22	0.47	-0.14
资产负债率(%)	63.24	61.92	58.51	57.73
全部债务资本化比率(%)	50.23	54.18	43.12	49.51
流动比率(%)	310.05	267.59	186.04	208.10
经营现金流动负债比(%)	2.60	-32.78	5.59	--

注：公司和母公司 2020 年一季报数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 西安世园 MTN001/19 西安世园 MTN001	AA	AA	稳定	2019/07/23	喻宙宏 楚方媛	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）	阅读原文
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）	阅读原文
18 西安世园 MTN001	AA	AA	稳定	2017/08/24	喻宙宏 王萌	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、完整性、准确性要求。

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
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（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”）及相关债项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，公司注册资本和各股东持股比例发生变化，控股股东仍为西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”）。根据公司 2019 年以来多次发布的注册资本变更公告，浐灞管委会和西安浐灞城市投资建设有限公司（以下简称“浐灞城投”）对公司追加注册资本分别累计金额为 52.80 亿元和 8.00 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司注册资本增至 113.80 亿元，其中浐灞管委会持股 83.83%，浐灞城投和西安市浐灞河发展有限公司（以下简称“浐灞发展”）持股分别为 14.06%和 2.11%，公司控股股东和实际控制人仍为浐灞管委会。

2019 年，公司实收资本增加 41.54 亿元，其中浐灞管委会以货币资金出资 24.25 亿元，以土地使用权出资 9.29 亿元；浐灞城投以货币资金出资 8.00 亿元。2020 年一季度，公司实收资本增加 24.19 亿元，公司收到分别收到浐灞管委会、浐灞发展货币增资 12.40 和 8.00 亿元，土地使用权增资 3.79 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司实收资本 137.24 亿元。

跟踪期内，公司业务范围和经营区域未发生重大变化，公司仍作为西安市浐灞生态区（以下简称“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。

跟踪期内，公司合并范围子公司增加 1 家，系新设立子公司西安世园润盈置业有限公司；截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司 9 家，均为投资设立。公司本部设有办公室、投资策划部、财务审计部、综合管理部、合同预算部和建设管理部共 5 个职能部门。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 347.31 亿元，所有者权益合计 138.87 亿元（含少数股东权益 0.04 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 13.45 亿元，利润总额 1.91 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 399.26 亿元，所有者权益 162.98 亿元（含少数股东权益 0.04 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.43 亿元，利润总额-0.20 亿元。

公司住所：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、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年6月底，联合资信所评公司存续债券余额合计10.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司联合资信所评公司存续债券尚未进入还本期，公司均按时足额支付存续债券利息。截至2020年6月底，以上债券募集资金均按要求使用完毕。

表 1　本次跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 西安世园 MTN001	6.00	6.00	2018/06/29	3 年
19 西安世园 MTN001	4.00	4.00	2019/04/30	3 年
合计	**10.00**	**10.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业概况

（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，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、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。

2019 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

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	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

		的通知	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。2020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

跟踪期内，西安市和浐灞生态区经济均有所增长，浐灞生态区仍以第三产业为主，公司外部发展环境良好。

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

预计到 2020 年底，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，从而使得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。

2019 年，西安市全年地区生产总值（GDP）9321.19 亿元，比上年增长 7.0%。其中，第一产业增加值 279.13 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3167.44 亿元，增长 7.6%；第三产业增加值 5874.62 亿元，增长 6.8%。三次产业构成为 3.0∶34.0∶63.0。按常住人口计算，全年人均生产总值 92256 元，比上年增长 3.9%。

2019 年，西安市全年全社会固定资产投资比上年增长 1.1%。其中，固定资产投资（不含农户）增长 1.1%。全年房地产开发投资比上年下降 2.1%。其中，住宅投资增长 9.0%，办公楼投资下降 9.0%，商业营业用房投资下降 39.4%。房屋施工面积 17475.02 万平方米，增长 8.9%；房屋竣工面积 1057.69 万平方米，增长 8.2%。

2018 年，浐灞生态区地区生产总值 141.74 亿元，按可比价格计算，增长 15.1%。三次产业之比为 0:30.1:69.9，产业结构以第三产业为主；2018 年，第三产业增加值实现 99.15 亿元，同比增加 18.3%。2018 年，固定资产投资 489.18 亿元，同比增长 9.2%。

2019 年上半年，浐灞生态区地区生产总值 92.81 亿元，相当于 2018 年全年的 65.48%，按可比价格同比增长 7.0%。分产业看，第二产业实现增加值 31.79 亿元，同比增长 9.3%；第三产业实现增加值 61.02 亿元，同比增长 6.0%。三次产业之比为 0:34.3:65.7。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 6 月底，公司实收资本 137.25 亿元，浐灞管委会、浐灞城投和浐灞发展分别持有公司 83.83%、14.06%和 2.11%的股权，公司实际控制人为浐灞管委会。

2. 外部支持

跟踪期内，公司在资本金注入、土地使用权、政府资金补贴方面获得有力外部支持。

2019 年，西安市完成一般公共预算收入 702.56 亿元，较上年增长 2.61%。其中，税收收入 580.75 亿元，较上年增长 4.3%，占一般公共预算收入比重为 82.66%，财政收入质量较高。同期，西安市一般公共预算支出 1247.02 亿元，较上年增长 8.3%，财政自给率为 56.34%，财政自给能力一般。2019 年，全市实现政府性基金收入 953.38 亿元，同比增长 24.1%。2019 年，西安市一般公共预算收入和政府性基金收入合计 1655.94 亿元。

截至 2019 年底，西安市政府债务余额 2032.86 亿元，其中一般债务 772.94 亿元，专项债务 1259.92 亿元；政府债务率[1]122.76%，债务负担很重。

2019 年浐灞生态区实现公共财政收入 23.39 亿元，同比增长 26.39%，其中税收收入 22.50 亿元，占公共财政收入比重为 96.19%；同期公共财政支出为 42.97 亿元，同比增长 30.4%，财政自给率为 54.43%。

资本金注入

[1] 政府债务率=政府性债务余额/一般公共预算收入和政府性基金收入合计*100%

2019 年，公司收到浐灞管委会和浐灞城投增资分别为 33.54 亿元和 8.00 亿元，主要系货币资金方式增资，详见企业基本情况部分；合计增加公司实收资本 41.54 亿元。

2020 年 1－3 月，公司收到分别收到浐灞管委会、浐灞发展货币增资 12.40 和 8.00 亿元，土地使用权增资 3.79 亿元；合计增加公司实收资本 24.19 亿元。

政府资金补贴

2019 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 1932.80 万元，计入“其他收益”科目。

3．企业信用记录

跟踪期内，公司既往履约情况良好，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10610111013428706），截至 2020 年 6 月 5 日，公司无未结清信贷信息记录，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，并于 2015 年将以上关注类贷款全部结清，自此公司无新增关注类或不良类已结清/未结清信贷信息记录；总体来看，公司既往履约情况良好。

截至 2020 年 7 月 7 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

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，受房屋销售业务实现收入影响，公司营业收入有所增长；收入结构仍以代建工程收入为主，但占比有所下降；跟踪期内，公司综合毛利率同比大幅增长。

2019 年，公司实现营业收入 13.45 亿元，同比增长 17.29%；构成以代建工程收入为主；跟踪期内，公司新增房屋销售收入；其他业务主要为交通运输、会展、酒店管理等，收入规模同比变化不大。毛利率方面，跟踪期内，公司各板块业务毛利率同比均有所增长，且新增房屋销售业务毛利率较高，公司综合毛利率同比大幅增长至 12.33%。2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司营业收入 0.43 亿元，较上年同期的 3.73 亿元大幅下降。

表 3　公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建工程收入	7.76	67.66	5.04	7.80	57.96	7.00
园区运营收入	0.93	8.13	30.00	0.79	5.89	33.50
房屋销售	--	--	--	2.72	20.22	23.42
其他收入	2.78	24.21	-10.44	2.13	15.94	9.84
合计	**11.47**	**100**	**3.32**	**13.45**	**100**	**12.33**

注：公司 2020 年一季度营业收入规模很小，暂不列示；2018－2019 年，公司非主营业务收入分别为 4.77 万元和 113.30 万元，规模很小，暂不单独列示

资料来源：公司提供

2．业务经营分析

跟踪期内，代建工程业务收入同比保持稳定，毛利率小幅增长；公司在建代建项目主要是安置房和廉租房项目，未来投资规模一般。

跟踪期内，公司代建工程业务的经营范围和业务模式未发生变化。公司仍受浐灞管委会和浐灞生态区土地储备中心（以下简称“浐灞区土储中心”）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；业务模式仍为委托代建。公司按照委托方审定的工程成本和在成本基础上加成一定比例管理费确认代建工程收入。2019 年，公司实现代建工程收入 7.80 亿元，同比保持稳定；同期，代建工程业务毛利率 7.00%，同比小幅增长，主要系不同项目管理费加成比例略有差异所致。公司代建业务回款较为滞后，截至 2019 年底，公司应收账款 68.49 亿元，较上年底增长 5.36 亿元，主要是应收浐灞区管委会和浐灞区土储中心代建工程款项。

跟踪期内，公司无新增代建项目，在建项目主要系存量项目的继续投入。公司代建项目主要是廉租房和安置房项目计划总投资 22.77 亿元，截至 2019 年底，已投资 14.29 亿元，后续尚需投资 8.48 亿元；整体看，公司未来投资压力一般。

表 4 截至 2019 年底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
浐灞廉租房项目	10.00	8.50
郭渠村安置房建设项目	6.78	5.00
灞桥堡村安置房建设项目	0.73	0.65
冯家滩集中配建租赁型保障房	5.26	0.14
合计	**22.77**	**14.29**

注：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

跟踪期内，随着自营性商业项目陆续达到销售条件，公司新增房屋销售业务收入，毛利率较高，回款情况较好；公司自营性商业项目确认收入较大，为公司收入持续性提供支撑，该板块收入持续性较强；在建国际会议中心和酒店项目待投资规模较大，公司面临较大的投资压力。

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收入。

房地产项目方面，跟踪期内，公司房地产项目实现销售使得公司新增房屋销售收入，2019年为2.72亿元，毛利率为23.42%，毛利率较高。截至2019年底，公司在售房地产项目总投资32.30亿元，已投资20.65亿元，已回款22.86亿元，回款情况较好，公司在售房地产项目已销售待确认收入规模较大，为公司收入持续性提供支撑。

表5 截至2019年底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	总投资	已投资	可销售面积	已售面积	已售金额	累计结转收入
世园樾府项目	住宅+商铺	7.50	5.60	住宅:8.60 商铺:0.46	住宅:8.57	11.50	0.00
丝路国际创意梦工厂（一期）项目	商铺	8.00	7.79	2.53	1.98	2.95	2.72
滨河酒店配套二期	住宅	5.80	2.75	6.30	6.30	5.16	0.00
世园锦绣建设项目	住宅+商铺	11.00	4.51	住宅:14.49 商铺:0.78	4.08	3.25	0.00
合计	--	**32.30**	**20.65**	--	--	**22.86**	**2.72**

资料来源：公司提供

国际会议中心和酒店项目方面，截至2019年底，公司在建国际会议中心和酒店项目计划总投资146.41亿元，待投资41.98亿元，在建项目为公司自营性项目，且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，公司面临较大的投资压力。

表6　截至2019年底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资	待投资
西安浐灞生态区自贸中心	19.50	3.61	15.89
世园滨河精品酒店项目	9.80	2.83	6.97
西安丝路国际会展中心	44.07	36.76	7.31
西安丝路国际会议中心	36.04	30.96	5.08
西安丝路国际会议中心（东区）	37.00	30.27	6.73
合计	**146.41**	**104.43**	**41.98**

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。
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司园区运营收入和其他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，管委会按照一定的比例支付管理、维修维护等费用。2019年公司实现园区运营收入0.79亿元，同比有所下降，主要系公司对部分项目进行扩建，造成运营场地缩减所致；毛利率同比保持相对稳定，2019年为33.50%。

公司其他业务主要为交通运输、会展、酒店管理等，2019年，公司其他业务收入2.13亿元，较上年底减少0.64亿元。公司其他业务收入中物业管理收入1.05亿元，交通运输收入0.33亿元，园林绿化0.49亿元；跟踪期内，其他业务毛利率由负转正，2019年为9.84%。

公司未来仍将以代建业务和园区运营业务为主。公司目前在建自营性项目较多，预计未来公司自营业务能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。

八、财务分析

公司提供了2019年度合并财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）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。2020年一季度财务报告未经审计。

跟踪期内，公司合并范围子公司增加1家，系新设立子公司西安世园润盈置业有限公司；截至2020年3月底，公司合并范围内子公司9家，均为投资设立；公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，受存货和在建工程大幅增长影响，公司资产规模快速增长；资产结构仍然以流动资产为主，但非流动资产占比快速增加；资产中应收类款项规模仍较大，且受浐灞管委会及浐灞区土储中心资金拨付情况影响较大，对公司资金形成一定程度占用；总体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额347.31亿元，较上年底增长32.62%，增速较快。公司资产结构仍以流动资产为主。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	38.96	14.88	28.03	8.07	43.34	10.85
应收账款	63.13	24.11	68.49	19.72	68.74	17.22
预付款项	19.18	7.32	1.71	0.49	1.83	0.46
其他应收款	8.56	3.27	2.67	0.77	2.18	0.55
存货	62.08	23.70	95.34	27.45	107.04	26.81

流动资产	**192.43**	**73.48**	**202.51**	**58.31**	**231.16**	**57.90**
可供出售金融资产	8.00	3.05	16.00	4.61	24.00	6.01
长期股权投资	14.24	5.44	15.78	4.54	15.78	3.95
投资性房地产	35.36	13.50	37.23	10.72	37.23	9.32
固定资产	9.22	3.52	9.37	2.70	9.32	2.33
在建工程	0.01	0.00	63.87	18.39	79.24	19.85
非流动资产	**69.46**	**26.52**	**144.79**	**41.69**	**168.10**	**42.10**
资产总额	**261.89**	**100.00**	**347.31**	**100.00**	**399.26**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产 202.51 亿元，较上年底增长 5.41%，主要系存货及应收账款增加所致。截至 2019 年底，公司货币资金 28.03 亿元，较上年底下降 28.06%。公司货币资金受限 10.00 万元，受限规模小。应收账款 68.49 亿元，较上年底增长 8.50%，主要系应收代建工程款增加所致；应收账款期末余额前五名占比 99.85%，集中度高，主要是应收代建项目委托方浐灞区土储中心（59.58 亿元）和浐灞管委会（4.17 亿元）；账龄在 1~5 年均有分布；应收账款累计计提坏账准备 0.07 亿元；公司应收账款的回收受浐灞管委会及浐灞区土储中心资金拨付情况影响较大，对公司资金形成一定程度占用。公司其他应收款 2.67 亿元，较上年底下降 68.82%，主要系与浐灞区土储中心往来款大幅下降所致；其他应收款累计计提坏账准备 0.02 亿元。公司预付款项 1.71 亿元，较上年底大幅下降，主要系将西安丝路国际会展中心有限公司的项目建设款从预付账款科目转入在建工程科目进行核算。公司存货 95.34 亿元，较上年底大幅上升 53.59%，主要系浐灞管委会向公司注入土地所有权 9.29 亿元及代建项目持续投入所致；公司存货中主要由代建项目投入成本 37.51 亿元、自营性项目投入成本 17.23 亿元和土地使用权 37.59 亿元；公司存货累计计提跌价准备 0.10 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动资产 144.79 亿元，较上年底大幅增加，主要系在建工程大幅增加所致。截至 2019 年底，公司在建工程规模 63.87 亿元，较上年底大幅增长 63.85 亿元，主要是丝路会展中心投入所致；公司在建工程主要由建设丝路会展中心所投入成本构成。公司投资性房地产 37.23 亿元，全部由土地使用权构成，较上年底有所增加，主要系土地使用权的公允价值评估增值所致。同期，公司长期股权投资 15.78 亿元，较上年底增加 1.54 亿元，主要系公司追加对西安世园圣泓大数据科技有限公司和西安金融控股有限公司股权投资所致。公司可供出售金融资产 16.00 亿元，较上年底增加 8.00 亿元，系公司追加对西安浐灞河发展有限公司股权投资所致。公司固定资产 9.37 亿元，较上年底保持稳定，从构成看主要为房屋建筑物；固定资产累计计提折旧 2.44 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 399.26 亿元，较上年底增长 51.95 亿元，主要系货币资金和存货增长所致。资产结构仍以流动资产为主；其他科目变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产 2.00 亿元，主要为 CB2-1-3 地块抵押获得秦农银行 2.00 亿元贷款。

2. 资本结构

跟踪期内，受公司股东增资影响，公司所有者权益规模快速增加，资本实力得到很大提升。所有者权益中实收资本占比进一步提高，所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 138.87 亿元，较上年底增长 46.73%，主要系实收资本和其他综合收益增加所致。

截至 2019 年底，公司实收资本 113.06 亿元，较上年底增长 41.54 亿元，主要系本期浐灞管委会和浐灞城投分别对本公司增资 33.54 亿元和 8.00 亿元所致。其中，浐灞管委会货币资金出资 24.25 亿元，土地使用权出资

9.29 亿元；浐灞城投以货币出资 8.00 亿元。同期，公司资本公积保持不变。其他综合收益为 15.21 亿元，较 2018 年底增加 1.34 亿元，主要系按权益法对西安金融控股有限公司和西安丝路国际会展中心有限公司的损益调整所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 162.98 亿元，较上年底增长 24.11 亿元，主要系公司收到浐灞管委会、浐灞发展货币增资 12.40 和 8.00 亿元，土地使用权增资 3.79 亿元所致，合计增加公司实收资本 24.19 亿元；其他科目变化不大。

表8 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	71.52	75.57	113.06	81.41	137.24	84.21
资本公积	2.26	2.39	2.26	1.63	2.26	1.39
未分配利润	5.75	6.08	7.08	5.10	6.86	4.21
其它综合收益	13.87	14.66	15.21	10.95	15.21	9.33
所有者权益合计	**94.64**	**100.00**	**138.87**	**100.00**	**162.98**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

跟踪期内，有息债务规模有所增长；随着部分长期借款和应付债券一年内到期，公司短期债务规模增速较快；受权益增长影响，公司债务负担有所减轻。

截至2019年底，公司负债208.43亿元，较上年底增长24.62%，主要系预收款项、一年内到期非流动负债和长期借款增加所致。其中流动负债占42.55%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	8.72	5.21	10.05	4.82	11.23	4.75
预收款项	9.89	5.91	22.31	10.70	23.46	9.93
其他应付款	4.19	2.51	13.25	6.36	11.56	4.89
一年内到期的非流动负债	31.53	18.85	39.30	18.86	37.72	15.96
流动负债	**56.55**	**33.81**	**88.69**	**42.55**	**92.67**	**39.22**
长期借款	40.60	24.28	58.27	27.96	82.45	34.90
应付债券	49.19	29.41	47.43	22.76	47.43	20.07
长期应付款	15.97	9.55	8.52	4.09	8.21	3.47
非流动负债	**110.70**	**66.19**	**119.74**	**57.45**	**143.61**	**60.78**
负债合计	**167.25**	**100.00**	**208.43**	**100.00**	**236.28**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动负债 88.69 亿元，较上年底增长 56.83%，主要系预收购房款、其他应付款及一年内到期非流动负债大幅增加所致。截至2019年底，公司预收款项22.31亿元，其中商品房预售款 19.94 亿元，预收浐灞区土储中心款项 2.27 亿元。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 39.30 亿元，较上年底增长 24.64%，主要系一年内到期长期借款和应付债券快速增长所致；从构成看，公司一年内到期的非流动负债中应付债券 16.10 亿元，长期借款 15.76 亿元，长期应付款 7.44 亿元。截至 2019 年底，公司应付账款 10.05 亿元，较上年底增长 1.33 亿元。从账龄结构看，以 1~2 年（含两年）为主，占总体应付账款 67.17%。公司其他应付款 13.25 亿元，较上年底增长 9.06 亿元，主要系往来款大幅提高所致。其他应付款前五名占其他应收款期末余额比例为 87.31%，占比较高。

表10　截至2019年底其他应付款前五名情况
（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占比	款项性质
西安浐灞生态区土地储备中心	7.42	56.00	往来款
西安市浐灞河发展有限公司	1.05	7.92	往来款
西安世界园艺博览会建设管理筹备委员会办公室	0.69	5.21	往来款
西安浐灞投资控股有限公司	2.00	15.09	往来款
出租车服务质量保证金	0.41	3.09	往来款
合计	**11.21**	**87.31**	--

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2019年底，公司非流动负债119.74亿元，较上年底增长8.17%。主要系长期借款大幅增加所致。公司长期借款58.27亿元，较上年底上升43.52%；从构成看，长期借款中保证借款和信用借款占比较大，合计占比96.42%，剩余部分为抵押借款和质押借款。同期，公司应付债券47.43亿元，较上年底下降3.58%，从构成看，主要由美元债20.93亿元（美元计价为3.00亿美元）、非公开定向债务4.10亿元、规模10.00亿元的中期票据、债权融资10.00亿元及投资债2.40亿元构成。截至2019年底，公司长期应付款8.52亿元，较上年底大幅下降46.65%，主要系部分融资租赁款到期所致，公司长期应付款主要系融资租赁款，为有息债务。

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务148.60亿元，较上年底增长22.49%，主要系长期借款增加所致；有息债务中短期债务42.90亿元，较上年底增长36.06%，增速较快，主要为新增短期借款3.60亿元和部分长期借款和应付债券等一年内到期所致；债务结构以长期债务为主。从债务指标上看，跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均有所下降，2019年底分别为60.01%、51.69%、43.22%；主要系受权益增加所致，公司债务负担有所减轻。若将长期应付款调整长期债务中核算，公司调整后全部债务较上年底有所增长，截至2019年底，公司调整后全部债务157.12亿元，较上年底增长14.44%，债务结构仍以长期债务为主。从债务指标上看，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53.08%和45.13%，较上年底均有所下降。

截至2020年3月底，公司负债总额236.28亿元，较2019年底有所增长，主要系长期借款增加所致，其他科目变化不大。截至2020年3月底，公司调整后全部债务184.41亿元，较2019年底上升17.37%，债务负担有所增加。同期，受净资产持续增长影响，资产负债率和调整后资本化比率较2019年底均变化不大，截至2020年3月底分别为59.18%和53.08%。

截至报告出具日，企业未提供2021－2022年到期债务分布情况。

3.　盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长；受当年公司公允价值变动收益规模较大影响，公司利润总额有所增长；公司自身盈利能力仍弱。

2019年，公司营业收入13.45亿元，同比增长17.29%。同期，公司营业成本11.79亿元，同比增长6.36%。营业利润率增至9.84%。

2019年，公司期间费用1.55亿元，同比增长7.64%，构成以销售费用和管理费用为主。

2019年，公司利润总额1.91亿元，同比增长9.70%，主要系投资性房地产中土地使用权公允价值评估增值1.87亿元所致。2019年，公司收到垃圾分类项目扶持资金、公交扶持运营补贴等共计0.18亿元，对公司的利润总额影响较小。公司公允价值变动收益对利润总额贡献很大。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.47%和0.98%，较上年均有所下降，公司整体盈利能力仍弱。

2020年1－3月，公司实现营业收入0.43亿元，利润总额-0.20亿元，营业利润率为-14.75%。

4.　现金流分析

跟踪期内，公司预收购房款规模较大，整体收现质量进一步提升；公司投资活动力度增大，投资活动现金流呈现大规模净流出；跟踪期内，公司融资渠道由债券市场直接融资转变

为银行借款间接融资为主。受股东增资和间接融资增加影响，公司筹资活动现金流净流入规模扩大。公司投资活动现金支出对筹资活动依赖性很高。

经营活动方面，跟踪期内，受经营性支出规模同比减少所致，公司经营活动现金流净额由负转正。2019 年，公司经营活动现金流出 28.42 亿元，同比下降 27.20%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。同期，公司经营活动现金流入 34.84 亿元，同比增长 55.67%，主要系预收商品房销售款及收到的往来款增加所致。同期，公司现金收入比为 158.22%，同比有所增加，主要系房地产项目预售影响所致，公司收现质量有所改善。2019 年，经营活动现金流净额 6.42 亿元，由负转正，现金流量净额缺口压力得到明显改善。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动现金流净额呈现大幅净流出；2019 年，公司投资活动产生的现金流量为-60.47 亿元，主要系公司自营性国际会展中心加大投入所致。2019 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 52.77 亿元，同比大幅增长；同期投资支付的现金 8.00 亿元，主要系公司追加对西安浐灞河发展有限公司股权投资所致。

筹资活动方面，跟踪期内，受股东资本金注入及借款新增规模较大影响，2019 年，公司筹资活动现金流入大幅增加至 89.02 亿元，筹资规模同比大幅增加；其中吸收投资收到的现金 32.25 亿元，同比有所增长，取得借款收到的现金 40.86 亿元，同比大幅增加，发行债券收到的现金 14.00 亿元，同比大幅下降；跟踪期内，公司融资渠道由债券市场直接融资转变为银行借款间接融资。同期公司偿债本息现金流出 45.89 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为 43.12 亿元，净流入规模同比大幅增加。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为-2.86 亿元；公司投资活动现金仍呈现流出状态，净额为-28.02 亿元；公司仍保持大规模的对外融资，筹资活动现金流量净额 46.19 亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力弱，考虑到公司持续获得有力外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降，截至 2019 年底分别下降至 228.34%和 120.84%；截至 2020 年 3 月底流动比率和速动比率有所增长，分别为 249.44%和 133.94%；2019 年，经营现金流动负债比为 7.24%；截至 2019 年底，公司现金类资产 28.03 亿元，对短期债务覆盖倍数为 0.65 倍，覆盖倍数较上年底有所下降；截至 2020 年 3 月底，该覆盖倍数有所增长，为 0.94 倍；总体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2019 年公司 EBITDA 为 2.38 亿元，EBITDA 利息倍数为 0.30 倍；调整后全部债务/EBITDA 为 66.13 倍，公司长期偿债能力弱。

截至 2019 年底，公司获得银行授信额度为 214.48 亿元，未使用额度为 112.91 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 24.96 亿元，相当于 2020 年 3 月底所有者权益的 15.32%；担保对象为西安市浐灞河发展有限公司，公司担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

考虑到公司业务区域专营性较强，并持续获得较大的外部支持，公司整体偿债能力很强。

6. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产和负债占合并口径的比例很高。母公司营业收入对合并口径收入贡献一般。

公司合并口径资产和净资产主要集中在母公司，代建业务主要集中在母公司。园区运

营、运输等业务分布在下辖子公司。截至2019年底，母公司资产规模318.22亿元，占合并口径的91.62%；母公司所有者权益132.03亿元，占合并口径的95.07%。2019年，实现营业收入8.25亿元，占合并口径的61.34%；母公司利润总额0.47亿元。截至2020年3月底，母公司资产规模369.20亿元，所有者权益156.08亿元，2020年1—3月，母公司营业收入0.01亿元，利润总额-0.14亿元。

九、存续期内债券偿债能力分析

截至2020年5月底，公司存续债券余额53.03亿元（包含20.93亿元美元债券），一年内到期的应付债券8.10亿元，存续债券的短期偿债压力一般，公司2021年或将面临较大的集中偿债压力。

截至2020年5月底，公司一年内到期（以2020年6~12月到期测算）的债券余额8.10亿元。公司将于2021年达到存续债券待偿本金峰值33.43亿元（包含20.93亿元美元债券）。截至2019年底，公司现金类资产28.03亿元，对一年内到期的债券余额保障倍数为3.46倍；2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为34.84亿元、6.42亿元和2.38亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项　目	2020年5月
一年内到期债券余额	8.10
未来待偿债券本金峰值	33.43
现金类资产/一年内到期债券余额	3.46
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.04
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.19
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.07

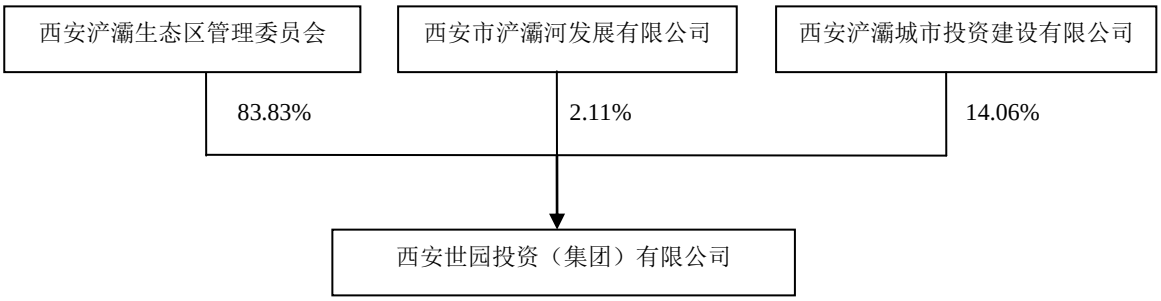
资料来源：联合资信整理

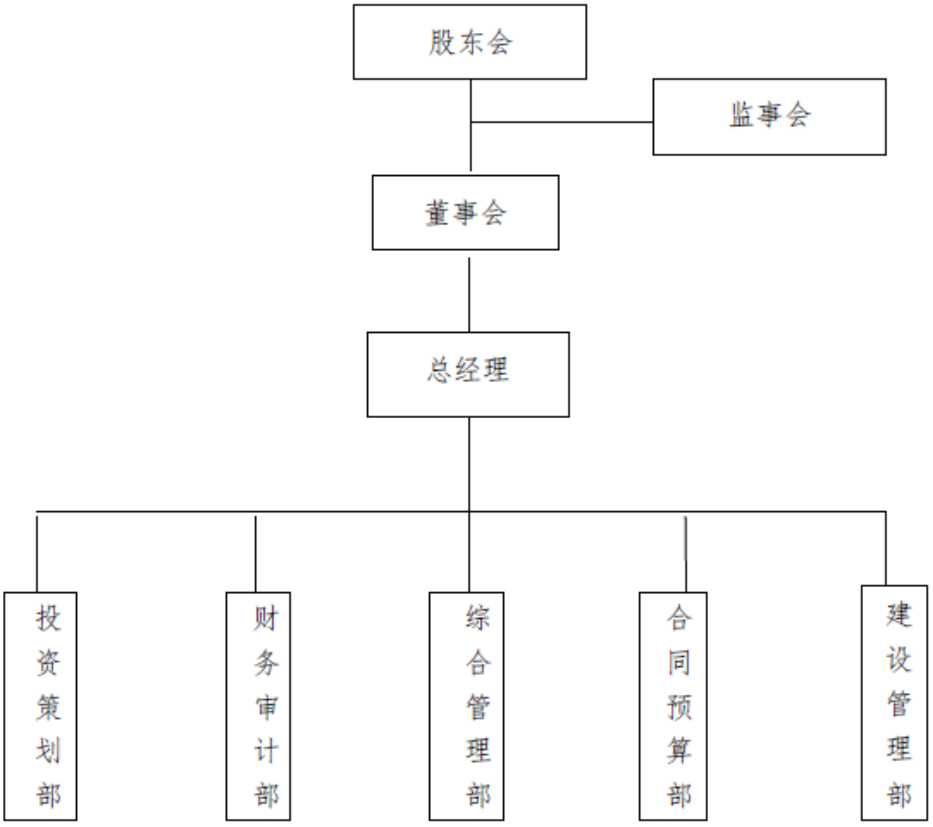
整体看，存续债券的短期偿债压力一般，公司2021年或将面临较大的集中偿债压力。

十、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“18西安世园MTN001”和“19西安世园MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图和组织结构图





附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例
1	西安世博园运营管理有限公司	公园管理运营	20000.00	100.00%
2	西安世园物业管理有限责任公司	物业管理	1500.00	100.00%
3	西安世园园林有限责任公司	园林景观工程	162200.00	100.00%
4	西安世园旅游汽车有限公司	出租车公交客运	1500.00	100.00%
5	西安灞柳驿酒店有限公司	餐饮住宿	5000.00	100.00%
6	西安世园城市开发建设有限公司	建筑市政工程	40000.00	100.00%
7	西安世园置业有限公司	房地产开发销售	68633.21	100.00%
8	西安世园文化艺术品交易中心股份有限公司	文物鉴定拍卖	1000.00	60.00%
9	西安世园润盈置业有限公司	房地产开发销售	100.00	100.00%

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020年3月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.26	38.96	28.03	43.34
资产总额(亿元)	188.23	261.89	347.31	399.26
所有者权益(亿元)	58.92	94.64	138.87	162.98
短期债务(亿元)	19.92	31.53	42.90	46.32
长期债务(亿元)	76.95	89.79	105.70	129.88
调整后长期债务(亿元)	95.43	105.76	114.22	138.09
全部债务(亿元)	96.87	121.32	148.60	176.20
调整后全部债务(亿元)	115.35	137.29	157.12	184.41
营业收入(亿元)	11.76	11.47	13.45	0.43
利润总额(亿元)	0.96	1.74	1.91	-0.20
EBITDA(亿元)	1.53	2.31	2.38	--
经营性净现金流(亿元)	-9.66	-16.65	6.42	-2.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.21	0.19	0.20	--
存货周转次数(次)	0.17	0.17	0.02	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.04	--
现金收入比(%)	56.54	133.31	158.22	323.18
营业利润率(%)	7.30	1.22	9.84	-14.75
总资本收益率(%)	0.50	0.58	0.47	--
净资产收益率(%)	1.17	1.17	0.98	--
长期债务资本化比率(%)	56.64	48.69	43.22	44.35
调整后长期债务资本化比率(%)	61.83	52.78	45.13	45.87
全部债务资本化比率(%)	62.18	56.18	51.69	51.95
调整后全部债务资本化比率(%)	66.19	59.20	53.08	53.08
资产负债率(%)	68.70	63.86	60.01	59.18
流动比率(%)	495.40	340.27	228.34	249.44
速动比率(%)	301.70	230.50	120.84	133.94
经营现金流动负债比(%)	-28.73	-29.45	7.24	-3.09
现金短期债务比(倍)	1.17	1.24	0.65	0.94
全部债务/EBITDA(倍)	63.22	52.44	62.54	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	75.28	59.34	66.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.24	0.38	0.30	--

注：利息支出采用当年筹资活动现金流出中分配股利、利润或偿付利息支付的现金；调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务；2020 年一季报未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.66	24.50	12.96	27.90
资产总额(亿元)	162.20	233.43	318.22	369.20
所有者权益(亿元)	59.62	88.90	132.03	156.08
短期债务(亿元)	17.52	41.10	20.35	49.13
长期债务(亿元)	42.65	64.00	79.75	103.93
全部债务(亿元)	60.17	105.10	116.02	153.06
营业收入(亿元)	8.45	7.97	8.25	0.01
利润总额(亿元)	0.79	2.22	0.47	-0.14
EBITDA(亿元)	5.43	6.03	4.64	--
经营性净现金流(亿元)	1.10	-20.97	5.47	-3.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.16	0.16	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	22.12	107.96	168.28	4480.34
营业利润率(%)	5.32	0.97	1.21	-699.26
总资本收益率(%)	4.17	2.70	1.79	--
净资产收益率(%)	0.98	1.89	0.19	--
长期债务资本化比率(%)	41.70	41.86	37.66	39.97
全部债务资本化比率(%)	50.23	54.18	43.12	49.51
资产负债率(%)	63.24	61.92	58.51	57.73
流动比率(%)	310.05	267.59	186.04	208.10
速动比率(%)	196.92	189.52	101.91	115.49
经营现金流动负债比(%)	2.60	-32.78	5.59	--
现金短期债务比(倍)	0.49	0.60	0.64	0.57
全部债务/EBITDA(倍)	11.08	17.43	21.55	--

注：2020 年一季报未经审计

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
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+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=费用化利息支出+资本化利息支出

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