

跟踪评级公告

联合[2015] 1679 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西安航天城投资发展集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“12西安航天债”信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月三十日

评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

西安航天城投资发展集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 西安航天债	8 亿元	2012/11/08-2019/11/08	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	12.91	4.28	17.58
资产总额(亿元)	141.07	154.43	229.02
所有者权益(亿元)	72.79	85.74	130.73
短期债务(亿元)	6.07	4.33	10.26
全部债务(亿元)	52.51	45.94	42.36
营业收入(亿元)	22.03	23.55	23.56
利润总额(亿元)	3.78	4.16	3.19
EBITDA(亿元)	6.99	7.31	5.92
经营性净现金流(亿元)	1.32	0.08	2.91
营业利润率(%)	3.71	3.82	2.16
净资产收益率(%)	5.11	4.76	2.37
资产负债率(%)	48.40	44.48	42.92
全部债务资本化比率(%)	41.90	34.89	24.47
流动比率(%)	331.87	269.06	213.95
全部债务/EBITDA(倍)	7.51	6.29	7.16
经营现金流动负债比(%)	6.02	0.31	4.46

分析师

霍 焰 张庆扬

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 西安国家民用航天产业基地(以下简称“航天基地”)经济发展水平和财政实力持续增强, 西安航天城投资发展集团有限公司(以下简称“公司”)作为航天基地唯一的基础设施投资建设主体, 继续得到地方政府及航天基地管委会在财政补贴、土地出让收入返还和股权注入等方面的大力支持。跟踪期内, 公司资产规模及所有者权益快速增长, 有息债务规模及债务负担有所下降。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司资产流动性偏弱、整体盈利水平较低、公益类项目市场化程度低等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

航天基地经济持续发展, 财政实力不断增强, 城市基础设施建设发展空间较大, 公司经营前景良好, 政府支持持续稳定。未来随着标准化厂房建设、商品房开发等经营性业务的不断拓展, 公司整体盈利能力有望进一步提高。

“12 西安航天债”设置提前分期偿还条款, 有效缓解了公司未来的集中偿付压力; 公司与航天基地管委会签订了募投项目 BT 协议, 跟踪期内回款质量良好; 由重庆市三峡担保集团有限公司(以下简称“三峡担保”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 三峡担保担保实力强, 经联合资信评定, 三峡担保主体长期信用等级为 AA⁺, 其担保有助于“12 西安航天债”本息偿还安全性的提升。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12 西安航天债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 航天基地经济保持稳步增长, 地方政府财政实力持续增强, 公司发展外部环境继续保持良好。
2. 公司作为西安航天基地建设及运营的唯一主体, 跟踪期内, 继续获得了地方政府及航天

基地管委会在财政补贴、土地出让收入返还和股权划拨等方面的大力支持。

3. 跟踪期内，公司资产规模及所有者权益快速增长，有息债务规模及债务负担有所下降。
4. 跟踪期内，公司 EBITDA 及经营活动的现金流入量对分期偿付额度覆盖程度好；“12 西安航天债”本金提前偿还条款的设置，能有效缓解公司未来资金集中偿付的压力；公司现金类资产对“12 西安航天债”首期偿付额度保障程度高；公司与航天基地管委会签订了募投项目 BT 协议，跟踪期内回款质量良好。

关注

1. 公司从事的园区基础设施建设投资项目中公益类项目较多，建设周期长，资金需求量较大，市场化程度低。
2. 公司资产中存货及长期应收款占比较大，存货变现能力较弱；长期应收款受结算周期时间较长且土地出让进度不确定影响，回款时间不确定性较大，对公司资金形成占用；公司整体资产流动性偏弱。
3. 公司长期应收款受结算周期时间较长且土地出让进度不确定影响，回款时间不确定性较大，对公司资金形成占用；公司整体盈利能力较弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西安航天城投资发展集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西安航天城投资发展集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因西安航天城投资发展集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由西安航天城投资发展集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于西安航天城投资发展集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

西安航天城投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）前身是经西安市人民政府批准，由西安航天科技产业基地管理委员会于 2007 年 6 月全额出资成立的西安航天基地投资发展有限公司（法人独资），成立时注册资本 5 亿元人民币。2009 年，公司股东变更名称为西安国家民用航天产业基地管理委员会（以下简称“管委会”或“航天基地管委会”），同时公司注册资本增加至 10 亿元（货币增资 5.00 亿元）。2010 年 3 月，管委会再次以货币增资 12.50 亿元，公司注册资本增加至 22.50 亿元。截至 2014 年底，公司注册资本和实收资本均为 22.50 亿元，公司实际控制人为航天基地管委会。2014 年 5 月 5 日，根据航天基地管委会《关于同意西安航天基地投资发展有限公司更名的批复》，公司名称变更为现名。

公司的经营范围包括：城乡公用工程、体育场地设施工程、路桥工程、城市道路及照明工程的施工；城乡公共设施的開發及项目投资；旅游项目開發及投资；房地產開發、銷售；航天科技領域的項目投資；航天特色農業項目投資；國內商業（國家法律法規規定的前置審批除外）。

截至 2014 年底，公司下設綜合計劃部、策劃技術部、合同預算部、工程管理部、項目服務部、供電服務部、營銷管理部、公園項目部、財務管理部共 9 個職能部門；下屬全資子公司 24 家，控股子公司 10 家；擁有職工 118 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 229.02 亿元，所有者权益合计为 130.73 亿元（其中少数股东权益 44.24 亿元）。2014 年，公司实

现营业收入 23.56 亿元，利润总额 3.19 亿元。

公司注册地址：西安市航天基地神舟四路 239 号航创广场 A 座 12 层；法定代表人：李希文。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158

亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债

券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主

体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两

极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后续管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济和财政实力

西安市

根据《西安市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014年西安市整体经济继续保持较快增长势头，全年共实现地区生产总值5474.77亿元，比上年增长9.9%。其中，第一产业增加值214.55亿元，增长5.1%；第二产业增加值2205.37亿元，增长11.3%；第三产业增加值3054.85亿元，增长9.0%。2014年，西安市三次产业的比例为3.9:40.3:55.8，第三产业占比较上年有所增长。

跟踪期内，随着西安市区域经济持续发展，其地方财政收入快速增长。2014年，西安市全年财政总收入1019.56亿元，比上年增长12.9%。地方财政一般预算收入583.76亿元，增长16.3%，其中，营业税下降10.4%，增值税、企业所得税和个人所得税分别增长3.4%、15.5%和26.2%。

财政支出方面，2014年，西安市全年地方财政一般预算支出819.50亿元，比上年增长12.3%，其中，科学技术支出增长70.8%，城乡社区事务支出增长40.0%，社会保障和就业支出增长13.6%，节能环保支出增长12.9%，一般公共服务支出下降0.9%。

航天基地

从西安航天基地地方政府综合财力来看，2014年，航天基地实现地方综合财力46.28亿元，同比增长7.45%，主要来自一般预算收入和基金预算收入的增长。从构成来看，一般预算收入和基金预算收入是其重要组成部分，2014年分别占综合财力的37.85%和56.79%。

表1 2013~2014年西安航天基地财政收入情况（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年
（一）一般预算收入	156574	175177
其中：税收收入	150164	159090
非税收入	6410	16087
（二）基金预算收入	250892	262871
（三）上级补助收入	23308	24800
（四）预算外财政专户收入		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	430774	462848

资料来源：公司提供

从一般预算收入看，2014年，西安航天基地一般预算收入为17.52亿元，同比增长11.88%，一般预算收入构成中主要以税收收入为主，占比为90.82%。从基金预算收入看，2014年为26.29亿元，同比增长4.77%。从土地出让情况看，2014年，航天基地出让土地2375.91亩，较上年增加306.73亩，实现的土地出让收入24.40亿元，较上年增加3.15亿元。

从地方政府债务看，截至2014年底，西安航天基地地方政府债务全部为担保债务，担保债务余额51.50亿元，主要为政府担保的国内金融机构借款43.50亿元。截至2014年底，西安航天基地全部债务余额25.75亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为55.63%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）。西安航天基地地方政府债务总体处于适宜水平。

总的来看，跟踪期内，西安市和航天基地区域经济持续发展，地方财政稳步增长，为公司提供良好的外部发展环境和强大的经济支持。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本和实收资本均为22.50亿元，公司实际控制人为航天基地管委会。

2. 企业规模

公司负责西安航天基地内土地一级开发、道路以及相关配套设施等基础设施建设的开发任务，是经航天基地管委会授权在其辖区内唯一从事园区综合开发的企业，在航天基地的综合开发业务方面具有独占性。公司在航天基地内的垄断地位有力地保障了公司的业务规模。

截至2014年底，公司拥有全资子公司24家，控股子公司10家，涉及业务领域包含市政公用设施项目投资、工程施工和经营管理、城乡基础设施建设工程、房地产开发及销售、航天科技技术开发、高新技术产业及项目的投资等。

3. 政府支持

跟踪期内，公司作为西安航天基地基础设施建设的政府投资企业，在航天基地内城市基础设施建设领域继续保持垄断地位，并持续得到了地方政府及航天基地管委会在政府补贴、土地出让收入返还和股权划拨等方面的大力支持。

（1）资金支持

航天基地管委会根据实际情况每年向公司拨付基础设施建设发展专项资金，用于日常营运与维护。2014年，公司收到的航天基地财政局财政补贴0.44亿元（计入公司“营业外收入”）；航天基地管委会对公司承担基础设施建设进行融资而产生的借款利息予以财政贴息，2014年，公司收到的航天基地财政局拨付贷款

贴息金额 2.43 亿元，用于冲减财务费用。

针对公司刚刚起步，收益水平较低的状况，管委会还对公司给予了较大的资金支持以增强其自身营运能力。2014 年，航天基地管委会将土地出让净收益中的 3.10 亿元拨付给公司，该部分反映在营业外收入的财政返还收入。

（2） 股权划拨

2014 年 12 月 22 日，根据《西安国家民用航天产业基地管理委员会财政局关于西安航天高技术产业发展有限公司重组的决定》（西航天财发【2014】21 号），管委会将其持有的西安国家民用航天产业基地开发有限公司、西安航天基地国际孵化器有限公司、西安航天基地融资担保有限公司、西安航天军民融合高科技产业发展有限公司、西安领宇卫星应用发展有限公司、西安空天建筑安装工程有限公司的全部或部分股权投资给公司子公司西安航天高技术产业发展有限公司（以下简称“高技术公司”），由此公司取得上述公司实质控制权，并将其纳入合并范围。

（3） 税收优惠

根据陕西省国家税务局《关于西安航天基地投资发展有限公司享受西部大开发企业所得税优惠政策的通知》（陕国税函[2010]296号），公司享受西部大开发企业所得税优惠政策，经营所得按照15%计征企业所得税。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员发生如下变更：根据西安市人民政府市政发[2014]13号文、中国共产党西安市委员会市干字[2014]59号文和航天基地管委会西航天发[2014]57号文，公司董事会成员由原来的3人变更为5人，监事由5人变更为3人，任命李希文为公司董事长、法定代表人，同意董事会聘请冯需为总经理。西航天发[2014]57号文同时对董事会成员、监事会成员进行了明确。

公司董事长李希文先生，44岁，工商管理

硕士，统计师，中共党员。曾担任西安高新区管理委员会投资服务局副局长，现任西安航天城投资发展集团有限公司法定代表人及董事长。

公司董事兼总经理冯需先生，1962年生，中共党员，大专学历。曾任西安市韦曲科技产业园副主任、西安航天科技产业基地管委会国土分局副局长、西安国家民用航天产业基地管委会农村工作局局长兼征地拆迁安置办公室主任。2014年4月起任公司总经理。

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、等其他方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是西安市城市建设领域的骨干企业，是西安国家民用航天产业基地内综合开发的唯一主体，主要负责航天基地内土地一级开发、道路以及相关配套设施等基础设施建设的开发，同时公司经营性业务还包括标准化厂房建设出售和出租、房地产开发等。

2014 年，公司主营业务收入较上年保持稳定，为 23.56 亿元。

从收入构成看，航天基地内村庄拆迁等业务为公司主业，2013~2014 年，分别实现拆迁补偿费收入 18.47 亿元和 10.08 亿元，占公司营业收入比重分别为 78.43%和 42.76%，由于村庄拆迁确认收入时点与拆迁进度不一致，公司该业务收入规模及占比均有所下降，但仍为主要收入来源；同时，公司实现与拆迁相关的建筑物拆除及土地平整收入，2013~2014 年，上述两项收入与拆迁业务量同步下降，2014 年分别为 0.10 亿元和 0.21 亿元；2013~2014 年，公司通过标准厂房及商品房销售实现房地产收入分别为 0.67 亿元和 9.05 亿元，其中 2014 年大幅增长主要系商品房项目于当年集中结转收入所致；2013~2014 年，公司分别实现建设工程回购收入 3.14 亿元和 3.48 亿元。

毛利率方面,受公司土地开发整理业务(包括拆迁补偿费、建筑物拆除费和土地平整费)毛利率较低影响,公司主营业务毛利率处于较低水平,2013~2014年分别为4.36%和5.10%。2014年,房地产业务毛利率为5.13%,较之前年度显著下降,主要由于一方面当年集中结转收入的商品房为部分园区内入驻企业委托开发

项目,毛利率较低,另一方面系人力成本的上升在委托开发协议销售价格锁定的条件下对毛利率进一步产生不利影响。建设工程板块毛利率为8.45%,较上年增长4.19个百分点。公司其他业务收入占比较小,毛利率变动对公司主营业务毛利率影响不大。

表2 2013~2014年公司主营业务收入构成情况(单位:万元、%)

	2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建费	258.93	0.11	100.00	1251.11	0.53	100.00
房地产	6664.49	2.83	39.35	90489.91	38.40	5.13
拆迁补偿费	184669.71	78.43	0.33	100751.85	42.76	0.49
建筑物拆除费	1686.13	0.72	0.33	953.88	0.40	0.44
土地平整费	3644.15	1.55	0.33	2107.11	0.89	0.45
建设工程	31439.53	13.35	4.26	34840.25	14.78	8.45
其他	7093.58	3.01	76.33	5253.31	2.23	50.69
合计	235456.53	100.00	4.36	235647.43	100.00	5.10

资料来源:公司提供

2. 土地开发及基础设施建设

公司成立后,航天基地管委会、航天基地财政局与公司签订了《委托西安航天基地投资发展有限公司实施土地开发及相关配套设施建设框架协议书》(以下简称“《框架协议书》”),约定航天基地管委会委托公司按照相关经批准的“基础设施建设项目可行性研究报告”的控制性详细规划要求,进行航天基地的开发建设工作,包括土地开发、道路建设、经济型回迁房建设以及相关配套设施的建设等方面。《框架协议书》中约定,无论实际建设投资进度如何,航天基地管委会应自项目开发初始日起,每12个月按照支付当日公司账面显示的实际已支出建设成本的2~3%支付委托管理费用。2013~2014年,公司收到委托管理费用分别为258.93万元和1251.11万元(2013年和2014年分别另将当年0.40亿元和0.24亿元委托管理费收入计入其他收入—让渡资产使用权收入),这部分反映为营业收入中的代建费一项。

土地开发整理

公司土地开发整理业务主要包括公司子公司产业发展公司受航天基地管委会委托进行的18个村庄的征地拆迁、土地平整等业务,以及

公司与航天基地土地储备中心(以下简称“土储中心”)进行的联合投资开发。

征地拆迁方面,截至2014年底公司已完成了11个村庄的整体拆迁工作,以及8个村庄的部分村组的拆迁工作,拆迁总户数为9056户,完成拆迁总面积158万平方米。公司征地拆迁主要收入体现为三项费用:拆迁补偿费、建筑物拆除费以及土地平整费,分期分阶段由委托单位支付,同时支付相应的委托费以及航天基地管委会给予相应的补贴资金。2014年,公司收到拆迁补偿费、建筑物拆除费和土地平整费分别为100751.85万元、953.88万元和2107.11万元,较上年均有所下降,主要系公司征地拆迁收入确认的时点与实际拆迁进度的不匹配性造成,具体为公司征地拆迁工作是将各村拆迁户分成小组推进,小组拆迁全部完成后相应确认该组收入,2014年,各小组完成拆迁总户数较上年有所增长,但实际全部完成拆迁的小组有所下降,故当年确认收入较上年相应减少。

表3 2012~2014年公司征地拆迁情况

	2012年	2013年	2014年
村庄数(个)	2	2	2

户数（户）	1969	1789	1881
拆迁面积（万平方米）	34	29	30

资料来源：公司提供

注：2010~2011 年，公司拆迁村庄 5 个，合计 3417 户，拆迁面积 65 万平方米。

联合投资开发方面，公司与土储中心签订了《联合投资开发协议书》，约定双方对根据《西安国家民用航天产业基地控制性详细规划》中的约 20 平方公里的土地进行一级开发，由土储中心负责征地拆迁等前期工作，公司向其支付土地开发费用并按照协议的约定获取投资开发收益。其中土地开发费用包括征地、拆迁补偿费、附着物补偿及有关税费，收购、收回和置换过程中发生的有关补偿费用，以及市政基础设施建设有关费用等，土地开发费用标准暂定为 45 万元/亩，实际支付费用按照开发土地的实测面积做相应调整，投资回报为土地开发完成后土地净收益的 10%。根据双方约定，2009~2016 年，土储中心需按照约定的进度对相应的地块完成征地拆迁、整理工作，其中整理地块需实现“九通一平”，公司相应的支付土地开发费用，总计需支付 78.75 亿元，截至 2014 年底，土储中心已累计完成 14980 亩土地的整理工作，公司已支付土地开发费用 64.71 亿元，计入公司“长期应收款”科目。2012~2014 年公司累计收到土地出让收入返还 9.55 亿元，计入公司“营业外收入”，待征用土地全部出让后，土储中心将与公司对土地开发费用及投资开发收益进行结算。联合资信关注到，公司与土储中心结算周期较长且土地出让进度不确定，对公司资金形成占用，回款时间不确定性较大。

基础设施建设

公司受航天基地管委会委托，对航天基地一期规划面积为 23.04 平方公里的基础设施项目进行建设，并于 2012 年发行“12 西安航天债”募集资金 8 亿元用于“航天基地一期基础设施建设项目”建设，项目投资 37.15 亿元。截至 2014 年底，公司累计完成投资金额 38.90 亿元，累计改造、完成建设道路 130.60 公里，管网铺设

213.01 公里，路灯安装 34.15 公里，人行道铺装 111.20 万平方米，高标准完成了航天大道、神舟一路、神舟三路、神舟五路航天大道等 22 条道路的全段改造工程；完成神舟六路、航天南路、航创路、航新路等 27 条新建道路的建设；完成了神舟五路、航天南路等 23 条道路部分路段雨污给排水管网工程；累计绿化改造 60 万平方米，栽植树种 21,425 株，完成了雁塔南路、航拓路、航腾路、航开路等 34 条道路的绿化改造工程；电热力配套方面，全面完成了 10KV、35KV、110KV、330KV 高压线迁改工作，基础砼浇注基塔位 72 个，组塔 64 基，新架单、双回路 42 公里，新建航腾路、航新路等四座 10KV 箱变，新建两座 110KV 变电站，同时航天基地供热中心建成供热。

根据公司与管委会签订代建回购协议，对于公司投资的基础设施项目本金部分由管委会通过回购的形式形成资金回流。根据工程进度情况，航天基地管委会于 2013 年和 2014 年回购金额分别为 3.14 亿元和 3.48 亿元，反映在营业收入中的建设工程一项，上述回购款均已于当年到位。

根据航天基地规划，航天基地拓展区（二期）规划面积约 63.61 平方公里，该区域的基础设施项目将继续由公司承担并实施。目前，航天基拓展区（二期）正在进行前期的控制详规的出具阶段，尚未投资。伴随航天基拓展区（二期）的启动，公司未来业务规模及盈利能力有望获得进一步提升。

经济型回迁房建设

公司经济型回迁房建设业务主要由公司下属控股子公司航天实业负责，建设完成后由航天基地管委会全额回购并支付相应的委托费用（不超过投资额的 5%）。截至 2014 年底，公司开发建设五期经济型回迁住房。其中，航天雅居总建筑面积 50410 平方米，总计 355 套住房，已完成投资金额 0.98 亿元；航天逸居总建筑面积 68780 平方米，总计 501 套住房，已完成投资金额 1.30 亿元；航天秀居总建筑面积

56871 平方米，总计 411 套住房，已完成投资金额 1.10 亿元；航天馨居总建筑面积 66168 平方米，总计 480 套住房，已完成投资金额 0.20 亿元；航天怡居总建筑面积 78181 平方米，共计 567 套住房，已完成投资金额 0.13 亿元。截至 2014 年底，航天雅居、航天逸居、航天秀居已完工并交工使用；航天馨居、航天怡居已完成部分施工。

3. 房地产板块

标准化厂房建设

公司是航天基地中唯一一家从事标准化厂房建设的企业，具体建设由其下属子公司航天实业负责，标准化厂房建设完成后，公司采取出租或者出售的方式回收建设成本。该部分业务采取独立经营、自负盈亏的方式经营，其中出售收入反映在房地产收入，出租收入反映在其他收入。

航天实业按照合理布局、产业集聚的原则在航天基地内建设标准化厂房，为入驻航天基地的企业提供建设和经营场所。每一期标准化厂房都有其自身的产业定位、按照一定的标准化模式建设，例如第一期标准化厂房主要针对太阳能光伏、半导体照明（LED）等企业。标准化厂房可以根据入驻企业的要求进行针对性改造，改造成本由入驻企业承担。

截至 2014 年底，航天实业共计投资 4.90 亿元兴建了六期标准化厂房，总建筑面积达 42.13 万平方米，其中三期标准厂房已经完工，并投入使用，对航天基地的招商引资工作起到了有力的支持和促进作用。标准化厂房一期、三期命名为“航天基地光伏产业孵化中心”，定位于太阳能光伏产业；标准化厂房二期、四期命名为“航天基地 LED 产业孵化中心”，定位大功率半导体照明产业。标准化厂房一期建筑面积为 23417 平方米，现已出售完毕；标准化厂房二期建筑面积为 74563 平方米，其中 52194 平方米对外出租，主要为入区的高技术企业，剩余已全部出售；标准化厂房三期建筑面积为

82156 平方米，绝大部分现已出售和出租；标准化厂房四期建筑面积为 70156 平方米，出租率率达到 85%。标准厂房五期和六期工程主体已完工，预计 2016 年可实现企业入驻，该二期标准厂房主要定位为文化创意、服务外包、物流产业等产业化项目。

商品房开发

公司目前开发的商品房项目主要包括山水岭秀、山水悦庭和山水香堤等项目。

其中，山水岭秀项目用地面积约为 45 亩，总建筑面积约为 12 万平方米；项目主要功能为住宅，配以部分商业，计划总投资 3.44 亿元，已于 2011 年开工。截至 2014 年底，该项目已完成投资 2.99 亿元，2011~2014 年，已完成销售 1731 套，实现销售收入 4.41 亿元。

山水悦庭秀项目用地面积约为 151.9 亩，总建筑面积约为 43.5 万平方米，项目主要功能为住宅及综合性商业配套，计划总投资 13.30 亿元，项目建设周期为 2011~2015 年。截至 2014 年底，该项目已完成投资 7.69 亿元，2011~2014 年，已完成销售 1504 套，实现销售收入 5.59 亿元。

山水香堤项目规划用地 55 亩，建筑面积约 15 万平方米，建设内容主要为高层、小高层为主的住宅（12-25 层）及相关配套，计划总投资 6.5 亿元，项目建设周期为 2011-2014 年。截至 2014 年底，已完成投资 5.12 亿元，2011~2014 年，已销售 797 套，实现销售收入 3.38 亿元。

表 4 2011~2014 年公司商品房销售情况

项目名称	内容	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
山水岭秀	销售情况（套）	128	6	1595	2
	预售收入（万元）	8721	243	35004	112
山水悦庭	销售情况（套）	1214	232	33	25
	预售收入（万元）	44456	8902	1914	632
山水香堤	销售情况（套）	64	281	450	2
	预售收入（万元）	1737	9776	22096	227
合计	销售情况（套）	1406	519	2078	29
	预售收入（万元）	54914	18921	59014	971

资料来源：公司提供

注：表中项目预售收入实现时点由委托开发协议确定，与确认收入时点具有一定不匹配性。

2013~2014 年，公司房地产板块实现收入分别为 0.67 亿元和 9.05 亿元。随着商品房项目集中于 2014 年竣工交付（2013 年房地产板块收入均来自标准厂房销售），当年公司结转房地产收入显著高于之前年度。但由于上述商品房项目均为航天基地部分入驻企业委托开发项目，委托协议中已对销售价格进行规定，毛利率较低，加之近年来人力成本不断上涨，进一步挤压了上述商品房的利润空间，因此公司 2014 年房地产业务毛利率为 5.13%，较之前年度下降明显。

公司未来开发的项目主要有启航 ICB、航天城中心广场、山水乐居、山水怡居和山水馨居项目，计划总投资 40.50 亿元。其中启航 ICB 项目占地 128.5 亩，总建筑面积 192237.8 平方米，总投资 9.50 亿元，主要用于建设生产研发用房、培训办公、服务中心及其他配套设施；航天城中心广场项目总投资 11.30 亿元，用地面积约 61 亩，总建筑面积约为 254222 平方米，主要功能为办公，并包含配套商业；山水乐居项目拟建设 3 栋 26 层高层，规划建筑面积 35000 平方米，预计总投资 1.20 亿元，预计 2014 年底可开发完成；山水怡居项目占地面积约为 140 亩，拟建设住宅楼，并包含配套商业、幼儿园等设施，总建筑面积约为 34 万平方米，预计总投资约 11.90 亿元，目前该项目手续正在办理之中，预计 2016 年可开发完成；山水馨居项目占地面积约为 92.7 亩，总建筑面积约为 20 万平方米，项目主要功能为住宅，并包含配套商业，预计总投资约 6.60 亿元，目前该项目手续正在办理之中，预计 2016 年可开发完成。公司未来房地产项目开发投资规模较大，将面临一定筹资压力。

4. 未来发展

未来，公司将根据国家的经济发展战略、产业政策和区域规划，按照航天基地管委会的经济发展战略、产业政策的要求和自身发展的需要，进一步增强融资能力，提高项目管理水

平，提高资金使用效率，努力推进投融资、城市基础设施建设和企业管理迈上新台阶，主要包括以下几个方面：

① 依托航天基地的城市化进程，加快土地开发经营，探索“资源—资产—资本”的循序渐进模式，对土地资源进行成片规划，加大基础设施投资建设力度，以商业运作的模式带动多样化经营，以合作开发的形式积累运作经验。

② 强化资产运营和资本运作，完善投融资体制；积极探索转变城市基础设施项目投融资模式，拓宽融资渠道；通过对创新融资模式的使用，充分发挥国有资本的带动力，吸引社会资金投资基础设施项目，建立多元化的城市基础设施项目投资主体结构。

③ 通过控股、参股、吸收合并等资本运作方式做强做大，整合行业内现有资源，增强企业自身实力和市场影响力，从而扩大公司在国内基础设施投资、建设和管理领域的市场份额。

④ 积极寻求与国际知名企业集团的战略合作，引进先进的管理经验和科技成果，提高公司综合经营能力。

八、募集资金使用情况

公司于 2012 年 11 月 8 日发行人民币债券 8 亿元，债券简称“12 西安航天债”，发行期限为 7 年，“12 西安航天债”利息采用固定利率；债券设计提前偿还条款，在“12 西安航天债”存续期内的第 3~7 年末每年按照发行总额 20% 的比例偿还债券本金。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

“12 西安航天债”采用连带责任保证担保方式，重庆市三峡担保集团有限公司（以下简称“三峡担保”）对“12 西安航天债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

“12 西安航天债”募集资金额度为 8 亿元，全部用于航天基地一期基础设施建设项目建设资金。截至 2014 年底，“航天基地一期基础设施建设项目”累计完成投资金额 38.90 亿元，使

用募集资金 8 亿元。“12 西安航天债”募集资金已全部按计划使用完毕。

具体工程进展见本报告第七章第 2 节中“基础设施建设”部分。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年度财务报表已经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）三年连审，并出具标准无保留意见的审计结论。

2014 年，公司设立全资子公司西安越航置业有限公司；公司子公司高技术公司非同一控制下企业合并取得西安国家民用航天产业基地开发有限公司、西安航天基地国际孵化区有限公司、西安航天基地融资担保有限公司等 8 家公司并纳入合并范围。截至 2014 年底，公司子公司高技术公司合并资产总额 114.72 亿元，较 2013 年底增长 156.74%，所有者权益合计 81.52 亿元，较 2013 年底增长 109.47%。上述高技术公司合并资产、负债及所有者权益增长部分来自于新纳入合并范围子公司，对财务可比性存在一定的影响。由于上述新纳入合并范围子公司收入及利润规模小，对公司合并收入及利润影响小。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 229.02 亿元，所有者权益合计为 130.73 亿元（其中少数股东权益 44.24 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 23.56 亿元，利润总额 3.19 亿元。

1. 盈利能力

2013~2014 年，公司营业总收入分别为 23.58 亿元和 23.62 亿元，其中营业收入分别为 23.55 亿元和 23.56 亿元。2013 和 2014 年，公司实现部分利息收入但占比很小。同期，公司营业成本同比小幅下降 0.69%。从营业利润率来看，2013~2014 年，公司营业利润率分别为 3.82%和 2.16%。2014 年公司营业利润率有所下滑，主要系年度营业税较上年大幅增长所致。

期间费用方面，2014 年全年公司期间费用为 0.89 亿元，较上年变化不大，其中销售费用

占 14.34%、管理费用占 63.18%、财务费用占 22.48%。2014 年，公司期间费用率为 3.77%。

由于公司主要从事公用事业以及地方政府基础设施建设，获得了政府在财政上的较大支持，返还收入和补贴收入成为公司利润的重要组成部分，2014 年，公司营业外收入 3.54 亿元。

2014 年，公司实现利润总额及净利润分别为 3.19 亿元和 3.10 亿元，同比分别下降 23.15%和 24.02%。

从盈利指标来看，2013~2014 年，公司净资产收益率分别为 4.76%和 2.37%；总资本收益率分别为 5.38%和 3.29%，2014 年，受并入子公司利润贡献小的影响，上述盈利指标均有所下滑。

总体看，跟踪期内，公司收入保持稳定，盈利对政府补助及贷款贴息的依赖性较大。公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013~2014 年，公司经营活动现金流入分别为 38.17 亿元和 41.37 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 29.27 亿元和 28.59 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金 2014 年为 12.73 亿元，同比增长 43.59%，主要为政府返还和补贴等。同期，公司经营活动现金流出分别为 38.09 亿元和 38.46 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 32.41 亿元和 33.54 亿元。2013~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.08 亿元和 2.91 亿元。

从收入实现质量看，2013~2014 年，公司现金收入比分别为 124.33%和 121.31%。总体看，公司收现质量保持较好水平。

投资活动方面，2013~2014 年，公司投资活动产生的现金流入量分别为 1.27 亿元和 4.31 亿元；同期，公司投资活动现金流出分别为 11.70 亿元和 1.68 亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金分别为 9.13 亿元和 0 亿元，主要为公司与土储中心联合开发航天产业基地内

的部分土地，公司负责对外筹措资金并转借给土地储备中心的资金（对应长期应收款科目），2014 年，公司长期应收款较上年未发生变化。2013 年公司投资活动产生的现金流量净额出现较大负值，为-10.43 亿元；2014 年，受未产生支付其他与投资活动有关的现金的影响，公司投资活动产生的现金流量净额为 2.64 亿元。

筹资活动方面，2013~2014 年，公司筹资活动现金流入分别为 14.64 亿元和 5.63 亿元；2013 年公司资金主要来源于吸收投资收到的现金 9.20 亿元；2014 年公司资金主要来源于取得借款收到的 3.20 亿元现金及收受到其他与筹资活动相关的现金 2.43 亿元。2013~2014 年，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 1.73 亿元和-4.52 亿元。

总体看，跟踪期内，伴随公司经营及投资活动实现净流入规模的扩大，公司对外融资需求有所降低。但考虑到未来公司房地产开发及基础设施建设仍存在较大资金需求，公司将面临一定筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额 229.02 亿元，同比增长 48.30%，其中流动资产占 60.97%，非流动资产占 39.03%。

截至 2014 年底，公司流动资产 139.64 亿元，同比增长 91.67%，增长主要来自货币资金、预付款项、其他应收款及存货。

截至 2014 年底，公司货币资金 17.58 亿元，同比增长 311.14%，主要为银行存款，其中 12.05 亿元的三年期定期存单已质押，其他货币资金 0.22 亿元系担保保证金。

截至 2014 年底，公司预付款项 53.47 亿元，同比增长 173.12%，其中增加的 19.74 亿元系西安航天军民融合高科技产业发展有限公司等公司纳入合并范围所致。从构成看，公司预付账

款主要是预付西安国家民用航天产业基地土地储备中心的基础设施建设所涉及的土地征收费用 6.52 亿元和预付西安国家民用航天产业基地拆迁安置办公室的拆迁款 44.63 亿元。从账龄上看，1 年以内的占 63.83%，1~2 年的占 25.16%，2 年以上的占 11.01%，由于公司主要从事建设周期较长的基本建设项目，并且主要项目还在建设期尚未办理结算，因此存在账龄超过一年的预付款项。

截至 2014 年底，公司其他应收款余额 10.07 亿元，同比增长 183.99%，主要系西安国家民用航天产业基地开发有限公司等公司纳入合并范围所致。其他应收款构成主要为公司与航天基地管委会及其下属部门之间的往来款，以及部分城市配套费押金。从账龄来看，1 年以内的占 41.15%，1~2 年的占 26.24%，2~3 年的占 32.03%，3~4 年的占 0.58%。公司计提坏账准备 0.72 亿元，计提比例为 7.18%。根据航天基地管委会《关于西安航天城投资发展集团有限公司应收账款等有关情况的说明》，航天基地管委会对于公司其他应收款将在 2015~2016 年用宗地 14、宗地 15（面积合计 187.40 亩）约 4.22 亿元土地出让收入偿还。上述航天基地管委会出具的说明为针对截至 2013 年底公司应收类款项的偿付安排，截至本评级报告出具日，航天基地管委会尚在制定针对 2014 年底公司应收类款项的偿付安排过程中，联合资信后续将密切关注新制定偿付安排对公司应收类款项的覆盖及期限安排。航天基地管委会对公司其他应收款的偿还计划在一定程度上提高了公司应收款项回收的安全性，但同时联合资信关注到，土地出让收入的实现受宏观调控及当地土地市场波动影响较大，未来公司其他应收款偿还计划的顺利实施仍具有一定不确定性。

截至 2014 年底，公司存货 51.39 亿元，同比增长 18.99%，主要系公司基础设施建设项目及房地产项目的持续投入所致。公司存货中开发成本占 66.37%，土地开发平整支出占 25.39%。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产 6.71 亿元，同比增长 272.93%，主要系年内新增土地开发投资所致，土地开发投资为公司 2014 年与西安国家民用航天产业基地拆迁安置办公室签订合作协议，约定合作开发土地事项，投资期限一年。

截至 2014 年底，公司非流动资产 89.38 亿元，同比增长 9.57%，增长主要来自长期股权投资和固定资产（占 3.45%）。截至 2014 年底，公司长期股权投资 11.62 亿元，同比增长 155.81%，主要系公司于 2014 年新增对西安空天建筑安装工程有限公司、西安领宇卫星应用发展有限公司等四家联营企业的投资所致。截至 2014 年底，公司固定资产 3.08 亿元，同比增长 186.78%，其中主要为房屋建筑物及构筑物 2.83 亿元。截至 2014 年底，公司长期应收款 64.71 亿元，较上年无变化，为公司应收西安国家民用航天产业基地土地储备中心的联合开发土地款，该款项对公司形成较大的资金周转压力。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，其中 2014 年受 9 家子公司纳入合并范围的影响，总资产规模增幅较大。目前公司资产构成中流动资产占比稍高，但流动资产中变现能力较弱的存货占比较大，货币资金受限比例较高，资产流动性偏弱；非流动资产中，长期应收款金额较大，对公司形成资金占用，回款时间不确定性较大。公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 130.73 亿元，同比增长 52.47%，主要系 2014 年非全资控股的子公司纳入合并范围导致少数股东权益增长所致。截至 2014 年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 26.02%、资本公积占 52.94%，盈余公积占 2.06%、未分配利润占 18.98%。公司所有者权益结构稳定性好。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额 98.29 亿元，同比增长 43.10%。其中，流动负债占 66.40%，

非流动负债占 33.60%。公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 65.27 亿元，同比增长 141.04%，增长主要来自预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债。

截至 2014 年底，公司预收款项 30.52 亿元，同比增长 93.34%，增长主要系公司子公司高技术公司预收航天基地管委会征地拆迁结算款 10.27 亿元（待拆迁完成结算后结转收入），以及新纳入合并范围的西安航天军民融合高科技产业发展有限公司与政府往来款 2.95 亿元以及西安国家民用航天产业基地开发有限公司预收代建安置房款项 5.94 亿元等。

截至 2014 年底，公司其他应付款 18.37 亿元，同比大幅增长 350.34%，主要为公司应付航天基地管委会及相关单位往来款增长所致。从账龄看，1 年以内的占 83.86%，1~2 年的占 4.99%，2~3 年的占 2.82%，3 年以上的占 8.33%。

截至 2014 年底，公司长期借款 25.70 亿元，同比下降 23.55%，其中质押借款 21.00 亿元，保证借款 4.70 亿元。截至 2014 年底，公司应付债券余额 6.40 亿元，为 2012 年 11 月发行的“12 西安航天债”（发行额度为 8 亿元，其中 1.60 亿元转入一年内到期的非流动负债），由重庆市三峡担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

截至 2014 年底，公司全部债务 42.36 亿元，同比下降 7.80%，其中短期债务 10.26 亿元（占 24.22%），同比增长 136.92%；长期债务 32.10 亿元（占 75.78%），同比下降 22.86%。截至 2014 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 19.71%、24.47% 和 42.92%；上述指标三年平均值分别为 27.45%、31.08% 和 44.48%，公司债务负担处于适宜水平。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，债务结构以长期债务为主，符合公司经营特点；公司整体债务负担处于适宜水平。

未来,随着公司投资规模的加大,债务水平可能有所上升。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面,从指标值上看,2014年,公司流动比率较上年有所下降,速动比率较上年有所上升,均处于适宜水平,2014年底分别为213.95%和135.21%。2014年,公司经营现金流动负债比为4.46%,经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力偏弱。考虑到公司流动负债中预收账款占比较大,且短期有息债务规模较小,公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面,2014年公司EBITDA为5.92亿元,全部债务/EBITDA为7.16倍。考虑到政府对公司的贷款贴息、回购支持以及未来土地出让收入保障,公司整体实际偿债能力较强。

截至2014年底,公司无重大应披露的未决诉讼事项。

截至2014年底,公司共获得各家商业银行授信额度总量为60.56亿元,已全部使用完毕,公司间接融资渠道亟待拓宽。

对外担保方面,截至2014年底,本公司之子公司西安航天基地融资担保有限公司在经营过程中对外提供担保余额14.05亿元;公司为西安汉长安城投资有限公司提供担保2.00亿元;公司为西安国家民用航天基地土地储备中心提供的担保余额为27.10亿元。以上对外担保余额合计43.15,担保比率为33.01%,考虑到被担保机构为政府单位及具有政府背景的企业,公司或有负债风险较低。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告(机构信用代码:G1061011601129090M),截至2015年4月7日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往履约债务情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况,以及西安航天基地经济发展及财力水平的综合分析,并考虑到航天基地管委会对于公司在资本金注入、贷款贴息、财政补助等方面的支持,公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力

1. “12 西安航天债”偿债能力分析

截至2014年底,公司EBITDA、经营活动的现金流入量、经营活动现金流量净额分别为5.92亿元、41.37亿元和2.91亿元,分别为“12 西安航天债”发行额度(8亿元)的0.74倍、5.17倍和0.36倍。公司经营活动现金流入量对“12 西安航天债”发行额度覆盖程度尚可。

“12 西安航天债”设置本金提前偿还条款,在存续期内后五年分期等额偿还本金:即在第三年末至第七年末每年分别偿还“12 西安航天债”发行总额的20%(1.60亿元)。2015年11月,公司将偿付第一笔分期偿还本金。

截至2014年底,公司EBITDA、经营活动的现金流入量、经营活动现金流量净额分别为“12 西安航天债”分期偿付额度的3.70倍、25.86倍和1.82倍;截至2014年底,公司现金类资产17.58亿元,为“12 西安航天债”首期偿付额度的10.99倍。总体看,公司EBITDA及经营活动的现金流入量对分期偿付额度覆盖程度好。“12 西安航天债”本金提前偿还条款的设置,能有效缓解公司未来资金集中偿付的压力。公司现金类资产充足,对“12 西安航天债”首期偿付额度保障程度高。

根据公司与航天基地管委会签订的BT协议,2014年,航天基地管委会应向公司支付3亿元回购资金。当年公司确认建设工程收入3.48亿元(计入营业收入),收到回购款3.48亿元(反映在销售商品提供劳务收到的现金)。回购款金额满足BT协议规定金额,公司BT回款情况良好。

总体看，跟踪期内，公司 EBITDA 及经营活动的现金流入量对分期偿付额度覆盖程度好。“12 西安航天债”本金提前偿还条款的设置，能有效缓解公司未来资金集中偿付的压力。公司现金类资产对“12 西安航天债”首期偿付额度保障程度高。航天基地管委会按照 BT 协议支付回购款，回款情况良好。

2. “12西安航天债”被担保能力分析

“12 西安航天债”由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

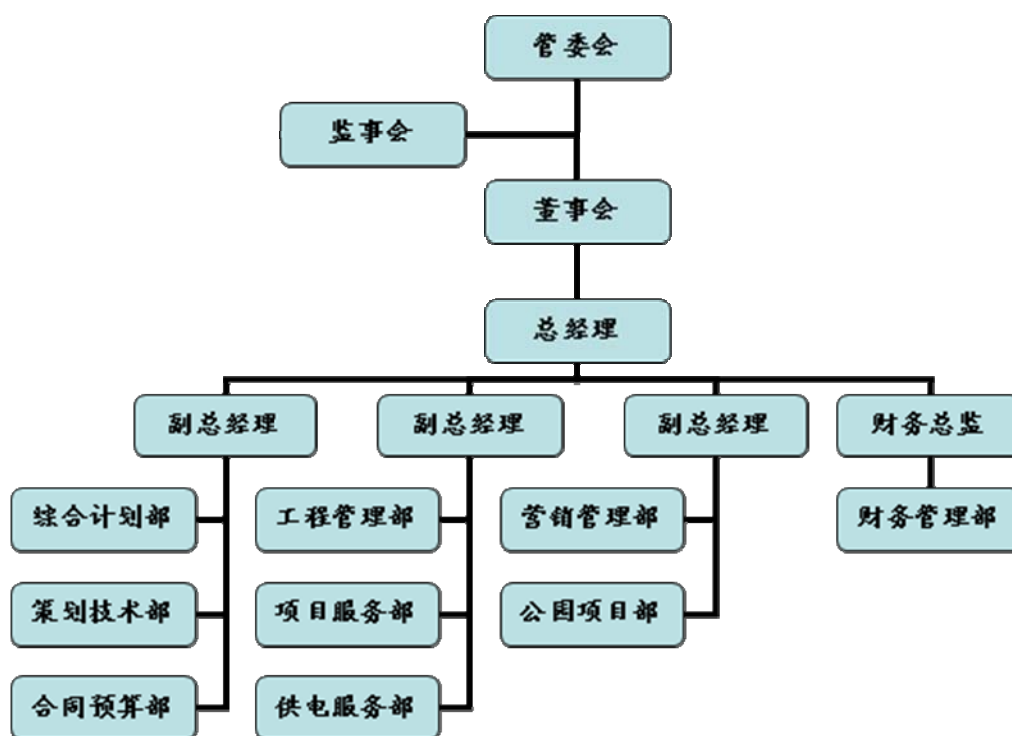
三峡担保成立于 2006 年，为重庆市资本规模最大的担保机构，其股本均为国有法人股。凭借强大的股东背景、较强的资本实力，三峡担保担保业务发展较快，在重庆地区担保市场具有明显的竞争优势。三峡担保资产质量较好且流动性较强，盈利能力逐步增强。

经联合资信评定，三峡担保 2015 年主体长期信用等级为 AA⁺。该信用等级反映了三峡担保代偿能力很强，风险很小。其担保有助于“12 西安航天债”本息偿还安全性的提高。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 西安航天债”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.91	4.28	17.58
资产总额(亿元)	141.07	154.43	229.02
所有者权益(亿元)	72.79	85.74	130.73
短期债务(亿元)	6.07	4.33	10.26
长期债务(亿元)	46.44	41.61	32.10
全部债务(亿元)	52.51	45.94	42.36
营业收入(亿元)	22.03	23.55	23.56
利润总额(亿元)	3.78	4.16	3.19
EBITDA(亿元)	6.99	7.31	5.92
经营性净现金流(亿元)	1.32	0.08	2.91
财务指标			
销售债权周转次数(次)	24.34	34.43	55.07
存货周转次数(次)	0.52	0.54	0.47
总资产周转次数(次)	0.16	0.16	0.12
现金收入比(%)	118.80	124.33	121.31
营业利润率(%)	3.71	3.82	2.16
总资本收益率(%)	5.46	5.38	3.29
净资产收益率(%)	5.11	4.76	2.37
长期债务资本化比率(%)	38.95	32.67	19.71
全部债务资本化比率(%)	41.90	34.89	24.47
资产负债率(%)	48.40	44.48	42.92
流动比率(%)	331.87	269.06	213.95
速动比率(%)	145.69	109.55	135.21
经营现金流动负债比(%)	6.02	0.31	4.46
全部债务/EBITDA(倍)	7.51	6.29	7.16

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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-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	
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%

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

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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。