跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1837 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持西安市浐灞河发展有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15西安浐灞CP001”A-1的信用等级。

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 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

西安市浐灞河发展有限公司短期融资券跟踪评级报告

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
15 西安浐灞 CP001	6 亿元	2015/9/10-2016/9/10	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.54	20.34	29.28	29.20
资产总额(亿元)	119.21	161.03	184.07	197.13
所有者权益(亿元)	38.83	61.47	68.40	68.44
短期债务(亿元)	4.48	23.44	25.87	19.43
全部债务(亿元)	56.18	73.02	88.27	100.57
营业收入(亿元)	15.45	9.06	11.59	2.89
利润总额 (亿元)	1.27	1.04	1.12	0.07
EBITDA(亿元)	1.47	1.33	1.44	--
经营性净现金流(亿元)	0.08	-6.64	-6.72	-8.42
营业利润率(%)	6.34	12.96	9.69	9.55
净资产收益率(%)	2.93	1.43	1.36	--
资产负债率(%)	67.42	61.83	62.84	65.28
全部债务资本化比率(%)	59.13	54.30	56.34	59.50
流动比率(%)	354.08	290.51	302.19	366.78
全部债务/EBITDA(倍)	38.12	55.06	61.38	--

注：1.2016 年 1 季度财务数据未经审计;
2.长期债务及全部债务统计口径包含长期应付款中有息债务。

分析师

张庆扬　张婷婷　闫　蓉
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，西安市浐灞河发展有限公司（以下简称“公司”）作为浐灞生态区内的基础设施投资建设主体，继续保持其在外部经营环境、政府支持、资产规模等方面的优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收类款项规模大、整体盈利水平较低等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

随着公司房地产项目销售陆续启动、经营性业务的发展、基础设施建设工程规模的进一步扩大以及浐灞管委会委托公司建设项目的逐步回购，公司收入规模及盈利水平有望保持增长，将有效缓解公司资金周转压力。

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“15西安浐灞CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 近年来，随着浐灞生态区的发展，浐灞生态区财政实力得到提升。作为浐灞生态区基础设施建设及运营的主体，公司获得了浐灞管委会的持续有力支持。
2. 跟踪期内，公司经营性业务收入规模继续上升，对公司收入及利润形成有力补充。
3. 公司经营活动现金流入量及现金类资产对“15西安浐灞CP001”覆盖程度较高。

关注

1. 浐灞生态区可控财力中土地出让收入占比高，其稳定性受土地市场行情影响大。
2. 浐灞生态区债务负担重，考虑到未来需支付的股权受让价款，浐灞管委会存在一定支付压力。
3. 公司从事的基础设施建设业务公益性强，市场化程度低，建设周期较长，前期代垫

资金规模较大。

4. 跟踪期内，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效率有待提高。

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、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 西安浐灞 CP001”到期日内有效；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（以下简称“联合资信”）关于西安市浐灞河发展有限公司主体长期信用及存续期内“15 西安浐灞 CP001”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 55.056%的股权，国投瑞银持有公司 44.944%的股权。

2015 年 12 月，经公司股东会通过，公司接受西安世园园林有限责任公司成为公司股东，同意该股东以货币形式对公司投资 80000 万元。本次增资后，管委会持有公司 46.667%的股权、国投瑞银持有公司 38.095%的股权、西安世园园林有限责任公司持有公司 15.238%的股权。

截至 2015 年底，公司注册资本 525000 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 年底，公司资产总额 184.07 亿元，所有者权益 68.40 亿元。2015 年，公司实现营业收入 11.59 亿元，实现利润总额 1.12 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 197.13 亿元，所有者权益 68.44 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.89 亿元，实现利润总额 0.07 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。

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. 行业分析

城市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物质基础，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。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

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，再到此次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督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 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。

（1）西安市概况

西安市是陕西省省会，新欧亚大陆桥中国段和黄河流域最大的中心城市，是中国西部和北方内陆地区金融中心，中西部地区重要的科研、高等教育、国防科技工业和高新技术产业基地。根据《西安市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015 年西安市全年地区生产总值（GDP）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%。全年地方财政一般公共预算收入 650.99 亿元，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%。全年地方财政一般公共预算支出 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%。

固定资产投资方面，2015年全年西安市全社会固定资产投资5165.98亿元，比上年下降12.5%，扣除价格因素，实际下降10.6%。其中，固定资产投资（不含农户）5086.93亿元，下降12.7%；农户投资79.05亿元，下降0.5%。

总的来看，西安市城市经济不断发展，城市总体竞争力持续提升，地方财政稳步增长，为公司提供了良好的发展平台和强大的经济支持。

（2）西安浐灞生态区概况

公司主要依托的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。

西安浐灞生态区位于西安城区东部，是西安市重点发展的“五区一港两基地”之一。浐灞生态区将城市发展建设与生态治理保护有机融合，先后建成西安世博园、西安浐灞国家湿地公园等5个大型城市公园，形成了中国西北地区少有的生态化园林城市景观。规划总面积129平方公里，北至渭河南岸，南抵绕城高速，西起西铜公路，东至西康铁路，包括浐河、灞河两河四岸的南北向带状区域，其中集中治理区89平方公里。

浐灞生态区始终坚持“生态立区”战略，按照“河流治理推动区域发展，新区开发支撑生态建设”的发展思路和“打造国际化管理团队，建设现代化生态新城”的发展目标，着重于加强浐、灞河流域综合治理，改善区域生态环境，同时，重点发展与生态环境相适应的金融商贸、旅游休闲、会议会展、文化教育等现代高端服务业，初步建立了生态治理与城市建设统筹兼顾、良性互动的可持续发展模式。

基础设施建设方面，目前，浐灞生态区已建成欧亚大道、世博大道、浐灞大道等市政道路120多公里，新建桥梁4座，实现了生态区与老城区路网的全面衔接；建设亲水码头18个、河道一级堤防36公里，新建给水、电力、供热等配套管线300多公里，建成公交港湾和候车厅60余个，吸引国际知名大型商超品牌入区发展，并且开办了浐灞第一中学、浐灞欧亚中学、浐灞完全中学等学校，区域商贸、教育等公共配套逐步完善。

招商引资方面，目前已引进德国麦德龙等世界 500 强企业 7 家，引进海航集团、中国银行等中国 500 强企业 6 家，其他重点产业项目 40 余家，总投资额超过千亿元。以“西部重要金融中心”为发展目标的西安金融商务区建设进程不断加快。

根据《西安浐灞生态区城市绿道网建设规划》，西安浐灞生态区于 2015 年启动城市绿道网系统建设，通过建设慢行系统、交通衔接系统、配套服务系统、标识系统、公共目的地系统、绿廊系统，将区域河道、公园、广场、地铁及交通枢纽、商业体、产业园区、学校、运动场馆等串联形成结构清晰、功能完善、特色鲜明、方便便捷的城市绿道网。

“十三五”时期将是浐灞生态区创新发展的关键时期，浐灞生态区将重点发展国际经贸、会议会展业，构成欧亚经济综合园区核心区。提高国际文化交流水平，建设好西安领事馆区。突出发展现代商务服务业，打造浐灞特色商圈。完善以砂之船奥特莱斯、西安丝绸之路博览城等大项目为依托的浐灞商圈核心区商业体系。聚焦发展金融产业，构建西部区域性金融中心。计划到2017年实现金融服务业增加值130亿元，就业人口达到1万人。大力发展生产性服务业，形成西部企业总部集群核心区。

整体上看，作为浐灞生态区基础设施配套建设主体，公司未来发展前景良好。

（3）浐灞生态区财政概况

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。

从收入构成上来看，浐灞生态区财政综合财力主要由一般预算收入及土地出让权收入两部分构成，其具体明细见上表。

表1　2014~2015年浐灞生态区政府财力状况

（单位：万元）

地方财力（2014年度）	2014年	2015年
（一）地方一般预算本级收入	**128330**	**155245**
1、税收收入	94970	100002
2、非税收收入	33360	55243
（二）转移支付和税收返还收入	**25211**	**75651**
1、一般性转移支付收入	2793	44343
2、专项转移支付收入	22418	31308
3、税收返还收入	0	0
（三）国有土地使用权出让收入	**268937**	**278354**
1、国有土地使用权出让金	225661	223286
2、国有土地收益基金	42139	52463
3、农业土地开发资金	1137	2605
（四）预算外财政专户收入	**0**	**0**
（五）其他	**85701**	**132119**
1、一般预算上年结余收入	994	1438
2、其他基金收入	59080	130317
3、专项补助	25350	10
4、基金收入上年结余	277	434

资料来源：西安市浐灞生态区财政局

一般预算收入是浐灞生态区财政收入中稳定的来源，2013～2015年分别为11.56亿元、12.83亿元和15.52亿元，主要由税收收入构成，2015年税收收入为10.00亿元。

国有土地使用权出让收入是浐灞生态区财政收入的重要组成部分，2013～2015年分别为32.03亿元、26.89亿元和27.84亿元，受土地出让进度和出让价格影响，近年浐灞生态区国有土地使用权出让金收入整体趋势有所下降。

总体看，2015年浐灞生态区一般预算收入有所增长，但可支配财力中，浐灞生态区财政收入对土地出让收入依赖性较高。考虑到欧亚经济综合园区核心区、西安领事馆区和浐灞特色商圈、浐灞商圈核心区商业体系所带来的附加价值和经济效益，未来浐灞生态区税收收入有望得到进一步提升。

（4）浐灞生态区政府债务

根据西安市浐灞生态区财政局提供的资料，截至2015年底，浐灞生态区政府直接债务余额54.60亿元，担保债务余额9.96亿元，地方政府债务余额（直接债务余额+担保债务余额*50%）为59.58亿元，总体来看，浐灞生态区政府债务负担重。

五、基础素质分析

1.　产权状况

2015年12月，经公司股东会通过，公司接受西安世园园林有限责任公司为公司股东，同意该股东以货币形式对公司投资80000万元。本次增资后，浐灞管委会持有公司46.667%的股权、国投瑞银持有公司38.095%的股权、西安世园园林有限责任公司持有公司15.238%的股权。

考虑到西安世园园林有限责任公司为浐灞管委会下设的另一家基础设施配套建设主体西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“西安世园”）的子公司，公司与西安世园同为管委会直属企业。因此，本次公司股权变更后，公司的实际控制人不变，仍然为浐灞管委会。

2.　企业规模

公司是西安市大型国有企业之一，是浐灞管委会基础设施配套建设主体，受管委会委托，主要承担灞河左岸（主要包括金融商务区、商贸园区、湿地园区、总部经济园区和雁鸣湖园区）的基础设施、配套设施的建设任务，而西安世园则承担具体实施灞河右岸（主要为世园园区）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。从竞争方面看，公司与西安世园同为管委会直属企业，且董事长均为同一人，但大部分代建项目由浐灞管委会直接分配，因此公司与西安世园在规划区域内不存在明显竞争压力。

截至2016年3月底，公司拥有西安市浐灞生态房地产开发有限公司、西安浐灞城市投资建设有限公司、西安浐灞贸易有限责任公司、西安浐灞物业服务有限责任公司、西安市浐灞生态园林景观有限公司5家全资子公司，以及西安浐灞国家湿地公园建设运营有限公司1家控股子公司。

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。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员未发生变动。

截至2016年3月底，公司在职职工166人。从学历构成看，员工本科及以上学历158人，大专学历8人。

总体看，公司高级管理人员具有多年的从业经历以及丰富的管理经验，在职员工整体素质可满足公司的日常运营。

4. 政府支持

跟踪期内，公司作为浐灞生态区基础设施配套建设的政府投资企业，西安市政府在财政补贴及代建项目回购等方面对公司给予了较大支持。

财政补贴

为推动浐灞生态区发展，支持园区建设，西安市政府及浐灞区管委会每年以划拨资金的形式给予公司较多财政补贴，其中包括对金融商务区基础设施及湿地公园项目建设的资金补贴、浐灞生态区补贴收入、湿地公园运营补贴及金融园区基础设施绿化项目补贴等。公司将收到的政府补贴计入“营业外收入”科目中。

表2 公司近年获得政府补贴情况 （单位：万元）

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年
政府补贴	7315	12598	4655	5473

资料来源：公司提供

代建项目回购

近年来，公司承担了浐灞生态区内大量的基础设施项目，均由浐灞管委会和西安市土地储备中心浐灞分中心（以下简称“土地储备中心”）采取代建回购的方式实施。2014年7月，浐灞管委会出具了《关于对公司代建项目回购安排的说明》，经浐灞管委会研究决定，将充分尊重公司的独立市场主体地位，保障公司独立经营、自主决策，按照相关合同及法规及时结算工程款。具体结算方式为：公司按照实际招标单个项目进行项目结算，项目在办理移交并竣工验收后，浐灞管委会在三年之内将代建款项支付完毕。此外，对于浐灞管委会以前年度应付公司的代建款项（截至2013年底为34.11亿元），浐灞管委会自2014年起八年内支付完毕。2014~2015年，公司分别收到浐灞管委会支付的7.30亿元和7.50亿元代建款项。

总体看，公司在发展过程中得到政府多方面的支持，且具备一定的持续性，为公司发展创造了良好的外部环境。

5. 重大事项

2014年1月，根据浐灞管委会出具的《关于西安市浐灞河发展有限公司增资扩股的决定》（西浐灞发[2014]14号）文件，浐灞管委会同意国投瑞银资本管理有限公司向公司投资200000万元，投资后公司注册资本变更为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。同时，国投瑞银、浐灞管委会及公司签订了《增资扩股合同》，以完成上述增资事项。

此外，本次增资事项还设定了国投瑞银投资的退出机制。国投瑞银与浐灞管委会还签订了《远期股权受让合同》（以下简称“合同”），合同约定自增资款到账后第三年至第五年，西安浐灞生态区管理委员会将以6亿元、7亿元、7亿元分期支付股权受让价款，存续期间将根据股权受让价款余额支付维持费（前三年采用固定利率9.00%，后两年采用银行间贷款基础利率1年期利率加3.30%方式计算）。如浐灞管委会未受让公司股权并支付股权受让价款，在公司符合减资条件的情况下，由公司依照法定程序进行减资，公司不符合减资条件时，国投瑞银有权以任意价格处置公司股权；此外，国投瑞银还可以选择以原状返还方式分配财产。

从合同约定的条款来看，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；如果公司不符合减资条件，将面临股东更替的风险，因此联合资信认为浐灞管委会或公司未来出现经济利益流出的可能性较大。为保证按时支付股权受让价款，浐灞管委会另外提供了资产作为抵押。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理体制上无重大变动。

七、经营分析

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。

2015 年公司主营业务收入 11.19 亿元，较上一年有所增加，主要由工程施工收入、公园运营和维护养护业务收入构成，分别占主营业务收入的比重为 85.75%、7.29%和 4.24%。跟踪期内，公司维护养护业务、商品销售业务收入规模较快增长，经营性业务收入的提升对公司收入整体规模形成有力补充。

毛利率方面，受毛利率较低的工程施工业务规模有所增长，且物业管理业务毛利率持续为负的影响，2015年公司主营业务毛利率较上一年有所下降，由11.06%下降至8.91%。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 2.79 亿元，同期公司主营业务毛利率小幅下降至 8.14%。

表 3　公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

业务	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 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
工程施工	148192.58	97.54	7.48	72725.42	85.65	6.73	95995.67	85.75	5.61	24826.76	88.83	6.56
维护养护	2202.81	1.45	5.07	2469.12	2.91	26.68	4741.40	4.24	7.69	1237.30	4.43	19.28
商品销售	90.82	0.06	27.1	311.14	0.37	13.45	1557.70	1.39	5.89	403.26	1.44	5.80
物业管理	850.07	0.56	-12.9	1601.65	1.89	-30.89	1491.72	1.33	-41.40	224.67	0.80	47.39
公园运营	595.61	0.39	-375.71	7805.33	9.19	54.95	8159.45	7.29	58.19	1256.60	4.50	22.07
合计	**151931.89**	**100**	**5.84**	**84912.66**	**100**	**11.06**	**111945.94**	**100.00**	**8.91**	**27948.59**	**100.00**	**8.14**

资料来源：公司提供

1.　工程施工业务

公司工程施工业务主要是指受浐灞管委会委托，承担浐灞规划区域内的基础设施、配套设施的建设任务。目前，工程施工业务模式可分为两种：委托代建和自营。

委托代建模式

2008 年，浐灞管委会、土地储备中心与公司签订了《项目委托服务协议》（以下简称“协议”），协议中约定浐灞管委会、土地储备中心按照生态区开发、建设及入区企业建设情况，分别向公司提出服务项目内容，委托公司实施开发、建设等服务事项，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、绿化建设等方面。

协议中还约定了公司的盈利模式，即在项目建设过程中，浐灞管委会或土地储备中心以每年公司工程实际投资额的 7%支付工程管理费；待项目建成并通过评审验收，浐灞管委会或土地储备中心另外支付 3%的工程管理费（以项目工程实际投资额为基础）。因此，在工程施工业务收入与成本确认上，公司将每年工程实际投资额确认为成本，收入则为成本加上浐灞

管委会或土地储备中心当年确认支付的工程管理费。

待项目建成并通过验收后，浐灞管委会将通过分期回购的形式，支付公司工程建设款及管理费。由于以前年度浐灞管委会与公司并未就代建项目的具体回购安排进行约定，2014 年 7 月浐灞管委会出具了《关于对公司代建项目回购安排的说明》，明确约定公司按照实际招标单个项目进行项目结算，项目在办理移交并竣工验收后，浐灞管委会在三年之内将代建款项支付完毕。

2013~2015 年，浐灞管委会和土地储备中心合计分别支付工程回购款 7.20 亿元、7.30 亿元和 7.50 亿元，体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目中。

目前，公司主要在建的委托代建项目包括浐河西岸北区基础设施项目、金融商务区基础设施建设项目、水生态修复与保护工程一期项目和贾家滩村棚改项目等，预计总投资 73.50 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司上述委托代建项目已完成投资 36.84 亿元，未来仍需投资 36.66 亿元。

表 4　截至 2016 年 3 月底公司主要在建的委托代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		资金落实情况	已完成投资	工程周期
		贷款	自筹			
浐河西岸北区基础设施项目	14.70	10.00	4.70	自有资金已全额落实到位，已取得以工行为牵头行的银行授信 10 亿元，目前已发放贷款 5.8 亿元	11.82	2008.11-2016.10
金融商务区基础设施建设项目	18.82	13.00	5.82	项目自有资金 5.82 亿元已全额到位，已取得国家开发银行授信 13 亿元，目前已发放贷款 10.25 亿元。	18.36	2011.09-2015.10
水生态修复与保护工程项目（一期）	12.00	8.40	3.60	目前已自筹 3.12 亿元，后续自有资金正在筹集过程中	3.32	2014.01-2018.11
丝路学校	1.60	1.10	0.50	目前已自筹 0.1 亿元，后续自有资金正在筹集过程中	0.70。	2015.01-2015.09
南牛寺村棚改项目	5.50	3.80	1.70	目前已自筹 0.22 亿元，后续自有资金正在筹集过程中	1.00	2014.10-2017.03
贾家滩村棚改项目	8.00	5.60	2.40	--	0.63	2015.06-2018.06
长乐东路浐河桥安置工程	7.10	4.97	2.13	目前已自筹 0.09 亿元，后续自有资金正在筹集过程中	0.17	2014.2-2016.6
城乡结合部电网改造项目	2.80	1.96	0.84	目前已自筹 0.08 亿元，后续自有资金正在筹集过程中	0.36	2015.10-2017.12
浐灞一小	0.93	0.65	0.28	目前已自筹 0.1 亿元，后续自有资金正在筹集过程中	0.37	2014.4-2016.6
领事馆一期及配套	1.00	0.70	0.30	目前已自筹 0.41 亿元，后续自有资金正在筹集过程中	0.25	2015-2017
浐河雁鸣湖（东月路-南三环）综合整治提升项目	1.05	0.74	0.32	目前已自筹 0.1 亿元，后续自有资金正在筹集过程中	0.56	2015.9-2016.5
合计	**73.50**	**50.92**	**22.59**	--	**36.84**	--

资料来源：公司提供

自营模式

公司自营模式主要是指子公司西安市浐灞生态房地产开发有限公司（以下简称“地产公司”）和西安浐灞城市投资建设有限公司（以下简称“城市建设公司”）以市场化方式运作的工程项目，主要业务包括土地开发建设和保障房建设等。其中公租房和经适房项目由西安浐灞城市投资建设有限公司具体实施，限价房项目由西安市浐灞生态房地产开发有限公司具体实施。

滨水花城项目属于国家鼓励的保障性住房建设中的“两限房”，项目位于浐灞生态区广运潭大道与玄武东路东北角，项目周边交通条件便利，紧邻城市二环，地铁三号线。滨水花城

配套设施完善，东望浐、灞两河，近享西安世博园。滨水花城项目占地面积 25.502 亩，总建筑面积 76718 平方米，地上建筑面积 61090 平方米，其中住宅建筑面积 54360 平方米，604 套，商业建筑面积 6730 平方米，项目容积率 3.59，绿化率 42%。项目地下建筑面积 15628 平方米，机动车位 489 个，其中，地上 49 个，地下机械双层停车位 440 个。项目预计总投资 3.15 亿元，建设工期为 2012 年至 2015 年，共 36 个月。目前，滨水花城项目周边商品房销售价格为 5800~12000 元/平方米，而滨水花城限价房销售价格为 4800 元/平方米，定价合理，销售具有一定的优势。项目预计实现销售收入约为 45000 万元。截至 2016 年 3 月底，滨水花城限价房项目共签订销售意向合同 263 份；销售合同金额 12540 万元。该项目已取得土地证（西浐灞国用（2012 出）第 019 号）、建设用地规划许可证（浐灞规地字第（2012）010 号）、建设工程规划许可证（浐灞规建字第（2012）030 号）、建筑工程施工许可证（浐灞（2013）001 号）及预售证。

红星花园公租房项目建设地址位于西安浐灞生态区玄武东路以南，赵围东路以东，南距矿山路约 200 米，东距广运潭大道约 300 米。项目估算总投资 48000 万元，工程计划总工期 29 个月，建设工期 24 个月，自 2013 年 12 月至 2015 年 12 月。项目总占地面积约 27.753 亩，地上建筑面积约 11.05 万平方米，地下建筑面积 1.34 万平方米，建设公租房 2508 套。项目获得中央及省级财政补贴 7500 万元，根据陕西省工程咨询中心出具的项目可行性研究报告，项目计算期 2016~2033 年内可获得租金收入共计 61154 万元。截至 2016 年 3 月底，该项目已完成合同内所有工程量，目前已取得土地证（西浐灞国用（2012）第 018 号）、建设用地规划许可证（浐灞规地字第（2011）030 号）。

浐灞家园项目位于西安市浐灞生态区玄武东路以南，西距赵围东路约160米，南距矿山路约200米。西安浐灞生态区浐灞家园经济适用房项目估算总投资20274万元，建设周期为36个月，自2012年12月至2015年12月。总占地面积13.345亩（约合0.89万平方米），地上建筑面积4.44万平方米（含住宅4.33万平方米、商业面积0.12万平方米），地下建筑面积0.65万平方米，车位200个。浐灞家园经济适用房规划住宅面积4万平方米，项目预计实现销售收入24430万元。截至2016年3月底，该项目已完成合同内所有工程量，目前已取得土地证（西浐灞国用（2012）第017号）、建设用地规划许可证（浐灞规地字第（2011）031号）。

表5　截至2016年3月底公司保障房项目相关情况

项目名称	项目性质	建筑面积（万平方米）	预计总投资（亿元）	2016年3月底已投资（亿元）	目前工程进度或预计工期
滨水花城限价房项目	限价房	7.67	3.15	3.60	已完工
红星花园公租房项目	公共租赁房	12.38	5.15	4.86	已完工
浐灞家园经适房项目	经济适用房	5.09	2.10	1.95	已完工
合计	--	**25.14**	**10.40**	**10.41**	--

资料来源：公司提供

公司目前主要在建的商品住房项目由西安市浐灞生态房地产开发有限公司负责实施，包括西安浐灞生态区雁鸣湖园区 216 地块开发项目一期、金融小区项目、浐灞金融文化大厦和发展大厦项目。

216 地块开发项目一期位于西安浐灞生态区最南端，雁鸣湖中部区域，毗邻曲江，地块位于月登阁路以南，浐河西路以西，绿地集团项目地块以南，紧邻雁鸣湖二号湖畔地块，项目占地面积为 70 亩。目前在建的 216 地块开发项目一期占地面积 46721.41 平方米，项目总建筑面积 76531 平方米，其中地上建筑面积 56764

平方米，地下建筑面积 19767 平方米。此外，项目规划高层住宅建筑面积 19062 平方米，低密度多层住宅建筑面积 31047 平方米，商业建筑面积 6655 平方米，商业停车位 48 个，住宅停车位 295 个，项目住宅共 239 套。预计项目建设周期为 30 个月，销售期 24 个月，搭接 12 个月，项目总计算期为 3.5 年，总投资 60293 万元。由于 216 地块开发项目一期紧邻雁鸣湖，地理位置优越，公司拟定高层住宅销售价格为 15000-18000 元/平方米，低密度多层住宅销售价格为 30000-50000 元/平方米，预计销售收入 92710 万元。该项目预计完工时间为 2016 年 12 月。

金融小区项目位于西安浐灞生态区，北起世园大道规划路，南至灞河以北约 600 米，西至亲家村东界，东至东三环路。该小区总用地面积 333317 平方米，地上总建筑面积 431495 平方米，其中住宅建筑面积 401545 平方米，公建面积 29950 平方米，是一个配套齐全的生态社区，其住宅销售主要面向入住浐灞生态区的企业人员。预计项目建设周期为 36 个月，销售期 12 个月，总投资 226600 万元。该项目预计完工时间为 2016 年 12 月。

浐灞金融文化中心项目目前已取得建设用地规划许可证（浐灞河（2005）003）、土地证（西浐灞国用（2010）008 号）、建设工程规划许可证（浐灞规建字第（2014）026），主要建设内容为为综合服务楼，包括金融博物馆、西安金融商务区发展研究中心、浐灞生态文化旅游研究中心、浐灞旅游服务中心、图书馆、商务办公区等，总建筑面积 124690 平方米，其中地上 76800 平方米，地下 47890 平方米（以审批规划为准）。该项目预计完工时间为 2016 年 9 月。

发展大厦项目目前已取得建设用地规划许可证（浐灞规地字第（2014）049 号）、土地证（西浐灞国用（2014）第 061 号）项目主要建设内容为综合写字楼，包括办公、会议、餐饮、休闲、酒店及车库等设施，总建筑面积约为 50877 平方米（以规划审批为准）。其中，地上建筑面积约为 38888 平方米，地下建筑面积约为 11989 平方米，预计 2016 年 12 月完成主楼封顶。

表6　截至2016年3月底公司主要在建地产项目

项目名称	规划面积（万平方米）	总投资（亿元）	2016年1月底已投资（亿元）	预计完工时间
216地块开发项目一期	7.54	6.03	5.00	2016.12
金融小区	49.99	22.66	9.87	2016.12
浐灞金融文化中心	12.60	6.53	0.47	2016.9
发展大厦项目	5.00	2.50	0.20	2017.12
合计	**75.13**	**37.72**	**15.54**	--

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司分别实现工程施工收入 14.82 亿元、7.27 亿元和 9.60 亿元，2013 年公司确认工程施工较多，主要系湿地公园项目于当年全部完成且移交，公司 2014~2015 年承担的委托代建项目工期相对宽松，因此公司投资规模同比有所下降所致；2015 年公司工程施工毛利率为 5.61%，主要系同期通过评审验收的项目较少所致。

2016 年 1~3 月，公司工程施工收入 2.48 亿元，毛利率 6.56%，较上一年同期均有小幅上升。

总体来看，跟踪期内，委托代建项目收入毛利水平仍处于较低水平；跟踪期内，公司自营项目中的房地产项目部分开始预售。从目前的主要委托代建和自营项目来看，未来几年内公司还将存在较大的投资需求。

2. 其他主营业务经营

公司是浐灞生态区基础设施配套建设主体，承担浐灞规划区域内的基础设施、配套设施的建设任务。同时，公司也负责浐灞生态区内的环境维护工作（公共绿化养护）、商品销售业务（广告租赁和贸易采购）、物业管理及公园运营。

维护工程

公司的维护工程业务主要是浐灞生态区内公共绿化养护，由子公司西安市浐灞生态园林景观有限公司（以下简称“生态园林公司”）负责实施，生态园林公司通过市场化的方式取得浐灞生态区内公共绿化养护业务。

浐灞生态区的绿地规划布局为“一心三翼”：形成以三角洲和广运潭生态景区为主的浐灞核心区域，北翼以生态湿地功能为主，南翼以生态绿地和高品质住宅为主，东南翼以产业科技园和生态居住为主的绿色布局。在浐灞生态区绿地系统建设范围涵盖了浐水西路以西、广运潭路以东、南程路以东的大部分区域，生态区内浐河上游、灞河上游区域，陇海铁路以南，北三环以北区域的部分区域。

2014~2015 年，公司分别实现维护工程收入 2469.12 万元和 4741.40 万元，业务规模有所扩大；同期，业务毛利率为 26.68%和 7.69%，该板块业务毛利率波动较大，主要原因是 2015 年公司维护工程业务规模较上年大规模扩张，导致初期成本增长较大所致。

2016 年 1~3 月，公司实现维护工程收入 1237.30 万元，业务规模同比略有所上升。

商品销售

公司商品销售业务由子公司西安浐灞贸易有限责任公司（以下简称“贸易公司”）负责，具体分为广告租赁业务和贸易采购业务。2013 年浐灞国家湿地公园开园后，商品销售还包括湿地公园内商品销售收入。

广告租赁业务是贸易公司通过对广告资产的整合注入和自建广告牌及 LED 广告屏等方式，使公司成为生态区内广告位最大的提供商。贸易采购业务方面，贸易公司承接浐灞生态区内所有建设物资的供应，并向其他区域逐步开展市场化业务。

2014~2015 年，公司分别实现商品销售收入 311.14万元和 1557.70 万元；同期业务毛利率分别为 13.45%和 5.89%，2015 年毛利率下降较大，主要是因为 2015 年公司大幅增加的钢材单品采购利润率较低，导致当年毛利率下降。

2016 年 1~3 月，公司实现商品销售收入 403.26 万元，毛利率 5.80%。

物业管理

公司的物业管理业务由子公司西安浐灞物业服务有限责任公司（以下简称“物业公司”）负责，分为经营性物业和物业服务两方面。

公司的经营性物业主要是其持有的金融商务办公楼，由于西安金融商务区招商成果显著，包括陕西省证监局、陕西省保监局、大宗煤炭交易中心、数字出版集团在内的多家金融监管机构及金融机构已入区办公，已进入商务区办公，公司是区域内唯一持有经营性物业的企业。

截至 2016 年 3 月底，公司持有可出租物业 13 万平方米，目前出租率 100%，还有 12.6 万平米的商务中心三期项目在建设当中，该项目位于西安金融商务区核心位置，是公司投资的以金融为核心的地标性高端商务楼宇，建成后将和已建成的商务中心一期和商务中心二期共同构成生态区政务中心、商务中心、服务中心和后勤中心，预计 2016 年底投入使用。预计到 2016 年底，公司持有可出租物业 25.6 万平方米。目前租金均价约为 65 元/平方米。

此外，物业公司也同时承接浐灞生态区内开发商、景区的物业服务项目。

2014~2015 年，公司分别实现物业管理收入 1601.65 万元和 1491.72 万元，规模较为稳定，但受部分租户未签订物业合同以及拖欠物业费影响，公司物业管理业务呈亏损状态。

2016 年 1~3 月，公司实现物业管理收入 224.67 万元。

公园运营

湿地公园的运营维护是由子公司西安浐灞国家湿地公园建设运营有限公司（以下简称“湿地公园公司”）实施。湿地公园是西北地区唯一一个建在城市内的国家湿地公园，该湿地公园建立在灞河入渭口的现有湿地河道及河道附近的荒地基础之上，大部分湿地范围为河道自然形成的湿地景观。该湿地公园是宣传湿地资源保护理念、科普教育、湿地管理人员培训和对外合作交流的重要基地，同时湿地公园将最大限度地维护和恢复河滩湿地生态特征和风貌，保护河滩湿地生物多样性，集观光、休闲、湿地景观展示、环境教育、科普和科研等功能于一体。湿地公园已于 2013 年 4 月 28 日开园，主要收入包括核心保护区域的旅游参观收入、科普中心的参观旅游收入、农业生态体验区域的旅游收入、休闲旅游区的旅游收入、餐饮消费收入、购物收入以及区域停车收入等。

跟踪期内，受湿地公园游客数量增多影响，2015 年~2016 年一季度公司分别实现公园运营收入 8159.45 万元和 1256.60 万元。

总体看，跟踪期内，公司商品销售、公园运营等业务规模开始提升，预计未来公司经营性业务收入占比将会继续增加。未来随着湿地公园运营逐步成熟、更多厂商进驻浐灞生态区办公以及公司可出租物业进一步扩大，公司收入规模有望继续提升。

3. 未来发展

近年来，公司通过全面对接管委会在区域发展中的各项工作，将公司发展为区域内城市建设与产业发展的主导者。

基础设施配套建设方面，借助西安世园会的召开和金融商务区建设全面启动，重点建设金融商务区的基础设施，加快金融商务区对外快速通道建设，全面完成核心区 50 平方公里的基础设施建设任务，为入区企业创造交通便利、配套齐全、环境优良的外部条件；继续加大南翼、北翼基础设施建设力度，完成南翼、北翼主骨架路网建设，满足世园会和金融商务区建设的基本需求，加速南北翼发展。同时，鉴于公司未来代建和自营任务较重，公司面临较大的资金需求以及一定的融资压力。

未来，公司将构筑板块发展模式，立足于浐灞生态区基础设施配套建设，同时提升专业子公司业务拓展和经营能力，实现从基础设施配套建设主体向城市运营商转化。

八、募集资金使用情况

公司于2015年9月发行的“15西安浐灞CP001”募集资金额度为6亿元，全部用来偿还公司及下属子公司的金融机构借款。截至目前，募集资金已全部按上述计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2013~2015 年财务报表已经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司 2016 年一季度财务报表未经审计。

2013~2015年，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司资产总额 184.07 亿元，所有者权益 68.40 亿元。2015 年，公司实现营业收入 11.59 亿元，实现利润总额 1.12 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 197.13 亿元，所有者权益 68.44 亿元。2016 年 1~ 3 月，公司实现营业收入 2.89 亿元，实现利润总额 0.07 亿元。

1. 盈利能力

公司主要从事公共设施的开发及项目投资，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。

2013～2015 年，公司营业收入分别为 15.45 亿元、9.06 亿元和 11.59 亿元。主要受同期公园运营业务由亏转盈影响，公司营业利润率波动增长，分别为 6.34%、12.96%和 9.69%。

公司期间费用以管理费用为主，近年来随着管理费用的波动下降，公司期间费用呈波动下降态势，近三年公司期间费用年均复合变动率为-4.64%。2013～2015 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 5.31%、9.76%和 6.44%，公司对期间费用控制力度较强。

公司营业外收入主要是政府对公司承担的基础设施建设项目给予财政补贴，同时也是公司利润的重要补充，近三年公司获得政府补助呈波动下降态势，分别为 1.26 亿元、0.47 亿元和 0.55 亿元。2013~2015 年，公司利润总额分别为 1.27 亿元、1.04 亿元和 1.12 亿元。

从盈利能力指标看，2013~2015 年，随利润总额的波动下降以及所有者权益快速增加，公司总资本收益率和净资产收益率均呈持续下降趋势，三年均值分别为 0.79%和 1.70%。2015 年上述比率分别 0.67%和 1.36%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.89 亿元，公司营业利润率小幅下降，为 9.55%。同期，公司实现利润总额 0.07 亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入主要来源于工程施工收入，同时公司维护养护业务、商品销售业务收入规模较快增长，经营性业务收入的提升对公司收入整体规模形成有力补充。

2. 现金流及保障

经营活动方面，受跟踪期内公司在建项目进度放缓以及回款效率影响，2013~2015 年公司经营活动现金流入量年均复合减少 35.15%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 15.73 亿元、9.06 亿元和 9.02 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 17.80 亿元、3.33 亿元和 5.09 亿元，主要是公司收到财政补贴、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，2013~2015 年公司现金收入比逐年下降，分别为 101.80%、99.96%和 77.76%，主要系浐灞管委会回款进度影响，公司整体收现质量有待提高。2013~2015 年，公司经营活动现金流出量年均复合减少 21.10%。其中，公司近三年购买商品、接受劳务支付的现金分别为 22.56 亿元、11.65 亿元和 15.26 亿元，2014 年较上年大幅减少（同比减少 48.36%），主要系公司对代建项目的投入减少，2015 年有所回升（同比上升 30.99%）；同期公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 9.49 亿元、6.39 亿元和 4.51 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。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.08 亿元、-6.64 亿元和 -6.72 亿元。

投资活动方面，近年来公司投资活动以支出为主，2015 年公司收回投资收到的现金共计 16.76 亿元，主要为收回借款及以及理财产品赎回；投资支付的现金 13.14 亿元，主要为出资西安世园投资（集团）有限公司及购买理财产品。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-4.79 亿元、-30.07 亿元和-4.53 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，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；2015 年除了取得借款收到的现金 18.33 亿元、发行债券收到的现金 19.89 亿元和吸收投资收到的现金 8 亿元以外，还包括收到其他与筹资活动有关的现金 15.70 亿元，主要为收到 8 亿元股权款。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。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 9.10 亿元、37.82 亿元和 23.42 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额为-8.42 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 3.68 亿元；公司投资活动产生的现

金流净额为-3.44 亿元。公司筹资活动产生的现金流净额为 8.34 亿元，其中取得借款收到的现金 10.24 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 5 亿元，偿付债务支付的现金 4.50 亿元，分配股利及偿付利息支付的现金以及支付其他与筹资活动有关的现金分别为 1.04 亿元和 1.36 亿元。

总体看，近年来公司经营活动现金流和投资活动现金流均呈净流出态势，公司外部筹资压力较大。

3. 资本及债务结构

2013~2015 年，公司资产规模快速增长，年均复合增速达到 24.26%。截至 2015 年底，公司资产总额 184.07 亿元，其中流动资产占 86.72%，非流动资产占 13.28%，公司资产以流动资产为主，近三年公司资产结构变化不大。

资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 159.63 亿元，较 2014 年底增长 10.48%，公司流动资产主要以货币资金（占 16.74%）、应收账款（占 26.56%）、其他应收款（占 16.89%）和存货（占 35.85%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金为 26.72 亿元，同比增长 83.68%，全部为银行存款，无使用受限的货币资金。

2015 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 2.56 亿元（较上年减少了 55.86%），均为公司购买的银行结构性存款。

截至 2015 年底，公司应收账款 42.41 亿元，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款 42.17 亿元，占 99.35%，主要为应收浐灞管委会 36.90 亿元工程建设款和管理费。从浐灞管委会欠款的账龄来看，1 年以内的占 21.67%，1~2 年的 10.69%，2~3 年的占 29.56%，3~4 年的占 21.57%，4~5 年的占 16.49%，5 年以上的占 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受竣工验收进度的影响具有一定不确定性，且其欠款规模较大，对公司流动资金形成较大占用。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 27.06 亿元，其中计提坏账准备 0.09 亿元，账面净值 26.97 亿元，较上年底减少 23.37%，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，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。

表7　2015年底公司主要其他应收款

（单位：万元）

债务人名称	账面余额	账龄
西安浐灞生态区管理委员会	475.77	1 年以内
	684.65	1-2 年
	322.11	2-3 年
	53.87	5 年以上
西安市土地储备中心浐灞分中心	6.46	1 年以内
	191277.92	1-2 年
	2480.62	3-4 年
西安世园投资(集团)有限公司	27536.96	1 年以内
	55.81	1-2 年
	96.63	2-3 年
信达金融租赁有限公司	7500.00	2-3 年
西安市浐灞香江置业有限公司	34484.19	5 年以上
合　计	**264974.99**	

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货 57.23 亿元，主要是由代建工程成本 25.40 亿元和房屋开发成本 29.55 亿元构成。2015 年底公司存货较 2014 年底增长 19.51%，主要系公司代建项目及自营的房地产项目投入增加所致。公司存货未计提存货跌价准备。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 24.44 亿元，年均复合增长 15.87%。主要由可供出售的金融资产（占比 42.87%）、固定资产（占比 11.29%）和在建工程（占比 38.88%）构成。

2015 年，公司可供出售金融资产为 10.48 亿元，其中 2.48 亿元系根据《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》的规定，将公司原长期股权投资核算的对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响的，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的权益性投资，调整至可供出售金融资产；另外 8 亿元为子公司对外投资。

截至 2015 年底，公司固定资产 2.76 亿元，其中房屋、建筑物占 85.52%，主要为浐灞商务中心办公大楼一期。

截至 2015 年底，公司在建工程 9.50 亿元。主要为公司自建的商务中心二、三期等工程。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 197.13 亿元，较 2015 年底增长 7.09%。同期公司资产总额中流动资产占 87.62%，与 2015 年底变化不大。

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较高，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。整体看，公司资产质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 68.40 亿元，其中实收资本占 76.76%、资本公积占 14.06%、盈余公积占 1.04%、未分配利润占 5.19%，少数股东权益占 2.95%。

截至 2015 年底，公司实收资本为 52.50 亿元，较上年底增长 17.98%，其中西安浐灞生态区管理委员会出资 24.50 亿元，占比 46.67%，国投瑞银出资 20.00 亿元，占比 38.09%，西安世园园林有限责任公司出资 8 亿元，占比 15.24%。

截至 2015 年底，公司资本公积为 9.61 亿元，较 2014 年底减少 0.06 亿元，主要系资本（股本）溢价。

2015 年，公司少数股东权益为 2.02 亿元，其中 1.96 亿元为对外经贸信托向公司子公司湿地公园公司增资 3 亿元，对外经贸按出资比例所享有的股东权益，截至 2015 年底，公司持有湿地公园公司 65%的股份。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 68.44 亿元，较 2015 年底略有增加，系未分配利润的增加所致。

总体看，近年来，公司所有者权益规模不断扩大。此外，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。

负债

2013~2015 年，随着公司规模的扩大，公司负债逐年增长，年均复合增长 19.97%。截至 2015 年底，公司负债总额为 115.68 亿元，主要源自应付债券和长期应付款的增长。

从负债结构上看，2013~2015 年公司流动负债占比分别为 35.49%、49.95%和 45.67%，呈波动上升趋势。截至 2015 年底，公司流动负债合计 52.83 亿元，主要由交易性金融负债（占 11.36%）、应付账款（占 22.81%）、其他应付款（占 13.55%）和一年内到期的非流动负债（占 28.26%）构成。

截至 2015 年底，公司交易性金融负债余额为 6 亿元，为 2015 年 9 月公司新发行短期融资券 6 亿元。

2013~2015 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 24.71%。截至 2015 年底，公司应付账款 12.05 亿元，主要为应付陕西有色建设有限公司、浙江环宇建设集团有限公司、西安华曦园林绿化工程有限公司等施工单位的工程款。从账龄来看，1 年以内占 59.05%，1~2 年的占 18.99%，2~3 年的占 6.06%，3 年以上的占 15.90%，公司应付账款整体账龄较短。

2013~2015 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 147.33%，截至 2015 年底为 6.49 亿元，较上年的 0.64 亿元显著增加，主要系公司子公司西安市浐灞生态房地产开发有限公司本期依据正式签署的合同将前期预收的购房诚

意金 5.04 亿元转至预收房款。

2013~2015 年，公司其他应付款呈逐年下降趋势，年均复合下降 30.97%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 7.16 亿元，同比减少 36.35%，主要系公司 2015 年新增其他应付款较少，同时结清部分应付款项。

公司自 2014 年新增一年内到期的非流动负债 13.13 亿元以来，2015 年保持增长趋势，一年内到期的非流动负债余额为 14.93 亿元，其中主要为一年内到期的长期应付款 3.67 亿元、一年内到期的应付债券 4.40 亿元和一年内到期的长期借款 6.86 亿元。其中一年内到期的应付债券主要为公司于 2014 年 6 月发行的 2 年期私募债券 3.00 亿元和公司于 2012 年 8 月发行的 7 年期公司债券，于存续期第 3 年（即 2015 年）需偿还发行额度 20%的本金部分（即 1.40 亿元）。

2013~2015 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 10.10%，截至 2015 年底，公司非流动负债 62.85 亿元，其中长期借款占比 37.52%、应付债券占比 46.46%，长期应付款占比 15.30%。

近三年公司长期借款逐年下降，年均复合下降 13.63%。截至 2015 年底公司长期借款 23.58 亿元，较上年减少 5.83%，由抵押借款 5.00 亿元、保证借款 17.48 亿元和信用借款 1.10 亿元构成。

2013~2015 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 62.93%。截至 2015 年底，公司应付债券 29.20 亿元。主要为公司于 2012 年发行的 7 亿元公司债券（2015 年已归还 20%本金即 1.40 亿元，另将 20%本金即 1.40 亿元调整入一年内到期的非流动负债）、于 2014 年发行的第二期和第三期私募债券（额度分别为 6 亿元和 3 亿元）、于 2015 年发行的第一期和第二期私募债券（额度均为 7 亿元），以及子公司生态园林公司和贸易公司各自于 2014 年发行的 1 亿元私募债券。

公司长期应付款近三年呈“V”型波动增长，年均复合增长 2.88%。截至 2015 年底，公司长期应付款 9.62 亿元，系公司分别于工银金融租赁有限公司、信达金融租赁有限公司、华运金融租赁股份有限公司和中信金融租赁股份有限公司签署的售后回租融资租赁业务，余额分别为 1.53 亿元、1.58 亿元、2.64 亿元和 3.87 亿元。联合资信将其作为公司的长期债务进行分析。

2013~2015 年，公司全部债务逐年较快增长，年均复合增长 25.35%。截至 2015 年底，公司全部债务 88.27 亿元，其中长期债务为 62.40 亿元，占比 70.69%，公司有息债务以长期债务为主。

从债务负担看，受近年来公司有息债务规模快速增长以及所有者权益持续增长因素的影响，2013~2015 年公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈波动下降趋势，近三年加权均值分别为 63.46%、56.28%和 48.67%，截至 2015 年底以上三项指标为 62.84%、56.34%和 47.71%

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 128.69 亿元，较 2015 年底增长 11.25%，主要系短期借款和长期借款增加所致。同期，公司全部债务 100.57 亿元，其中，长期债务 81.14 亿元，占比有所上升。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均小幅上升，分别为 65.28%、59.50%和 54.24%。

总体看，近年来，公司有息债务上升较快，符合公司经营特点，公司债务负担较重，且受国投瑞银股权增资的影响，未来存在减资的风险。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年公司流动比率和速动比率加权均值分别为309.06%和 202.54%，2015 年底分别为 302.19%和 193.86%；截至2016年3月底，上述比率分别为366.78%和234.48%。2013~2015年，随着经营

活动现金流入量的下降，公司经营活动表现为净流出，经营现金流动负债比快速下降，2015年为-12.73%。截至2016年3月底，公司现金类资产29.20亿元，为当期短期债务的1.13倍，公司现金类资产对短期债务的保障程度一般。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司EBITDA分别为1.47亿元、1.33亿元和1.44亿元，全部债务/EBITDA分别为38.12倍、55.06倍和61.38倍，EBITDA对全部债务的保障程度减弱。公司长期偿债指标较差，但考虑到公司作为浐灞管委会基础设施建设主体，其所承担的基础设施建设项目通过管委会回购的形式保证公司的资金回流，因此综合考虑基础设施建设项目回购及资金回流情况，公司偿债能力适宜。

在或有负债方面，截至2016年3月底，公司对外担保4.25亿元，担保比率为6.21%，为公司对西安世园投资(集团)有限公司担保。截至2016年3月底，西安世园投资(集团)有限公司经营状况良好，公司或有负债风险小。

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径下共获得银行授信额度为 107.65 亿元，其中尚未使用的授信额度为 5.02 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1061010100388260X），截至 2016 年 6 月 13 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清的信贷信息记录中，不良和关注类存在 2 笔贷款业务，系公司分别于 2006 年和 2007 年在交通银行陕西省分行办理，并分别已于 2007 年和 2008 年按时结清，由于交通银行在贷款存续期间组织的业务自查中发现为该两笔贷款提供担保的第三方抵押物存在一定瑕疵，故列为关注类，与公司自身经营情况无关；公司无不良和关注类对外担保信息。

总体看，公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及西安市浐灞生态区区域及财力状况、浐灞区管委会的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

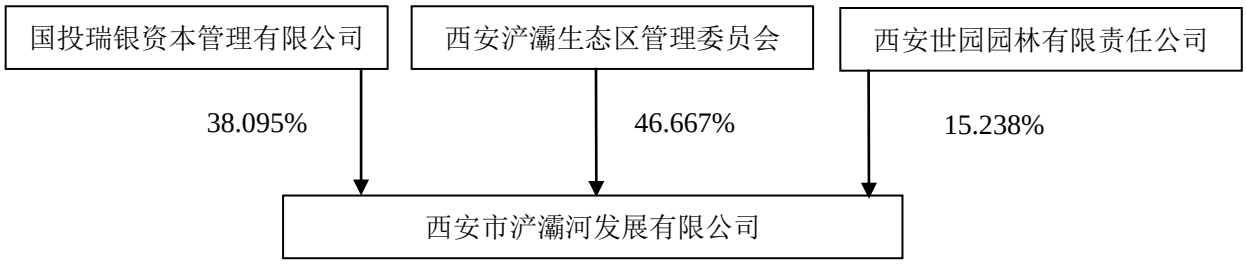
十、存续期内债券偿债能力

公司于2015年9月发行“15西安浐灞CP001”，募集资金6亿元。2015年公司经营活动现金流入量为14.10亿元，为本期短期融资券本金的2.35倍；公司经营活动现金流量净额为-6.72亿元，对本期短期融资券不具备保障能力。截至2015年底，公司现金类资产合计29.28亿元，为本期短期融资券本金的4.88倍。截至2016年3月底，公司现金类资产合计29.20亿元，为本期短期融资券本金的4.87倍。公司经营活动现金流入量和现金类资产对公司本期短期融资券本金的保障能力较强。

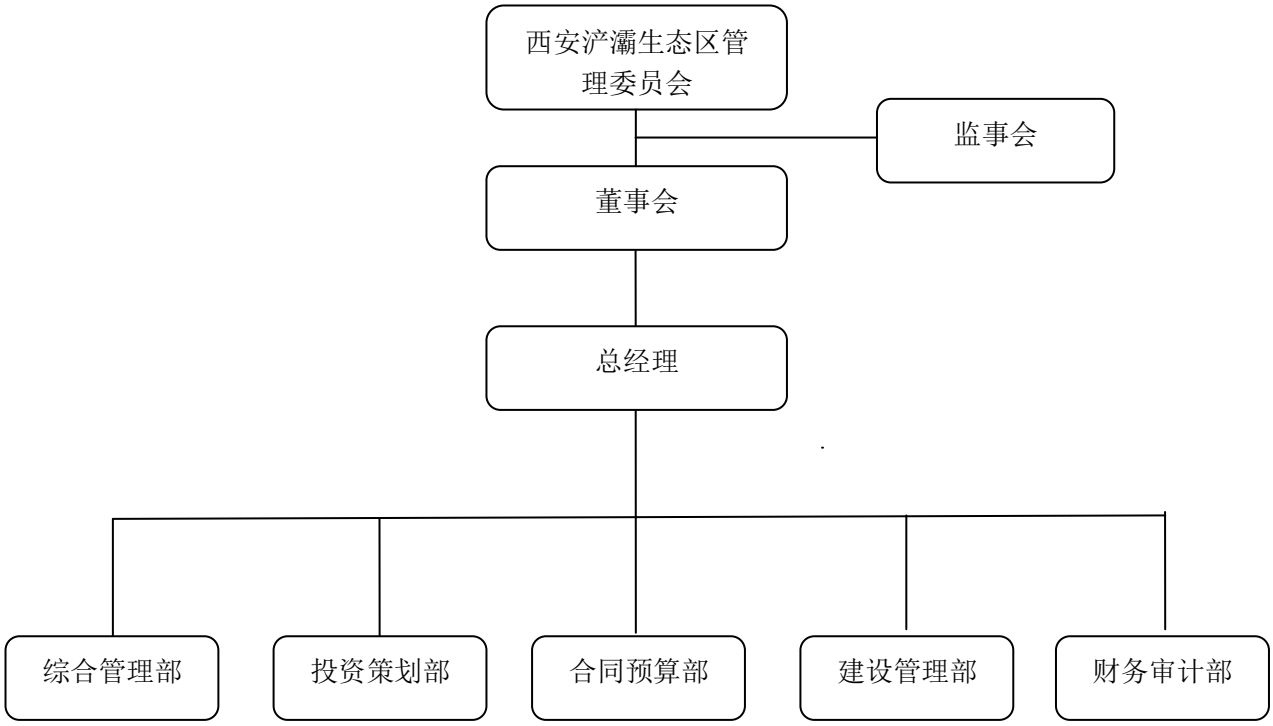
十一、结论

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“15西安浐灞CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1 截至 2015 年底公司股权结构图



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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.54	20.34	29.28	29.20
资产总额(亿元)	119.21	161.03	184.07	197.13
所有者权益(亿元)	38.83	61.47	68.40	68.44
短期债务(亿元)	4.48	23.44	25.87	19.43
长期债务(亿元)	51.70	49.58	62.40	81.14
全部债务(亿元)	56.18	73.02	88.27	100.57
营业收入(亿元)	15.45	9.06	11.59	2.89
利润总额(亿元)	1.27	1.04	1.12	0.07
EBITDA(亿元)	1.47	1.33	1.44	--
经营性净现金流(亿元)	0.08	-6.64	-6.72	-8.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.52	0.25	0.29	--
存货周转次数(次)	0.43	0.19	0.20	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.06	0.07	--
现金收入比(%)	101.80	99.96	77.76	23.84
营业利润率(%)	6.34	12.96	9.69	9.55
总资本收益率(%)	1.22	0.70	0.67	--
净资产收益率(%)	2.93	1.43	1.36	--
长期债务资本化比率(%)	57.10	44.65	47.71	54.24
全部债务资本化比率(%)	59.13	54.30	56.34	59.50
资产负债率(%)	67.42	61.83	62.84	65.28
流动比率(%)	354.08	290.51	302.19	366.78
速动比率(%)	236.71	194.24	193.86	234.48
经营现金流动负债比(%)	0.27	-13.36	-12.73	-71.55
全部债务/EBITDA(倍)	38.12	55.06	61.38	--

注：1. 公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；

2. 长期债务及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

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

附件 5　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