

信用等级公告

联合[2015]1206 号

联合资信评估有限公司通过对西安市浐灞河发展有限公司 2015 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

西安市浐灞河发展有限公司
2015 年度第一期短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。



西安市浐灞河发展有限公司

2015 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期短期融资券信用等级: A-1

本期短期融资券发行额度: 6 亿元

本期短期融资券期限: 1 年

偿还方式: 到期一次还本付息

发行目的: 全部用于归还公司长期借款及下属子公司的流动资金贷款

评级时间: 2015 年 7 月 9 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.10	13.54	20.34	15.77
资产总额(亿元)	104.03	119.21	161.03	161.85
所有者权益(亿元)	37.70	38.83	61.47	61.48
短期债务(亿元)	4.61	4.48	23.44	24.06
全部债务(亿元)	45.49	56.18	73.02	75.74
营业收入(亿元)	14.13	15.45	9.06	1.69
利润总额(亿元)	1.42	1.27	1.04	0.03
EBITDA(亿元)	1.74	1.47	1.33	--
经营性净现金流(亿元)	0.21	0.08	-6.64	-5.75
净资产收益率(%)	3.26	2.93	1.43	--
资产负债率(%)	63.76	67.42	61.83	62.01
速动比率(%)	208.55	236.71	194.24	194.73
EBITDA 利息倍数(倍)	0.44	0.44	0.39	--
经营现金流动负债比(%)	0.84	0.27	-13.36	--
现金偿债倍数(倍)	1.52	2.26	3.39	2.63

注: 1. 2015 年 1 季度财务数据未经审计;

2. 全部债务统计口径包含长期应付款中有息债务部分。

分析师

张庆扬 徐荣伟 盛东巍

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

经联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 评定西安市浐灞河发展有限公司 (以下简称“公司”) 拟发行的 2015 年度第一期短期融资券的信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合分析, 联合资信认为, 公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 作为浐灞生态区基础设施建设及运营的主体, 浐灞管委会在资本金注入、财政补贴等方面给予公司持续有力的支持。
2. 2012~2014 年公司非受限现金类资产及经营活动现金流入规模大, 对本期短期融资券具有良好的保障能力。

关注

1. 公司资产流动性一般, 2014 年经营活动现金流大规模净流出, 公司存在较大的短期支付压力。
2. 公司应收类款项占流动资产比重较大, 对资金形成一定占用, 未来浐灞管委会对于委托公司代建项目的回购情况有待观察。

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）与西安市浐灞河发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西安市浐灞河发展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，未因西安市浐灞河发展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市浐灞河发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、西安市浐灞河发展有限公司 2015 年度第一期短期融资券信用等级自本期短期融资券发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

西安市浐灞河发展有限公司(以下简称“公司”)是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 2004 年 11 月全额出资成立的国有独资公司,初始注册资本 25000 万元,其中:货币资金 4000 万元,土地使用权 21000 万元。

2005 年 8 月,管委会以货币资金方式对公司进行增资,公司注册资本增至 43000 万元。2009 年 6 月,管委会以货币资金、土地使用权及实物出资方式对公司增资 82000 万元,公司注册资本增至 125000 万元。2012 年 11 月,管委会以货币资金及实物出资方式对公司增资 120000 万元,公司注册资本增至 245000 万元。2014 年 1 月,经管委会研究决定,同意国投瑞银资本管理有限公司(以下简称“国投瑞银”)以货币资金方式向公司增资 200000 万元,公司类型变更为国有控股,管委会持有公司 55.06% 的股权,国投瑞银持有公司 44.94% 的股权。截至 2015 年 3 月底,公司注册资本 445000 万元。

公司的经营范围包括:基础设施、旅游项目、旅游设施、旅游产品、景区、房地产、交通设施、文化体育设施、康复保健设施、餐饮设施开发、经营;城市建设、金融、工业、商业、高科技项目、综合治理项目投资、国内商业;受委托从事基础设施项目的建设管理(除国家规定的专控及前置许可项目)。

截至 2015 年 3 月底,公司下设综合管理部、投资策划部、合同预算部、建设管理部、财务审计部 5 个职能部门;下属子公司 6 家。

截至 2014 年底,公司资产总额 161.03 亿元,所有者权益 61.47 亿元。2014 年,公司实现营业收入 9.06 亿元,实现利润总额 1.04 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司资产总额 161.85 亿元,所有者权益 61.48 亿元。2015 年 1~3 月,公司实现营业收入 1.69 亿元,实现利润总额 0.03 亿元。

公司注册地址:西安市浐灞生态区浐灞大道 1 号;法定代表人:门轩。

二、本期短期融资券概况

公司已于 2014 年注册总金额为 11 亿元的短期融资券,计划于 2015 年发行第一期短期融资券(以下简称“本期短期融资券”)额度为 6 亿元,期限为 1 年。本期短期融资券募集资金拟全部用于归还公司长期借款及下属子公司的流动资金贷款。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

公司成立于 2004 年。截至 2015 年 3 月底,公司注册资本 445000 万元。浐灞管委会和国投瑞银分别持有公司 55.06% 和 44.94% 的股权,公司为国有控股公司,浐灞管委会为公司实际控制人。

公司负责浐灞生态区内土地开发、道路建设以及相关配套设施的建设等开发任务,是经浐灞管理委员会授权在其辖区内从事园区综合开发的企业。公司作为浐灞生态区基础设施配套建设的政府投资企业,西安市政府在注资、财政补贴及代建项目回购等方面对公司给予了较大支持。

公司是浐灞生态区基础设施配套建设主体,受浐灞管委会委托,承担浐灞规划区域内的基础设施、配套设施的建设任务。公司主营业务收入由工程施工、维护工程、商品销售、物业管理和公园运营构成。2012~2014 年,公司主营业务收入分别为 13.18 亿元、15.19 亿元和 8.49 亿元,2012~2014 年公司营业利润率波动上涨,由 9.77% 上升至 11.06%。2015 年 1~3 月,公司实现主营业务收入 1.60 亿元,同比有所下降。同期公司主营业务毛利率小幅下降至 8.08%。

公司资产以流动资产为主,流动资产中存货、应收账款和其他应收款占比高,公司资产质量一般。近年来公司所有者权益规模不断扩大。但考虑到浐灞管委会未来负有向国投瑞银支付股权受让价款的义务,如果未能按时完成

支付，公司将面临减资的风险。公司债务以长期债务为主，符合公司经营特点。公司营业收入主要来源于工程管理和工程回购款，随着委托建设项目进度放缓影响，公司收入规模所有下降。公司整体偿债能力尚可。

综合看，联合资信将公司主体长期信用等级评定为 AA，评级展望为稳定。

四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 29.70%，增长主要源自货币资金、应收账款、其他应收款和存货等科目。截至 2014 年底，公司流动资产合计 144.49 亿元，较 2013 年底增长 43.05%，公司流动资产主要以存货（占 10.07%）、应收账款（占 26.06%）、其他应收款（占 24.35%）和存货（占 33.14%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金呈快速增长趋势，年均复合增长 26.75%。截至 2014 年底，公司货币资金为 14.54 亿元，同比增长 8.23%，全部由货币资金及银行存款构成。截至 2015 年底，公司无使用受限的货币资金。

2014 年，公司新增以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 5.80 亿元，均为公司购买的银行理财产品。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 26.61%，主要系应收浐灞管委会工程回购款和管理费、及应收西安市土地储备中心浐灞分中心的工程款增加所致。截至 2014 年底，公司应收账款 37.66 亿元，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款 37.50 亿元，占 99.50%，主要为应收浐灞管委会 31.11 亿元工程回购款和管理费。从浐灞管委会欠款的账龄来看，1 年以内的占 13.94%，1~2 年的占 35.12%，2~3 年的占 25.67%，3~4 年的占 25.26%，4~5 年的占 0.01%，整体账龄较长。因浐灞管委会为公司股东，坏账风险小，公司未计提坏账准备。总体看，浐灞管委会对于欠款的回款时间不确定，且其欠款规模较大，对

公司流动资金形成较大占用。

2012~2014 年，公司其他应收款呈波动增长趋势，年均复合增长 55.56%。截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 35.26 亿元，其中计提坏账准备 0.07 亿元，账面净值 35.19 亿元，较上年同期大幅增加 24.29 亿元，主要系公司拆借给西安市土地储备中心浐灞分中心的有息借款。公司其他应收款债务人主要为关联方单位，故计提坏账准备比例较为合理，从欠款账龄来看，部分其他应收款账龄已达 5 年，账龄较长，存在一定的坏账风险。

2012~2014 年，公司存货呈快速增长趋势，年均复合增长 20.22%，截至 2014 年底，公司存货 47.88 亿元，主要是由代建工程成本 21.24 亿元和房屋开发成本 25.54 亿元构成，其中房屋开发成本主要包含公司购入的 14.81 亿元土地使用权，以及公司自营房地产业务中预计于未来自行出售的开发成本。由于公司存货可收回金额无低于账面价值情形，故公司未计提存货跌价准备。

总体来看，公司资产以流动资产为主，流动资产中存货、应收账款和其他应收款占比高，其中存货主要系代建项目成本和房地产项目，而部分应收账款和其他应收款的回款时间不确定，导致公司资产流动性较弱，另外较大应收账款和其他应收款规模也对公司流动资金形成占用。

2. 现金流分析

经营活动方面，受 2014 年公司在建项目进度放缓影响，2012~2014 年公司经营活动现金流入量年均复合减少 25.02%，2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 9.06 亿元，同比减少 42.40%，主要为公司回收浐灞管委会回购款。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金 3.33 亿元，主要是公司收到财政补贴、专项资金等 0.47 亿元，以及收到管委会、土地储备中心预付款及工程履约保证金等。从收现质量看，2012~2014 年公司现金收入比波动上升，分别为 65.99%和 101.80%和 99.96%，2012 年

公司收现质量较差主要系浐灞管委会回款不及时所致，2013~2014 年公司收现质量有所提升。2012~2014 年，公司经营活动现金流出量年均复合减少 6.61%。2014 年公司购买商品、接受劳务支付的现金 11.65 亿元，同比减少 48.36%，主要为公司对代建项目的投入减少。同期，公司支付其他与经营活动有关的现金 6.39 亿元，主要是公司与管委会和土地储备中心业务相关的资金往来、公司日常经费及退还的工程履约保证金等。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.21 亿元、0.08 亿元和 -6.64 亿元。

投资活动方面，近年来公司投资活动以支出为主，同期投资活动现金流入量较小，导致投资活动呈净流出态势。近三年公司投资活动现金流出量快速增长，三年分别为 3.70 亿元、4.79 亿元和 33.22 亿元，其中 2012 年主要是公司借款给关联方西安世园和土地储备中心共计 3.66 亿元；2013 年系公司对在建项目的投入以及成立陕西光大金控西部产业投资有限公司出资 1.50 亿元；2014 年主要系公司拆借给土地储备中心的有息借款 18 亿元及拆借给西安世园投资（集团）有限公司的有息借款 4.2 亿元。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -3.63 亿元、-4.79 亿元和 -30.07 亿元。

筹资活动方面，近年来公司筹资活动现金流入量主要来自借款取得的现金、吸收投资收到的现金以及发行债券获得的现金，其中 2012 年公司吸收投资收到的现金为浐灞管委会注资的 3.46 亿元，2013 年系浐灞管委会以 8.24 亿元货币资金置换以前年度划拨给公司的土地和基础设施公益性资产。2014 年主要系公司吸收国投瑞银以货币资金方式股权投资 20 亿元，中国对外经济贸易信托有限公司以货币资金方式投入西安浐灞国家湿地公园建设运营有限公司 3 亿元。公司筹资活动现金流出量主要是偿还债务支付的现金和偿付利息支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 11.40 亿元、9.10 亿元和 37.82 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -5.75 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 5.09 亿元；

公司投资活动产生的现金流净额为 -0.23 亿元，主要为购买理财产品支出的现金，以及到期的理财产品。

公司筹资活动产生的现金流净额为 0.68 亿元，其中取得借款收到的现金 4.34 亿元，偿付债务支付的现金 1.90 亿元，分配股利及偿付利息支付的现金 1.73 亿元。

总体看，近年来公司经营活动产生的现金流净额呈快速下滑趋势，投资活动支出主要依赖于公司外部筹资，2014 年经营活动现金流大规模净流出，公司存在较大的短期支付压力。

3. 短期偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率和速动比率加权均值分别为 319.38% 和 209.84%，2014 年底分别为 290.51% 和 194.24%；截至 2015 年 3 月底，上述比率分别为 300.04% 和 194.73%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比快速下降，2014 年为 -13.36%。截至 2015 年 3 月底，公司现金类资产 15.77 亿元，为短期债务的 65.56%。总体看，公司短期债务规模较大，公司短期偿债压力大。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保 13.60 亿元，担保比率为 22.12%，公司分别为西安世园和西安经发集团有限责任公司担保 13.20 亿元和 0.40 亿元。截至 2015 年 3 月底，上述两家公司经营状况良好，公司或有负债风险小。

截至 2015 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 97.05 亿元，其中尚未使用的授信额度为 24.84 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

五、本期短期融资券偿债能力

公司本期短期融资券计划发行额度为 6 亿元，分别占 2015 年 3 月底全部债务和短期债务的 7.92% 和 24.94%，其发行对公司现有债务有一定影响。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率和全

部债务资本化比率分别为 62.01%和 55.20%，以公司 2015 年 3 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期短期融资券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 63.37%和 57.07%，债务负担略有加重。但考虑到本期短期融资券募集资金拟全部用于归还公司长期借款及下属子公司的流动资金贷款，实际债务负担可能低于上述模拟值。

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入量分别为22.03亿元、33.53亿元和12.39亿元，分别为本期短期融资券发行额度的3.67倍、5.59倍和2.06倍。2012~2014年，公司现金类资产分别为9.10亿元、13.54亿元和20.34亿元，分别为本期短期融资券发行额度的1.52倍、2.26倍和3.39倍；截至2015年3月底，公司现金类资产15.77亿元，为本期短期融资券的2.63倍。总体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对本期短期融资券的保障能力较强。

六、结论

公司是西安浐灞生态区管理委员会下属的国有控股企业，作为浐灞生态区内基础设施配套建设及运营的主体，主要是通过承建浐灞生态区内灞河左岸的基础设施配套建设项目获取收入。近年来，公司在资本金注入、财政补贴等方面获得了政府持续有力的支持，但受市政公益类项目市场化程度低的影响，公司整体盈利能力较弱。

公司资产以流动资产为主，流动资产中存货、应收账款和其他应收款占比高，公司资产质量一般。近年来公司所有者权益规模不断扩大。但考虑到浐灞管委会未来负有向国投瑞银支付股权受让价款的义务，如果未能按时完成支付，公司将面临减资的风险。公司债务以长期债务为主，符合公司经营特点。公司营业收入主要来源于工程管理和工程回购款，随着委托建设项目进度放缓影响，公司收入规模所有下降。公司整体偿债能力尚可。

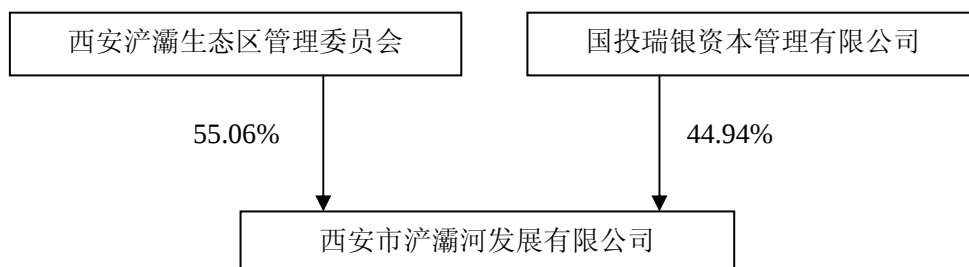
未来随着浐灞管委会对代建工程项目逐步

回购以及公司房地产业务的发展，公司收入及利润水平有望得到改善。总体看，公司主体信用风险很低。

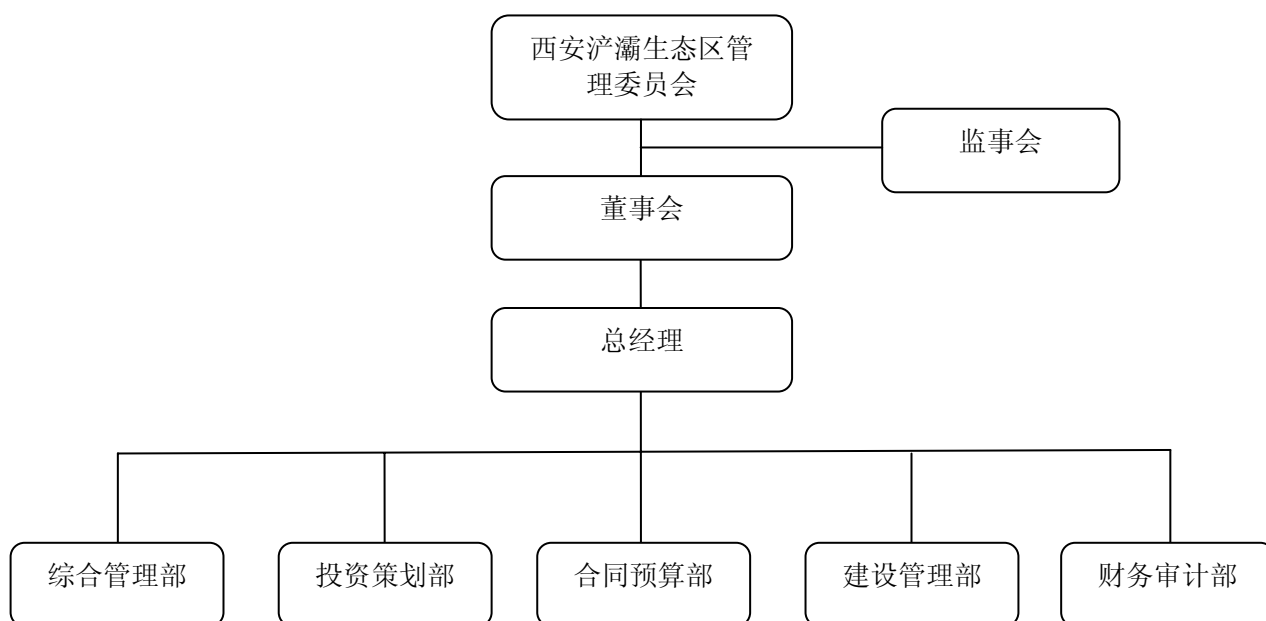
本期短期融资券的发行对公司现有债务有一定影响。公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期短期融资券具有较高的覆盖程度。

综合判断，本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.10	13.54	20.34	15.77
资产总额(亿元)	104.03	119.21	161.03	161.85
所有者权益(亿元)	37.70	38.83	61.47	61.48
短期债务(亿元)	4.61	4.48	23.44	24.06
长期债务(亿元)	40.88	51.70	49.58	51.68
全部债务(亿元)	45.49	56.18	73.02	75.74
营业收入(亿元)	14.13	15.45	9.06	1.69
利润总额(亿元)	1.42	1.27	1.04	0.03
EBITDA(亿元)	1.74	1.47	1.33	--
经营性净现金流(亿元)	0.21	0.08	-6.64	-5.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.88	0.52	0.25	--
存货周转次数(次)	0.48	0.43	0.19	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.14	0.06	--
现金收入比(%)	65.99	101.80	99.96	20.13
营业利润率(%)	10.38	6.34	12.96	11.53
总资本收益率(%)	1.57	1.22	0.70	--
净资产收益率(%)	3.26	2.93	1.43	--
长期债务资本化比率(%)	52.03	57.10	44.65	45.67
全部债务资本化比率(%)	54.69	59.13	54.30	55.20
资产负债率(%)	63.76	67.42	61.83	62.01
流动比率(%)	339.51	354.08	290.51	300.04
速动比率(%)	208.55	236.71	194.24	194.73
经营现金流负债比(%)	0.84	0.27	-13.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.44	0.44	0.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.13	38.12	55.06	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.67	5.59	2.06	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.04	0.01	-1.11	--
现金偿债倍数(倍)	1.52	2.26	3.39	2.63

注：1.公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；

2.公司全部债务统计口径包含长期应付款中有息债务部分。

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%
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期短期融资券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期短期融资券到期偿还额

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 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

联合资信评估有限公司关于 西安市浐灞河发展有限公司 2015 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期短期融资券存续期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

西安市浐灞河发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。西安市浐灞河发展有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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市浐灞河发展有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现西安市浐灞河发展有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期短期融资券的信用等级。

如西安市浐灞河发展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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期短期融资券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送西安市浐灞河发展有限公司、主管部门、交易机构等。

