跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1895 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

二零一六年七月二十九日

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[1]	8 亿元	2012/11/08-2019/11/08	AA$^+$	AA$^+$

跟踪评级时间：2016 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	4.28	17.58	28.93
资产总额(亿元)	154.43	229.02	312.43
所有者权益(亿元)	85.74	130.73	144.26
短期债务(亿元)	4.33	10.26	35.15
全部债务(亿元)	45.94	42.36	91.98
营业收入(亿元)	23.55	23.56	19.11
利润总额(亿元)	4.16	3.19	3.05
EBITDA(亿元)	7.31	5.92	6.92
经营性净现金流(亿元)	0.08	2.91	-0.66
营业利润率(%)	3.82	2.16	3.25
净资产收益率(%)	4.76	2.37	2.08
资产负债率(%)	44.48	42.92	53.82
全部债务资本化比率(%)	34.89	24.47	38.93
流动比率(%)	269.06	213.95	199.71
全部债务/EBITDA(倍)	6.29	7.16	13.30
经营现金流动负债比(%)	0.31	4.46	-0.60

注：现金类资产中已扣除受限资金；公司新增长期应付款已计入有息债务。2015 年其他非流动负债也计入全部债务。

分析师

崔俊凯　孙宏辰
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

[1] “12 西安航天债”已于 2015 年 11 月 9 日完成第一次偿还本金（1.60 亿元），现剩余本金 6.40 亿元。

评级观点

西安航天城投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）是西安国家民用航天产业基地（以下简称“航天基地”）唯一的基础设施投资建设主体，跟踪期内，航天基地经济发展水平和财政实力持续增强，公司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划拨等方面的大力支持。公司资产规模及所有者权益持续增长。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、债务规模快速扩张，未来投资压力大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，为公司未来发展提供良好的外部环境。

“12西安航天债”设置提前分期偿还条款，将有效缓解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；“12西安航天债”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消连带责任保证担保，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 EBITDA 及经营活动的现金流入量对剩余本金偿还覆盖程度好；“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。

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，公司债务规模快速扩张，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. 跟踪期内，受房地产板块快速下滑影响，公司收入规模有所缩减，整体盈利能力较弱，对政府补贴依赖性强。
4. 跟踪期内，航天基地管委会对于公司截至 2013 年底应收类款项的偿还因土地出让金尚未到位，故 2015 年未能及时返还给公司，联合资信将持续关注航天基地管委会回款安排。

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“12 西安航天债”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 2015 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。

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；城乡公共设施的开发及项目投资；旅游项目开发及投资；房地产开发、销售；航天科技领域的项目投资；航天特色农业项目投资；国内商业（国家法律法规规定的前置审批除外）。

截至 2015 年底，公司下设综合计划部、策划技术部、合同预算部、工程管理部、项目服务部、供电服务部、营销管理部、公园项目部、财务管理部共 9 个职能部门；下属全资子公司 27 家，控股子公司 10 家；拥有职工 118 人。

截至2015年底，公司合并资产总额为312.43亿元，所有者权益合计为144.26亿元（其中少数股东权益52.81亿元）。2015年，公司实现营业收入19.11亿元，利润总额3.05亿元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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调整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，2015 年西安市共实现地区生产总值 5810.03 亿元，比上年增长 8.2%。其中，第一产业增加值 220.20 亿元，增长 5.0%；第二产业增加值 2165.54 亿元，增长 6.8%；第三产业增加值 3424.29 亿元，增长 9.5%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 3.8%，第二产业增加值比重为 37.3%，第三产业增加值比重为 58.9%。

2015年，西安市全年财政总收入1114.98亿元，比上年增长9.3%。地方财政一般预算收入650.99亿元，同比增长16.3%，其中，营业税下降5.3%，增值税、企业所得税和个人所得税分别增长0.8%、11.2%和22.6%。

财政支出方面，2015年，西安市全年地方财政一般预算支出917.24亿元，比上年增长12.9%，其中，科学技术支出增长88.6%，城乡社区事务支出增长11.5%，社会保障和就业支出增长8.0%，节能环保支出增长55.9%，一般公共

服务支出下降11.8%。

航天基地

从西安航天基地地方政府综合财力来看，2015年，航天基地实现地方综合财力48.53亿元，同比增长4.85%，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，2015年分别占综合财力的40.40%和55.25%。

表1　2014～2015年西安航天基地财政收入情况（单位：万元）

科目	2014年	2015年
（一）一般预算收入	175177	196080
其中：税收收入	159090	174999
非税收入	16087	21081
（二）基金预算收入	262871	268128
（三）上级补助收入	24800	20380
（四）预算外财政专户收入		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**462848**	**485289**

资料来源：公司提供

从一般预算收入看，2015年，西安航天基地一般预算收入为19.61亿元，同比增长11.93%，一般预算收入构成中主要以税收收入为主，占比为89.25%。从基金预算收入看，2015年为26.81亿元，同比增长2.00%。从土地出让情况看，2015年，其中，实现的土地出让收入24.89亿元。

从地方政府债务看，截至2015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34.05亿元，主要为政府担保的国内金融机构借款27.65亿元。截至2015年底，西安航天基地全部债务余额17.03亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为35.13%（（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较低水平。

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有力的经济支持。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015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2015年底，公司拥有全资子公司27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。

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。2015 年，公司收到航天基地财政局财政补贴 0.53 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， 2015 年，公司收到的航天基地财政局拨付贷款贴息金额 3.37 亿元，用于冲减财务费用。

2015 年，航天基地管委会将土地出让净收益中的 2.45 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。

股权划拨

2015 年 7 月 8 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划拨西岸空天建筑安装工程有限公司部分股权的决定》（西航天财发【2015】15 号），西安国家民用航天产业基地管委会将其持有的西安空天建筑安装工程有限公司的 25%股权划拨给公司之子公司西安航天高技术产业发展有限公司（高技术公司对西安空天建筑安装工程有限公司原持股比例 30%，划拨后持股比例增持至 55%），高技术公司由此取得西安空天建筑安装工程有限公司的实质控制权。

2015 年 3 月 27 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股权划拨的通知》（西航天财发【2015】19 号），西安国家民用航天产业基地管委会将其持有的西安航天基地航天育种工程有限公司的 100%股权划拨给公司，公司由此取得西安航天基地航天育种工程有限公司、西安航天基地现代农业规划设计有限公司的实质控制权。

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，公司在管理体制、管理制度、高管人员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。

2015 年，受房地产收入规模下滑的影响，公司营业收入规模较上年有所下降，为 19.11 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，2015 年，实现拆迁补偿费收入 10.19 亿元，占公司营业收入比重为 53.34%，公司该业务收入规模及占比均有所上升；同时，公司实现与拆迁相关的建筑物拆除及土地平整收入，2015 年，上述两项收入分别为 0.10 亿元和 0.20 亿元；2015 年，受商品房销售接近完成的影响，公司实现房地产收入 4.01 亿元，同比下降 55.69%；2015 年，公司实现建设工程回购收入 3.51 亿元，较上年变化不大。

毛利率方面，公司代建毛利率为 85.24%，较上年下降 14.76 个百分点，主要系公司子公司西安航天高技术产业发展有限公司归集代建成本所致；土地整理方面，受拆迁模式的影响，拆迁补偿费毛利率变化不大为 0.42%，建筑拆迁费和土地平整费分别为 7.39%和 3.60%，较上年增长 6.95 个和 3.15 个百分点。2015 年，房地产业务毛利率为 2.75%，同比下降 2.38 个百分点。建设工程板块毛利率为 6.33%，较上年下降 2.12 个百分点。公司其他业务收入占比较小，其毛利率变动对公司整体毛利率影响不大。

表 2　2014～2015 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建费	1251.11	0.53	100.00	1776.04	0.93	85.24
房地产	90489.91	38.40	5.13	40093.26	20.98	2.75
拆迁补偿费	100751.85	42.76	0.49	101915.11	53.34	0.42
建筑物拆除费	953.88	0.40	0.44	988.04	0.52	7.39
土地平整费	2107.11	0.89	0.45	2027.62	1.06	3.60
建设工程	34840.25	14.78	8.45	35071.75	18.35	6.33
其他	5253.31	2.23	50.69	9203.25	4.82	50.25
合 计	**235647.43**	**100.00**	**5.10**	**191075.07**	**100.00**	**5.25**

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。2015 年，公司收到委托管理费用为 1776.04 万元（2015 年将 0.21 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 2015 年底公司已完成了 13 个村庄的整体拆迁工作，以及 5 个村庄的部分村组的拆迁工作，拆迁总户数为 10831 户，完成拆迁总面积 186 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。2015 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 101915.11 万元、988.04 万元和 2027.62 万元。征地拆迁模式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，2015 年，各小组完成拆迁总户数较上年有所下降。

表 3　2013～2015 年公司征地拆迁情况

	2013年	2014年	2015年
村庄数（个）	2	2	2
户数（户）	1789	1881	1775
拆迁面积（万平方米）	29	30	28

资料来源：公司提供

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 2015 年底，土储中心已累计完成 17100 亩土地的整理工作，公司已支付土地开发费用 71.23 亿元，计入公司“长期应收款”科目。2015 年公司收到土地出让收入返还 2.45 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 2015 年底，公司累计完成投资金额 33.72 亿元，累计改造、完成建设道路 133.20 公里，管网铺设 215.14 公里，路灯安装 34.83 公里，人行道铺装 113.42 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 61 万平方米，栽植树种 21853 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、双回线路 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 2015 年回购金额为 3.51 亿元，反映在营业收入中的建设工程一项，上述回购款已于当年到位。

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。项目总投资 29.98 亿元，截至 2015 年底，上述项目已完成投资 25.86 亿元。

经济型回迁房建设

2015 年之前公司经济型回迁房建设业务模式表现为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%）。因征地拆迁进度缓慢，2015 年公司的经济型回迁房中的山水馨居、山水怡居和枣园建设模式变更为代建模式。具体操作是：公司与航天基地征地拆迁安置办公室（以下简称“拆迁办”）分别根据项目签订委托代建协议（以下简称“协议”），根据协议约定拆迁办委托公司对项目进行建设管理，按项目进度及时支付项目工程款，代建管理费用以代建管理项目的实际投资额为取费基数，双方约定，项目授权范围内的建设管理费为项目建设费用的 3%。拆迁办在支付项目建设费用的同时向公司支付相应的代建管理费。

截至 2015 年底，公司在建的经济型回迁房房分别有山水馨居、山水怡居和山水乐居。其中，山水馨居总建筑面积 66168 平方米，总计 480 套住房，总投资 6.6 亿元，已完成投资额 0.94 亿元；山水怡居总建筑面积 78781 平方米，总计 567 套住房，总投资 11.90 亿元，已完成投资额 0.40 亿元；山水乐居总建筑面积 88780 平方米，总计 986 套住房，总投资 2.93 亿元，已完成投资额 2.74 亿元。

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西安航天基地航科实业有限公司负责，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。每一期标准化厂房均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。

公司标准化厂房在建项目为启航 ICB，该项目为工业地产项目，为创新企业定制工业厂房，位于西安国家民用航天产业基地内，南临航创路、东依航天东路、西接神舟六路。项目总占地面积 120 亩，用地性质为工业用地，项目建设共三期，总建筑面积 20 万平方米，总投资 10.09 亿元，主要建设生产研发用房、培训办公、服务中心及其他配套设施，2015 年已完成投资 10.05 亿元。2015 年，公司标准厂房暂时未形成出租收入。

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 2015 年底，该项目已完工。2013~2015 年累计已完成销售 1775 套，实现销售收入 4.58 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 2011～2016 年。截至 2015 年底，该项目已完成投资 7.69 亿元。2013~2015 年累计完成销售 92 套，实现销售收入 0.41 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 2015 年底，项目已完工。2013~2015 年，累计完成销售 1066 套，实现销售收入 2.30 亿元。

表 4　2013～2015 年公司商品房销售情况

项目名称	内容	2013 年	2014 年	2015 年
山水岭秀	销售情况（套）	1595	2	178
	预售收入（万元）	35004	112	10699
山水悦庭	销售情况（套）	33	25	34
	预售收入（万元）	1914	632	1592
山水香堤	销售情况（套）	450	2	614
	预售收入（万元）	22096	227	26459
合计	**销售情况（套）**	**2078**	**29**	**826**
	预售收入（万元）	**59014**	**971**	**38750**

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。

2015 年，公司房地产板块实现收入为 4.01 亿元，较上年同比下降 55.69%，主要系商品房项目接近销售完成所致。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 2015 年房地产业务毛利率为 2.75%，较之前年度有所下降。

公司未来开发的项目主要有山水香堤二期项目，位于神州四路以西，航天南路以北，占地面积 104 亩，预计投资 8.50 亿元；壹街区项目，位于航天大道以南，神州五路以西，占地面积 10.30 亩，预计投资 2.4 亿元；星艺城项目，位于航新路以东，航天南路以南，占地面积 208.90 亩，预计投资 30.00 亿元；星座广场项目，位于航天大道以南，神舟四路以西，占地面积 19 亩，预计投资 4.00 亿元。公司四个项目未来合计投资 44.90 亿元，公司的资金需求大，面临一定的筹资压力。

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，加大基础设施建设投资力度，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技术成果，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。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 2015 年底，“航天基地一期基础设施建设项目”累计完成投资金额 33.72 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 2013~2015 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。

2015 年，通过股权划拨，公司新增纳入合并范围内的子公司 3 家，分别为西安空天建设安装工程有限公司、西安航天基地航天育种工程有限公司和西安航天基地现代农业规划设计有限公司。新纳入的合并范围的公司中，西安空天建设安装工程有限公司规模较大，对公司财务数据的可比性有一定的影响。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 312.43 亿元，所有者权益合计为 144.26 亿元（其中少数股东权益 52.81 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 19.11 亿元，利润总额 3.05 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司整体营业收入有所下降，营业收入为 19.11 亿元，同比下降 18.91%；同期，营业成本同比下降 19.05%，降幅略高于营业收入。受此影响，2015 年公司营业利润率较上年增加 1.09 个百分点，为 3.25%。

从期间费用看，2015 年，公司期间费用为 1.31 亿元，较上年小幅下降 4.89%；公司期间费用构成以管理费用和财务费用为主，2015 年分别占比为 57.41%和 31.77%。总体看，公司期间费用控制能力较好。

非经营性损益方面，2015 年公司投资收益 0.39 亿元，同比增长 83.39%，主要来自于对合营企业投资收益。

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，2015 年，公司营业外收入 3.01 亿元。

2015 年，公司实现利润总额及净利润分别为 3.05 亿元和 3.00 亿元，同比分别下降 4.43%

和 3.12%。

从盈利指标来看，2015 年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 2.08%和 2.81%，同比分别减少 0.29 个和 0.48 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所下滑，利润总额对政府补助及土地返还收入的依赖性较大。公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，受整体营业收入规模下降的影响，2015 年，公司经营活动现金流入 38.73 亿元，同比下降 6.38%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 12.45 亿元，同比下降 56.46%；收到其他与经营活动有关的现金 26.21 亿元，同比增长 105.98%，主要为收到管委会和拆迁办的往来款。公司经营活动现金流出 39.39 亿元，较上年小幅增长 2.41%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 22.46 亿元，同比下降 33.03%，主要为支付的工程款；支付其他与经营活动有关的现金 15.71 亿元，同比大幅增长 331.92%，主要公司与对其他关联单位的借款增加所致。2015 年，公司经营活动产生的现金流量由正转负为-0.66 亿元。收入实现质量方面，受公司整体营业规模下降的下降的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速下降，2015 年公司现金收入比为 65.15%，较上年快速下降 56.16 个百分点，公司收入实现质量较弱。

投资活动方面，2015 年公司投资活动产生的现金流入为 4.16 亿元，较上年小幅下降 3.55%，其中，收回投资收到的现金为 0.42 亿元，主要为公司收回的委托贷款；收到其他与投资活动有关的现金 3.59 亿元，同比上升 28.18%，全部为非同一控制下企业合并西安空天建筑安装工程有限公司的现金。公司投资活动现金流出 7.16 亿元，同比上升 326.86%，主要系公司新增支付其他与投资活动的有关现金 6.52 亿元，主要为空天公司纳入合并范围所致。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额-2.30 亿元。2015 年，公司筹资前活动现金流流量净额为-3.65 亿元，，公司经营活动现金流量净额不能满足当期投资活动所需，对外融资需求较大。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入量大幅增长至 57.55 亿元，同比增长 921.57%，其中取得借款收到的现金大幅增长至 44.23 亿元，同比增长 1282.03%；新增发行债券收到的现金 9.85 亿元，全部为公司 2015 年发行的“浦发私募债”。公司筹资活动现金流出 30.28 亿元，同比增长 198.30%，主要来自偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金的增长。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 27.28 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量净额不能满足当期投资活动所需，同时，未来公司基础设施建设及保障房建设存在较大资金需求，公司面临较大筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 312.43 亿元，同比增长 36.42%，其中流动资产占 70.48%，流动资产占比较上年增长 9.51 个百分点，非流动资产占 29.52%，公司以流动资产为主。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产 220.19 亿元，同比增长 57.68%。流动资产构成主要为货币资金（占 21.64%）、预付款项（占 47.91%）、其他应收款（占 4.88%）和存货（占 22.95%）。

截至 2015 年底，公司货币资金大幅增长至 47.64 亿元，同比增长 171.00%。货币资金构成主要为银行存款（占 60.73%）、其他货币资金占（占 39.27%），其他货币资金全部为受限资金，公司受限资金规模大。

截至 2015 年底，公司预付款项大幅增长至 105.50 亿元，同比增长 97.31%，其中增加的 48.19 亿元系西安空天建筑安装工程有限公司纳入合并所致。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 3.52 亿元和预付给西安国家民用航天产业基地拆迁安置办公室款项 99.44 亿元。从账龄看，1 年以内的占 18.14%，1~2 年的占 37.14%，2~3 年的占 42.41%，3 年以上的占 2.31%，由于公司主要从事建设周期较长的基础建设项目，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 2015 年底，公司其他应收款为 10.75 亿元，同比增长 6.75%，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，以及部分城市配套资金押金。从账龄看，主要集中在 1 年以内的占比 94.24%，账龄短。公司计提坏账准备 0.27 亿元。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；2015 年，因土地出让金尚未全部到位，故未能按计划返还公司。未来航天基地管委会对公司应收类账款回款，联合资信将持续关注。

截至 2015 年底，公司存货 50.53 亿元，较 2014 年小幅下降 1.69%，主要系公司土地开发平整支出减少所致。公司存货中开发成本占 71.56%，土地开发平整支出占 16.80%，城市基础设施占 10.65%。公司计提减值准备 153.99 万元。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 5.21 亿元，同比减少 22.43%，主要由土地开发投资 4.06 亿元和预付税费 1.15 亿元构成。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产 92.23 亿元，同比增长 3.19%，构成主要为长期应收款（占 77.23%）、长期股权投资（占 8.30%）和在建工程（占 8.97%）。

截至 2015 年底，长期股权投资 7.65 亿元，同比下降 34.13%，主要系西安空天建筑安装工程有限公司已纳入合并报表，减少对其投资所致。

截至 2015 年底，公司固定资产 3.39 亿元，同比增长 10.04%，其中主要为房屋建筑物及构筑物 3.17 亿元。

截至 2015 年底，公司长期应收款 71.23 亿元，同比增长 10.08%，全部为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。

截至 2015 年底，公司新增其他非流动资产 0.45 亿元，全部为皖江金融租赁公司收到的融资款。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，其中 2015 年受西安空天建筑安装工程有限公司纳入合并范围的影响，总资产规模增幅较大。但考虑到公司受限资金及预付账款规模大、存货及长期应收款占比较高，对公司形成资金占用。公司整体资产质量一般。

所有者权益

所有者权益方面，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 144.26 亿元（少数股东权益 52.81 亿元），同比增长 19.37%，主要系 2015 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。同期，公司资本公积 48.57 亿元，同比增长 6.06%，主要系国有资产和拨款转入所致。截至 2015 年底，归属母公司所有者权益构成中，实收资本（占 24.60%）、资本公积（占 53.11%）、盈余公积（占 2.25%）、未分配利润（占 19.96%）。公司所有者权益结构稳定性好。

负债

负债方面，截至 2015 年底，公司负债总额 168.16 亿元，同比增长 71.08%。其中，流动负债占比 65.57%，非流动负债占比 34.43%。公司负债以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债合计 110.26 亿元，同比增长 68.94%，主要由短期借款（占 12.54%）、预收款项（占 32.60%）、其他应付款（占 30.48%）、一年内到期的非流动负债（占 17.79%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款大幅增长至 13.83 亿元，同比增长 963.85%。主要是信用借款（占 36.15%）、保证借款（占 26.75%）、质押借款（占 37.10%）。

截至 2015 年底，公司预收款项 35.95 亿元，同比增长 17.79%，主要为预收土储中心款项和预收房款。

截至 2015 年底，公司其他应付款快速增长至 33.61 亿元，同比增长 82.96%，主要为公司应付航天基地管委会及相关单位往来款增加所致。从账龄看，1 年以内的占 64.62%，1~2 年的占 26.91%，2~3 年的占 2.42%，3 年以上的占 6.05%。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债大幅增长至 19.61 亿元，同比增长 118.67%，主要为一年内到期的长期借款（占 85.52%）、一年内到期的应付债券（占 8.16%）、一年内到期的长期应付款（占 6.32%）。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 57.90 亿元，同比增长 71.08%，主要来自长期借款、应付债券和长期应付款的增长。

截至 2015 年底，公司长期借款 30.59 亿元，同比增长 19.06%，主要是保证借款（占 24.65%）、质押借款（占 57.70%）、抵押借款（占 17.65%）。

截至 2015 年底，公司应付债券大幅增长至 14.65 亿元，同比增长 128.95%，主要系公司新增的 9.85 亿元浦发私募债。公司 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，现债券余额为 4.80 亿元），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 2015 年底，公司新增长期应付款 3.50 亿元，全部为皖江金融租赁股份有限公司的融资费（为有息债务，已调整至长期债务）。

截至 2015 年底，公司新增其他非流动负债 8.09 亿元，全部来自西安市财政局对公司置换债券。根据《西安市财政局关于我市 2015 年第二批定向承销置换债券有关事项的通知》、《定向发行置债务债券解除协议》、《定向承销置换债券转贷协议》，将 4.89 亿元长期借款转为债券，分期付息，到期还本。同时，根据《西安市财政局关于我市 2015 年第三批公开发行置换债券有关事项的通知》，3.20 亿元为西安市第三批公开发行置换债券。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务为 91.98 亿元，同比增长 117.16%；其中短期债务占比 38%，长期债务（包括新增融资租赁款）占比 62%。长期债务占比高。

从债务指标来看，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.82%、38.93%和 28.26%，同比分别上升 10.90 个、14.46 个和 8.55 个百分点。公司债务负担进一步加重。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模大幅上升，债务结构以长期债务为主，符合公司经营特点；公司整体债务负担进一步加重。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，截至 2015 年底，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，2015 年底分别为 199.71%和 153.88%。2015 年，公司经营性现金流动负债比为-0.60%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力弱。短期债务规模较上年大幅上升，公司短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面，2015 年公司 EBITDA 为 6.92 亿元，全部债务/EBITDA 为 13.30 倍。考虑到政府对公司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尚可。

截至 2015 年底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

截至 2015 年底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 71.7 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 2015 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 10.27 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 37.37 亿元，担保比率为 25.90%，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 2016 年 7 月 15 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股权划拨及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 2015 年底，公司 EBITDA 和经营活动的现金流入量分别为 6.92 亿元和 38.73 亿元，分别为“12 西安航天债”剩余本金（6.40 亿元）的 1.08 倍和 6.05 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“12 西安航天债”剩余本金覆盖程度尚可。

“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）。

截至 2015 年底，公司 EBITDA 和经营活动的现金流入量，分别为“12 西安航天债”分期偿付额度的 4.33 倍和 24.21 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。

根据公司与航天基地管委会签订的 BT 协议，2015 年，航天基地管委会应向公司支付 3.51 亿元回购资金。当年公司确认建设工程收入 3.51 亿元（计入营业收入），收到回购款 3.51 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消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。

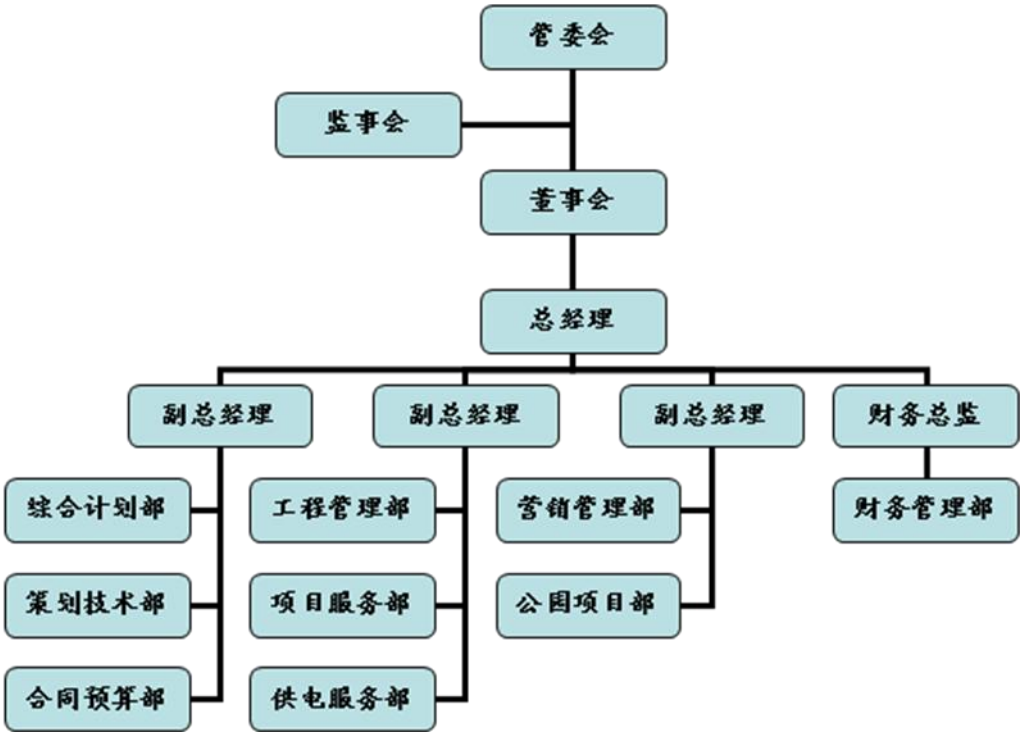
三峡担保成立于 2006 年，为重庆市资本规模最大的担保机构，其股本均为国有法人股。凭借强大的股东背景、较强的资本实力，三峡担保担保业务发展较快，在重庆地区担保市场具有明显的竞争优势。三峡担保资产质量较好且流动性较强，盈利能力逐步增强。

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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.28	17.58	28.93
资产总额(亿元)	154.43	229.02	312.43
所有者权益(亿元)	85.74	130.73	144.26
短期债务(亿元)	4.33	10.26	35.15
长期债务(亿元)	41.61	32.10	56.83
全部债务(亿元)	45.94	42.36	91.98
营业收入(亿元)	23.55	23.56	19.11
利润总额(亿元)	4.16	3.19	3.05
EBITDA(亿元)	7.31	5.92	6.92
经营性净现金流(亿元)	0.08	2.91	-0.66
财务指标			
销售债权周转次数(次)	34.43	55.07	40.69
存货周转次数(次)	0.54	0.47	0.36
总资产周转次数(次)	0.16	0.12	0.07
现金收入比(%)	124.33	121.31	65.15
营业利润率(%)	3.82	2.16	3.25
总资本收益率(%)	5.38	3.29	2.81
净资产收益率(%)	4.76	2.37	2.08
长期债务资本化比率(%)	32.67	19.71	28.26
全部债务资本化比率(%)	34.89	24.47	38.93
资产负债率(%)	44.48	42.92	53.82
流动比率(%)	269.06	213.95	199.71
速动比率(%)	109.55	135.21	153.88
经营现金流动负债比(%)	0.31	4.46	-0.60
全部债务/EBITDA(倍)	6.29	7.16	13.30

注：现金类资产中已扣除受限资金；公司新增长期应付款已计入有息债务

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。