

信用等级公告

联合[2014] 1324 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 2014 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
2014 年度第一期短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十二日



西安市浐灞河发展有限公司

2014 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: 5 亿元

本期短期融资券期限: 365 天

偿还方式: 一次到期还本付息

发行目的: 偿还金融租赁贷款, 补充营运资金

评级时间: 2014 年 7 月 22 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	1.09	9.10	13.54	27.91
资产总额(亿元)	64.62	104.03	119.21	140.17
所有者权益(亿元)	24.47	37.70	38.83	58.84
短期债务(亿元)	3.05	4.61	4.48	4.38
全部债务(亿元)	27.85	45.49	56.18	58.86
营业收入(亿元)	9.89	14.13	15.45	0.05
利润总额(亿元)	1.07	1.42	1.27	0.01
EBITDA(亿元)	1.24	1.74	1.47	--
经营性净现金流(亿元)	4.88	0.21	0.08	-3.70
净资产收益率(%)	3.99	3.26	2.93	--
资产负债率(%)	62.14	63.76	67.42	58.02
速动比率(%)	174.82	208.55	236.71	315.85
经营现金流流动负债比(%)	32.08	0.84	0.27	--
现金偿债倍数(倍)	0.22	1.82	2.71	5.58

注: 1. 公司 2014 年一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。

分析师

田 甜 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评定, 西安市浐灞河发展有限公司 (以下简称“公司”) 拟发行的 2014 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较低。

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及财政补贴方面给予公司持续有力的支持。
2. 随着公司承担的基础设施项目规模的扩大, 公司收入规模逐年增长。
3. 公司经营活动现金流入量及现金类资产对本期短期融资券覆盖程度较好。

关注

1. 近年来, 公司经营性现金流净额不断下滑。
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 2014 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2014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2013年底,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;下属全资子公司6家。

截至2013年底,公司资产总额119.21亿元,所有者权益38.83亿元。2013年,公司实现营业收入15.45亿元,实现利润总额1.27亿元。

截至2014年1~3月,公司资产总额140.17亿元,所有者权益58.84亿元。2014年1~3月,公司实现营业收入452.15万元,实现利润总额94.36万元。

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

公司计划于2014年注册11亿元短期融资券,并于2014年度发行第一期5亿元短期融资券(以下简称“本期短期融资券”),期限365天,到期一次性还本付息。本期短期融资券所募集的资金中1.2亿元将用于偿还公司的金融租赁贷款,剩余3.8亿元用于补充营运资金。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

公司是西安市大型国有控股公司,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。

截至2014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及西安浐灞国家湿地公园建设运营有限公司6家全资子公司。

近年来,公司经营状况稳定,受益于浐灞管委会资本金注入以及国投瑞银的股权投资,公司所有者权益规模不断扩大,但受代建项目前期垫付资金较高的影响,公司债务负担仍较重。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。

经联合资信评估有限公司评定,公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定。

四、主体短期信用分析

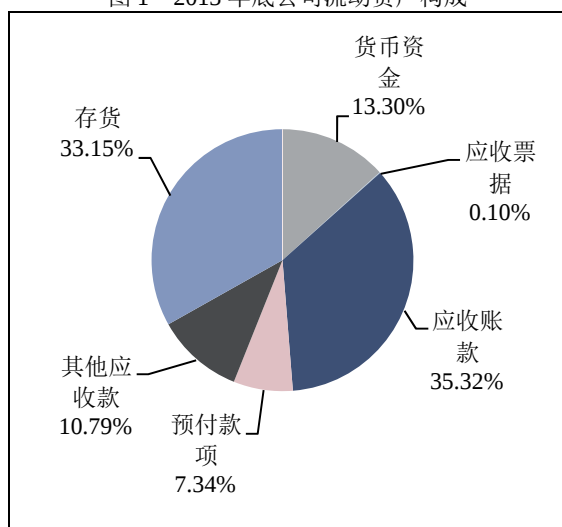
1. 资产流动性分析

2011~2013 年，公司资产规模快速增长，年均复合增速达到 35.82%。截至 2013 年底，公司资产总额 119.21 亿元，其中流动资产占 84.73%，非流动资产占 15.27%，公司资产以流动资产为主，近三年公司资产结构变化不大。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年均复合增长 35.52%，增长主要源自货币资金、应收账款及其他应收款等科目。截至 2013 年底，公司流动资产合计 101.00 亿元，较 2012 年底增长 17.57%，公司流动资产主要以存货（占 33.15%）、应收账款（占 35.32%）和其他应收款（占 10.79%）为主。

图 1 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金呈快速增长趋势，年均复合增长 250.91%。截至 2013 年底，公司货币资金为 13.44 亿元，同比增长 48.44%，其中银行存款为 13.31 亿元，银行票据保证金为 0.13 亿元。

2011~2013 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 52.66%，主要系应收浐灞管委会工程回购款和管理费增加所致。截至 2013 年底，公司应收账款 35.68 亿元，主要为应收浐灞管委会 34.11 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 32.04%，1~2 年的占 23.77%，2~3 年的占 42.18%，3~4 年的占 0.70%，4~5 年的占 1.31%，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。

2011~2013 年，公司预付账款年均复合增长 53.47%，截至 2013 年底，公司预付账款 7.41 亿元，同比增长 31.77%，主要系该年度公司预付在建项目涉及的高压迁改工程款 2.46 亿元。

2011~2013 年，公司其他应收款呈波动增长趋势，年均复合增长 24.49%。截至 2013 年底，公司其他应收款账面余额 10.90 亿元，同比下降 25.07%。公司其他应收款债务人主要为关联方单位，公司并未计提坏账准备，但从欠款账龄来看，部分其他应收款账龄已达 5 年，账龄很长，存在一定的坏账风险。

表 1 公司主要其他应收款（单位：万元）

债务人名称	金额	账龄
西安市浐灞香江置业有限公司	34484.19	4-5 年
西安市土地储备中心浐灞分中心	9615.68	1 年以内
	2500.00	1-2 年
西安市浐灞生态区财政局土地保证金专户	1000.00	1-2 年
西安世园投资（集团）有限公司	5432.01	1 年以内
	22232.82	1-2 年
西安浐灞生态区管理委员会	535.53	1 年以内
	53.87	5 年以上
信达金融租赁有限公司	7500.00	1 年以内
合 计	83354.10	--

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司存货呈快速增长趋势，年均复合增长 8.54%，截至 2013 年底，公司存货 33.48 亿元，主要是由代建项目成本 12.07 亿元和房屋开发成本 20.89 亿元构成，其中房屋开发成本主要包含公司购入的 14.81 亿元土地使用权和政府划拨的 3.96 亿元土地使用权。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。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额 140.17 亿元,较 2013 年底增长 17.59%,增长主要来自货币资金,系国投瑞银股权注资的货币资金。同期,公司资产总额中流动资产占 86.98%,非流动资产占 13.02%。

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,2011~2013 年,公司经营活动现金流入量年均复合增长 13.23%。随着工程施工业务规模的扩大,2013 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 15.73 亿元,同比增长 68.74%,主要系公司回收沪灞管委会回购款增加。同期,公司收到其他与经营活动有关的现金 17.80 亿元,主要是公司收到项目合作方预收款 8.30 亿元,收到财政补贴、专项资金等 1.26 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,2011~2013 年公司现金收入比持续下降,分别为 78.45%、65.99%和 101.80%,2011~2012 年公司收现质量较差主要系沪灞管委会回款不及时所致,2013 年公司收现质量有所提升。2011~2013 年,公司经营活动现金流出量年均复合增长 25.39%。2013 年公司购买商品、接受劳务支付的现金 22.56 亿元,同比增长 76.12%,主要系主要系公司对代建项目的投入增加。同期,公司支付其他与经营活动有关的现金 9.49 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、房地产公司支付广告宣传费以及公司日常经费、退还的工程履约保证金等。2011~2013 年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4.88 亿元、0.21 亿元和 0.08 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 0.20 亿元、3.70 亿元和 4.79 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。2011~2013 年,公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.20 亿元、-3.63 亿元和-4.79 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沪灞管委会注资的 3.46 亿元,2013 年系沪灞管委会以 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。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。2011~2013 年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-7.32 亿元、11.38 亿元和 9.10 亿元。

2014 年 1~3 月,公司经营活动产生的现金流净额为-3.70 亿元,其中支付其他与经营活动有关的现金 2.11 亿元,主要是公司与沪灞管委会、土地储备中心发生的往来资金,以及公司日常经费、退还的工程履约保证金等;公司投资活动产生的现金流净额为-2.05 亿元,其中支付其他与投资活动有关的现金 2.00 亿元,系公司拆借给土地储备中心 2 亿元有息借款;公司筹资活动产生的现金流净额为 20.25 亿元,其中吸收投资收到的现金 20.00 亿元,系国投瑞银以货币资金方式股权投资,支付其他与筹资活动有关的现金 1.10 亿元系公司偿还融资租赁款。

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。

3. 短期偿债能力分析

从短期偿债能力指标看, 2011~2013 年公司流动比率和速动比率均值分别为 351.25%和 215.89%, 2013 年底分别为 354.08%和 236.71%; 截至 2014 年 3 月底, 上述比率分别为 456.73%和 315.85%。2011~2013 年, 公司经营现金流动负债比快速下滑, 2013 年仅为 0.27%。截至 2014 年 3 月底, 公司现金类资产 27.91 亿元, 为短期债务的 6.38 倍。总体看, 公司短期债务规模较小, 且现金类资产较为充裕, 公司短期债务偿还能力较强。

在或有负债方面, 截至2014年3月底, 公司对外担保3.80亿元, 担保比率为6.46%, 公司分别为西安世园和西安经发集团有限责任公司担保3.40亿元和0.40亿元。截至2014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 2014 年 3 月底, 公司获得银行授信额度为 58.85 亿元, 其中已使用的授信额度为 47.10 亿元, 剩余尚未使用的授信额度为 11.75 亿元, 公司间接融资渠道有待拓宽。

五、本期短期融资券偿债能力

公司本期短期融资券拟发行额度为 5 亿元, 分别占公司 2014 年 3 月底短期债务和全部债务的 114.26%和 8.49%, 其发行对公司债务结构影响较大。

以 2014 年 3 月底财务数据为基础, 不考虑其他因素, 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达到 59.47%和 52.04%, 公司债务负担有所加重。考虑到本期短期融资券中的 1.2 亿元将用于偿还公司金融租赁贷款, 实际债务负担将低于模拟值。

截至2013年底和2014年3月底, 公司现金类资产(剔除受限资金部分)分别为13.41亿元和 27.78亿元, 分别为本期短期融资券发行额度的 2.68倍和5.56倍, 公司现金类资产对本期短期融

资券保障能力较好。2011~2013年, 公司经营活动现金流入量分别为26.15亿元、22.03亿元和 33.53亿元, 分别为本期短期融资券发行额度的 5.23倍、4.41倍和6.71倍; 同期, 公司经营活动现金流量净额分别为4.88亿元、0.21亿元、0.08 亿元, 分别为本期短期融资券发行额度的0.98 倍、0.04倍和0.02倍。

总体看, 公司经营活动现金流入量及现金类资产对本期短期融资券覆盖程度较好。

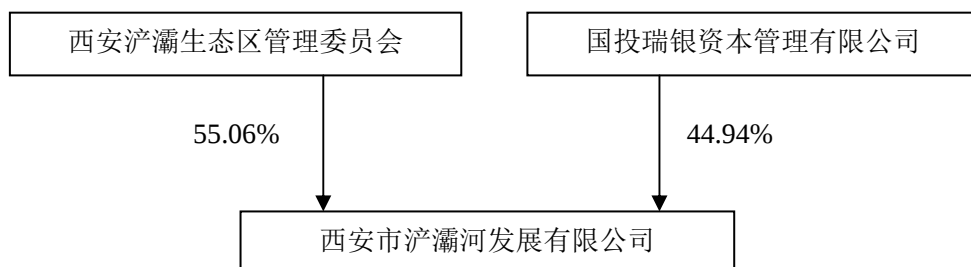
六、结论

公司是西安浐灞生态区管理委员会下属的国有控股公司, 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。

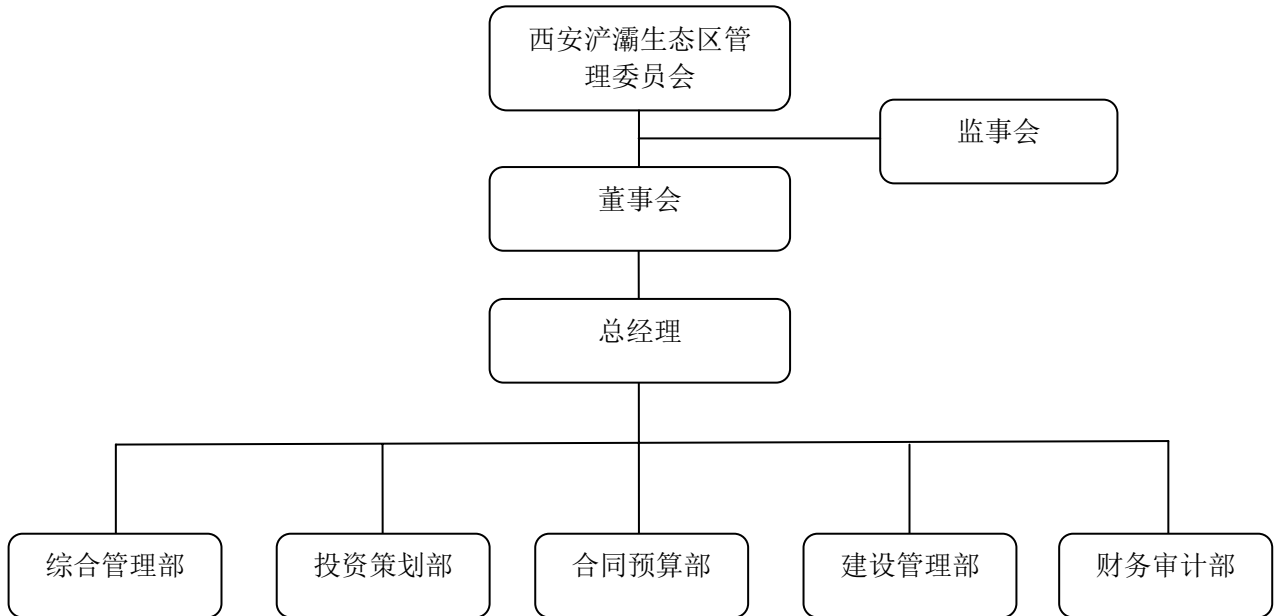
近年来, 公司经营状况稳定, 受益于浐灞管委会资本金注入以及国投瑞银的股权投资, 公司所有者权益规模不断扩大, 但受代建项目前期垫付资金较高的影响, 公司债务负担仍较重。未来随着浐灞管委会对代建工程项目逐步回购以及公司房地产业务的发展, 公司收入及利润水平有望得到改善。

公司经营性现金流入量及现金类资产对本期债券覆盖程度较好。基于公司主体基本信用状况以及对本期债券的偿债能力分析, 联合资信认为, 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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.09	9.10	13.54	27.91
资产总额(亿元)	64.62	104.03	119.21	140.17
所有者权益(亿元)	24.47	37.70	38.83	58.84
短期债务(亿元)	3.05	4.61	4.48	4.38
长期债务(亿元)	24.80	40.88	51.70	54.48
全部债务(亿元)	27.85	45.49	56.18	58.86
营业收入(亿元)	9.89	14.13	15.45	0.05
利润总额(亿元)	1.07	1.42	1.27	0.01
EBITDA(亿元)	1.24	1.74	1.47	--
经营性净现金流(亿元)	4.88	0.21	0.08	-3.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.83	0.73	0.52	--
存货周转次数(次)	0.38	0.41	0.43	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.17	0.14	--
现金收入比(%)	78.45	65.99	101.80	--
营业利润率(%)	7.25	10.38	6.34	-50.89
总资本收益率(%)	1.87	1.57	1.22	--
净资产收益率(%)	3.99	3.26	2.93	--
长期债务资本化比率(%)	50.34	52.03	57.10	48.08
全部债务资本化比率(%)	53.23	54.69	59.13	50.01
资产负债率(%)	62.14	63.76	67.42	58.02
流动比率(%)	361.77	339.51	354.08	456.73
速动比率(%)	174.82	208.55	236.71	315.85
经营现金流动负债比(%)	32.08	0.84	0.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.58	0.44	0.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.40	26.13	38.12	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.23	4.41	6.71	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.98	0.04	0.02	--
现金偿债倍数(倍)	0.22	1.82	2.71	5.58

注：1.公司 2014 年一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

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/主营业务收入×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 2014 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，联合资信有权撤销信用等级。

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。

