

跟踪评级公告

联合[2015] 348 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“14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
二零一五年三月二十六日



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
14 西安浐灞 CP001	5 亿元	2014/9/26-2015/9/26	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 3 月 26 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	1.09	9.10	13.54	15.53
资产总额(亿元)	64.62	104.03	119.21	146.53
所有者权益合计(亿元)	24.47	37.70	38.83	62.15
长期债务(亿元)	24.80	40.88	51.70	53.47
全部债务(亿元)	27.85	45.49	56.18	61.52
营业收入(亿元)	9.89	14.13	15.45	8.23
利润总额(亿元)	1.07	1.42	1.27	0.48
EBITDA(亿元)	1.24	1.74	1.47	--
经营性净现金流(亿元)	4.88	0.21	0.08	-5.80
营业利润率(%)	7.25	10.38	6.34	5.50
净资产收益率(%)	3.99	3.26	2.93	--
资产负债率(%)	62.14	63.76	67.42	57.59
全部债务资本化比率(%)	53.23	54.69	59.13	49.75
流动比率(%)	361.77	339.51	354.08	417.59
全部债务/EBITDA(倍)	22.40	26.13	38.12	--
经营现金流动负债比(%)	32.08	0.84	0.27	--

注: 1. 2014 年前三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 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

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, 继续保持其在外经营环境、政府支持、资产规模等方面的良好优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司应收账款规模大且对资金形成占用、整体盈利水平较低以及未来存在减资风险等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

未来随着公司房地产项目销售陆续启动以及基础设施建设工程规模的进一步扩大, 公司收入规模及盈利水平有望保持增长; 浐灞管委会对委托公司建设项目的逐步回购, 将会有效缓解公司流动资金不足的问题。

综合考虑, 联合资信维持西安市浐灞河发展有限公司AA的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14西安浐灞CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 随着浐灞生态区的发展, 浐灞生态区财政实力稳步提升。
2. 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。
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. 跟踪期内, 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. 根据国投瑞银资本管理有限公司(以下简称“国投瑞银”)与浐灞管委会签订的《远期股权受让合同》, 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。

3. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，债务负担偏重。
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、本跟踪评级结果自发布之日起“14 西安浐灞 CP001”兑付日内有效；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“14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。

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9月底，公司注册资本445000万元。

截至2014年9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9月底，公司资产总额146.53亿元，所有者权益62.15亿元。2014年1~9月，公司实现营业收入8.23亿元，实现利润总额0.48亿元。

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

2014年前三季度，中国国民经济在新常态

下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（ M_2 ）余额120.21万亿元，同比增长12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额32.72万亿元，增长4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额5.88万亿元，增长4.2%。9月末，人民币贷款余额79.58万亿元，人民币存款余额112.66万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，

货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，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. 行业分析

(1) 行业概况

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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供

给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(2) 行业政策

2014 年 10 月，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“《意见》”或“《43 号文》”），系中央政府针对地方政府性债务管理出具的更全面具体、更有针对性的政策部署。《意见》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：（1）政府举债主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府，市县级政府确需举借债务的，也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借，企事业单位严格禁止举借政府性债务，且明确要剥离融资平台公司政府融资职能，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。

（2）《意见》明确了地方政府性债务规模实行限额管理，通过建立地方政府信用评级制度，逐步完善地方政府债券市场；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；地方政府债务实行全口径预算管理。（3）对于偿债主体，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实

行不救助原则；若出现地方政府难以自行偿还债务的情况，地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，切实化解债务风险，并追究相关人员责任。另外，对于存量债务，《意见》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。综上，《意见》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。

2014 年 10 月底，财政部公开发布《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》”），是对《43 号文》的具体细化，《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了二十一条内容。新增核心内容包括①地方各级财政部门汇总本地区清理甄别结果，新增同级审计部门对此结果出具审计意见的要求，同时提出上报地方财政口径若与审计口径不一致，要求退回重新核实；②财政部将各地清理甄别结果抄送审计署后，新增财政部组织其驻各省、自治区、直辖市、计划单列市财政监察专员办事处核查各地报送数据，对虚增政府存量债务的，相应核减地方政府债券发行规模，并追究相关责任人责任；③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，具体分为 4 种情况，对于确认为单一的一般债务及单一的专项债务，原则不变，但其他两种情况是本次新增的规定，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；④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。

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. 区域经济环境

公司是沪灞管委会基础设施配套建设主体，受管委会委托，承担沪灞规划区域内的基础设施、配套设施的建设任务。西安市及西安沪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，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，随着西安市区域经济不断发展，其财政收入继续保持快速增长，地方财政收入收入水平稳步提高。2014 年全年财政总收入 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%。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%。

固定资产投资方面，2014 年全年全社会固定资产投资 5903.98 亿元，比上年增长 15.0%，扣除价格因素，实际增长 14.1%。其中，固定资产投资（不含农户）5824.53 亿元，增长 15.2%。

总的来看，跟踪期内，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。

浐灞生态区是西安市重点发展的“四区一港两基地”之一，是西安市“十二五”规划的建设重点之一，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。

（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，浐灞生态区财政可支配收入主要包括一般预算收入、基金收入两部分，其具体明细见下表。

表1 浐灞生态区2011~2013年财政收入状况

（单位：万元、%）

科目	2011年	2012年	2013年	复合增长率
一般预算收入	81083	104954	115565	19.38
其中：税收收入	52978	100804	96656	35.07

非税收入	2909	4150	7848	64.25
转移性收入	25196	--	11061	-33.74
基金收入	238765	302136	463358	39.31
其中：土地出让收入	210359	254477	320332	23.40
地方可控财力	319848	407090	578923	34.54

资料来源：西安市浐灞生态区财政局

注：因2011年西安世界园艺博览会在浐灞生态区举办，该年度浐灞生态区存在较多转移性收入。

一般预算收入是浐灞生态区财政收入中稳定的来源，2011~2013年三年复合增长率19.38%，主要由税收收入构成，2013年税收收入为96656万元。受益于2011年西安世界园艺博览会（以下简称“西安世园会”）在浐灞生态区的成功举办，拉动了浐灞生态区域的经济增长，2012年以来浐灞生态区税收收入增幅明显。

基金收入是浐灞生态区财政收入的重要组成部分，2011~2013年三年复合增长率为39.31%，呈快速增长趋势，浐灞生态区基金预算主要构成为土地出让金收入，近年随着浐灞生态区部分土地一级开发的完成并上市，土地出让金收入水平较高。2013年，浐灞生态区土地出让收入为320332万元。

总体看，2013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2011年西安世园会的成功举办以及2013年西安浐灞国家湿地公园的开园运营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

截至2014年6月底，浐灞生态区政府债务余额为350880万元，主要体现为国内金融机构借款和政府担保的国内金融机构借款。此外，以2013年浐灞生态区地方财力为基础，浐灞生态区政府债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为60.37%。总体来看，浐灞生态区政府债务水平一般。

表2 截至2014年6月底浐灞生态区政府债务构成（单位：万元）

地方债务（截至2014年6月底）	金额	地方财力（2013年度）	金额
（一）直接债务余额	252400	（一）地方一般预算本级收入	104504
1、外国政府贷款		1、税收收入	96656
2、世行、亚行和其他国际金融组织贷款		2、非税收入	7848
3、国债转贷资金		（二）转移支付和税收返还收入	13343
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	2282
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	11061
6、国内金融机构借款	252400	3、税收返还收入	
7、债券融资		（三）国有土地使用权出让收入	320332
8、粮食企业亏损挂账		1、国有土地使用权出让金	258854
9、其他		2、国有土地收益基金	60253
（二）担保债务余额	196960	3、农业土地开发资金	1225
1、政府担保的外国政府贷款		（四）预算外财政专户收入	
2、政府担保的国际金融组织贷款		（五）其他	143026
3、政府担保的国内金融机构借款	196960	1、一般预算上年结余收入	
4、政府担保的融资平台债券融资		2、其他基金收入	143026
5、政府担保向单位、个人借款		3、专项补助	
6、其他		4、基金收入上年结余	
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	350880	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）+（五）	581205
地方政府债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		60.37%	

资料来源：西安市浐灞生态区财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年9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。

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。

截至2014年9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. 政府支持

公司作为浐灞生态区基础设施配套建设的政府投资企业，地方政府在财政补贴及代建项目回购等方面继续给予公司较大支持。

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 3 公司近年获得政府补贴情况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
政府补贴（万元）	7802.90	7315.00	12598.00	2550.00

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 年，公司收到浐灞管委会支付的 7.3 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。

4. 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准利率 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，公司在高级管理人员配置、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。

跟踪期内，2013 年，公司实现主营业务收入 15.19 亿元，同比增长 15.30%，其中作为主要收入来源的工程施工收入增长带动了整体收入规模的上升。此外，2013 年公司新增公园收入，主要系西安浐灞国家湿地公园于 2013 年 4 月开园，并由公司承担运营工作，2013 年公司实现公园收入 595.61 万元，主要是门票收入。毛利率方面，受工程施工业务毛利率下降以及湿地公园前期运营成本较高的影响，2013 年公

司主营业务毛利率仅为 5.84%，较上年下降 3.93 个百分点。

2014 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 8.00 亿元，同比有所下降，主要是由于 2014 年公司投资代建项目均按计划执行，投资规模有

所控制，而 2013 年公司湿地公园项目投资规模较大，导致 2013 年公司集中确认了湿地公园项目大部分的工程施工收入所致。同期，受湿地公园运营成本进一步扩大的影响，公司主营业务毛利率下降至 3.99%。

表 4 公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

业务	2013年			2014年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工收入	148192.58	97.54	7.48	77954.98	97.38	7.57
维护工程收入	2202.81	1.45	5.07	1011.26	1.26	23.46
商品销售收入	90.82	0.06	27.10	184.23	0.23	31.05
物业管理收入	850.07	0.56	-12.90	614.84	0.77	36.79
公园收入	595.61	0.39	-375.71	284.55	0.36	-1134.77
合计	151931.89	100.00	5.84	80049.86	100.00	3.99

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

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 年和 2014 前三季度，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 亿元和 7.45 亿元，体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目中。

表 5 公司完成的主要代建项目回购情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2014 年底已回购金额
广运潭农业生态景观一期	11.29	5.77
雁鸣湖基础设施项目	12.88	6.01
灞河东岸安置房一期	2.30	2.30
西安浐灞国家湿地公园项目	8.50	2.20
半岛中心区基础设施项目	10.43	10.43
合计	45.40	26.71

资料来源：公司提供

注：广运潭农业生态景观一期项目公司实际投资 5.77 亿元，剩余 5.52 亿元由西安世园投资（集团）有限公司完成投资，因此该项目实际已完成回购。

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及水生态修复与保护工程一期项目等，预计总投资 60.62 亿元。截至 2014 年 9 月底，公司上述委托代建项目已完成投资 31.11 亿元，未来仍需投资 29.51 亿元。

表 6 截至 2014 年 9 月底公司主要的委托代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		资金落实情况	项目进度情况	工程周期
			贷款	自筹			
浐河西岸北区基础设施项目	项目位于浐河西岸，项目内容主要包括浐河西岸北区范围内的道路、管网、绿化等基础设施配套项目	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	截至 2014 年 9 月底，该项目已完成投资 11.33 亿元，占项目总投资的 77.07%	2008.11-2016.10

金融商务区基础设施建设项目	项目位于西安浐灞生态区浐灞半岛中南部，东临灞河，西临浐河，北至浐灞大道，南至陇海铁路。项目内容主要包括金融商务区范围内的道路、管网、绿化等基础设施配套项目。	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贷款 13 亿元	截至 2014 年 9 月底，该项目已完成投资 17.77 亿元，占项目总投资的 94.42%	2011.09-2015.10
水生态修复与保护工程项目（一期）	该项目依托浐河自然资源优势，以污水生态化治理、景观建设为目标，主要包括浐河城市段堤防改造、河道清淤；河岸绿化景观建设；桃花潭、雁鸣湖区域综合治理提升。	12.00	8.40	3.60	目前已自筹 2.01 亿元，后续自有资金正在筹集过程中	截至 2014 年 9 月底，该项目已完成投资 2.01 亿元，占项目总投资的 16.8%	2014.01-2018.11
丝路学校	维族学校，学校建设规模为 1410 人，设小学班 18 个，初中班 12 个。建设综合教学楼、学生宿舍、餐厅、体育运动设施	1.60	1.10	0.50	--	截至 2014 年 9 月底，该项目尚未动工。	2015.01-2015.09
南牛寺村棚改项目	南牛寺整村拆迁安置，总建筑面积约 19 万平方米	5.50	3.80	1.70	--	截至 2014 年 9 月底，该项目尚未动工。	2014.10-2017.03
贾家滩村棚改项目	总建筑面积约 24.6 万平方米，含 10 栋高层住宅，一座幼儿园及沿街商业用房	8.00	5.60	2.40	--	截至 2014 年 9 月底，该项目尚未动工。	2015.06-2018.06
合计	--	60.62	41.90	18.72	--	--	--

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。公司自营项目主要为浐灞生态区内限价房、经济适用房、公共租赁房等保障性住房的开发等，同时兼有部分商品住房开发。

表7 截至2014年9月底公司在建保障房项目情况

项目名称	项目性质	建筑面积 (万平方米)	总投资(亿元)	2013年底已投资(亿元)	预计完工时间
滨水花城限价房项目	限价房	7.67	3.15	2.98	2015.06
红星花园公租房项目	公共租赁房	12.38	4.80	3.51	2015.12
浐灞家园经适房项目	经济适用房	5.09	2.03	1.62	2015.12
合计	--	25.14	9.98	8.11	--

资料来源：公司提供

公司目前主要在建的商品住房项目包括 216 地块开发项目一期和金融小区，其中金融小区为跟踪期内公司启动的项目。

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。项目总建筑面积

积约 499880 平方米，其中地上建筑面积约 357000 平方米，地下建筑面积约 142880 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。该项目预计完工时间为 2016 年 12 月。

表8 截至2014年9月底公司主要在建商品房项目

项目名称	规划面积 (万平方米)	总投资(亿元)	截至2014年9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	3.35	2016.12
金融小区	49.99	22.66	4.72	2016.12

资料来源：公司提供

2013 年，公司实现工程施工收入 14.82 亿元，同比增长 14.22%，主要系该年度公司对委托代建项目的投入增长所致；同期，工程施工毛利率则下降了 1.74 个百分点，主要系 2013 年通过评审验收的项目较少所致。

2014 年前三季度，由于湿地公园项目已于 2013 年全部完成且移交，公司 2014 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；同期，公司工程施工毛利率为 7.57%，基本保持稳定。

总体来看，跟踪期内，委托代建项目是公司工程业务收入的主要来源，但其毛利水平较低；而自营项目中的大部分房地产项目尚未开始预售，因此公司自营模式收入规模很小。从目前的主要委托代建项目来看，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。

2013 年，公司实现维护工程收入 2202.81 万元，同比业务规模有所扩大；同期，业务毛利率为 5.07%，由于公司近年在确认维护工程项目实际成本时前后有所调整，导致毛利率起伏较大。

2014 年 1~9 月，公司实现维护工程收入 1011.26 万元，业务规模有所下降；同期，公司加强对维护工程支出、项目决算等环节的管理，及时准确地确认实际成本，使得毛利率恢复至正常水平，为 23.46%。

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。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工作。

2013 年，公司实现商品销售收入 90.82 万元，同比略有下降；同期，业务毛利率为 27.10%，同比大幅上升，主要是由于湿地公园开园后，在公园内销售的商品毛利率相对较高，带动整体毛利率快速上升。

受益于生态园区内贸易业务的增长，2014 年 1~9 月，公司实现商品销售收入 184.23 万元，同比提升较快，业务毛利率亦有所增长，为 31.05%。

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，主要是其在浐灞生态区中金融商务区内持有的金融商务办公楼，目前包括陕西省证监局、陕西省保监局、大宗煤炭交易中心在内的多家金融监管机构及金融机构已进入商务区办公，区域内高端商务楼宇极端紧缺，公司是区域内唯一持有经营性物业的企业。截至 2013 年底，公司持有可出租物业 13 万平方米，目前出租率 100%，还有 12.6 万平米的经营性物业在建设当中，预计 2015 年投入使用，到 2016 年该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。

2013 年，公司实现物业管理收入 850.07 万元，但由于部分租户迟交租金的影响，该年度公司物业管理业务呈亏损状态。

2014 年 1~9 月，公司加大对租户所欠租金的清收力度，实现物业管理收入 614.84 万元，物业管理业务毛利率也达到 36.79% 的较高水平。

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。湿地公园已于 2013 年 4 月 28 日开园，由于前期运营成本较高，且游客数量相对较少，公园运营业务毛利率较低。2014 年 1~9 月，湿地公园继续维持高成本运营，实现公园运营收入 284.55 万元。

总体看，目前维护工程、商品销售、物业管理及公园运营收入在公司营业收入中占比很小，且收入稳定性较弱。未来随着湿地公园运营逐步成熟、更多企业进驻浐灞生态区办公以及公司可出租物业进一步扩大，公司收入规模有望得到提升。

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，借助金融商务区及领事馆区建设全面启动，重点建设金融商务区及领事馆区的基础设施，加快金融商务区及领事馆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，满足金融商务区及领事馆区建设的基本需求，加速南北翼发展。

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 2014 年 9 月发行的“14 西安浐灞 CP001”募集资金额度为 5 亿元，其中 1.2 亿元用于偿还公司的金融租赁贷款，3.8 亿元用于补充营运资金。根据公司于 2014 年 10 月 10 日发布的《西安市浐灞河发展有限公司关于 2014 年第一期短期融资券募集资金用途变更的公告》，由于上述金融租赁贷款大部分已按约定时间到期还款，而本期募集资金尚未到账，故公司将此部分 1.2 亿募集资金用途调整为偿还银行借款。

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 2011~2013 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。公司提供的 2014 年 3 季度财务报表未经审计。

近年来，公司合并范围变化不大，财务数

据可比性较强。

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 9 月底，公司资产总额 146.53 亿元，所有者权益 62.15 亿元。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 8.23 亿元，实现利润总额 0.48 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。

由于工程施工业务规模逐步提升，2013 年公司实现营业收入 15.45 亿元，同比增长 9.38%；而同期营业成本为 14.37 亿元，同比增长 14.44%，高于收入的增速。受工程施工业务毛利率波动下降的影响，公司营业利润率下降至 6.34%。

受益于利息支出资本化的缘故，公司期间费用主要为管理费用，2013 年公司期间费用为 0.82 亿元，占营业收入为 5.31%，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一个重要来源，2013 年为 1.26 亿元。同期，公司实现利润总额 1.27 亿元。

从盈利能力指标看，2013 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.22%和 2.93%，同比分别下降 0.35 个百分点和 0.33 个百分点。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 8.23 亿元，受湿地公园继续亏损运营的影响，公司营业利润率进一步下滑，为 5.50%。同期，公司实现利润总额 0.48 亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入主要来源于工程管理和工程回购款，随着委托建设项目规模的扩大，公司收入规模有所上升；受固定管理费率的影响，公司营业利润率较低。

鉴于公司的业务特点，政府补助是公司利润的重要支撑。公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，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%，主要系公司回收浐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，2013 年公司现金收入比为 101.80%，公司收现质量一般。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子公司日常经费、退还的工程履约保证金等。2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 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。2013 年公司投资活动现金流出量为 4.79 亿元，主要是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。2013 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-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，2013 年公司吸收投资收到的现金主要是浐灞管委会以 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项目。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 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 9.10 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金

流净额为-5.80 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 6.30 亿元，主要是公司与浐灞管委会、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-20.23 亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金 19.60 亿元，主要系公司拆借给土地储备中心及西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“西安世园”）的有息借款；公司筹资活动产生的现金流净额为 28.12 亿元，其中吸收投资收到的现金 26.97 亿元，主要系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，及母公司资本公积中的土地资产置换成现金资产，收到现金 3.96 亿元。支付其他与筹资活动有关的现金 4.30 亿元系公司偿还融资租赁款。

总体看，跟踪期内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. 资本及债务结构

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，跟踪期内公司资产结构变化不大。

流动资产

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。

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。

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一定占用。

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9 截至2013年底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

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。

非流动资产

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 18.20 亿元，同比增长 0.39%，公司非流动资产构成基本保持稳定。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 3.91 亿元，同比增长 61.01%，主要系 2013 年 7 月，

公司与西安隆基置业有限责任公司、光大金控资产管理有限公司（以下简称“金控资管”）共同出资组建陕西光大金控西部产业投资有限公司（以下简称“西部产业”），其中公司出资 1.50 亿元，占比 65.22%，但由于西部产业为公司制基金，且该基金采取委托管理模式，金控资管为该基金的唯一受托管理人，因此公司对西部产业不存在控制关系，并未将其纳入合并范围。公司其他长期股权投资还包括对西安世园的投资，按成本法计算，其投资成本为 2.40 亿元。

截至 2013 年底，公司在建工程 9.49 亿元，同比下降 14.90%，主要系该年度浐灞管委会以 1.48 亿元货币资金置换 2009 年以实物资产出资的 1.48 亿元基础设施公益性资产。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 146.53 亿元，较 2013 年底增长 22.92%，主要由于 2014 年前三季度公司其他应收款大幅上升所致。同期，公司资产总额中流动资产占 87.66%，非流动资产占 12.34%。

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。整体看，公司资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 38.83 亿元，其中实收资本为 24.50 亿元，全部为浐灞管委会出资；同期，公司资本公积为 8.63 亿元，主要是 2010 年浐灞管委会将 653.94 亩土地注入公司（评估价值 8.62 亿元），并计入资本公积中。截至 2013 年底，公司所有者权益中实收资本占 63.09%、资本公积占 22.24%、盈余公积占 1.43%、未分配利润占 13.25%。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益 62.15 亿元，较 2013 年底增长 60.03%，主要系浐灞管委会与国投瑞银签订远期股权受让合同，国投瑞银向公司增资 20 亿元所致。此外，子公司

湿地公园公司引入中国对外经济贸易信托有限公司（以下简称“对外经贸信托”）战略投资，对外经贸信托向湿地公园公司增资 3 亿元，其中 1.40 亿元增加其实收资本，其余 1.60 亿元计入其资本公积当中，公司将在未来 5 年内向对外经贸信托分期回购该笔 3 亿元增资。截至 2014 年 9 月底，公司持有湿地公园公司 65% 股权。

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

截至 2013 年底，公司负债总额为 80.37 亿元，其中非流动负债占比为 64.51%，近年来公司负债结构变化不大。

截至 2013 年底，公司短期借款为 3.95 亿元，其中质押借款 0.95 亿元，保证借款 3.00 亿元。

截至 2013 年底，公司应付账款 7.75 亿元，全部为应付施工单位的工程款。从账龄来看，1 年以内占 51.77%，1~2 年的占 41.93%。

截至 2013 年底，公司其他应付款为 15.02 亿元，同比增长 135.62%，主要系新增项目合作方的预收款项 8.3 亿元。

截至 2013 年底，公司非流动负债 51.85 亿元，其中长期借款 31.61 亿元，由抵押借款 10.86 亿元、保证借款 17.55 亿元和信用借款 3.20 亿元构成；应付债券 11.00 亿元，为公司 2012 年发行的 7 亿元公司债券和 2013 年发行的 4 亿元私募债券；长期应付款 9.09 亿元，系公司分别于工银金融租赁有限公司和信达金融租赁有限公司签署的售后回租融资租赁业务，余额分别为 4.51 亿元和 4.58 亿元。

截至 2013 年底，公司全部债务 56.18 亿元，其中长期债务为 51.70 亿元，占比 92.02%，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波动增长以及所有者权益持续增长因素的影响

响, 2013 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有所增长, 2013 年上述比率分别为 67.42%、59.13%和 57.10%。

截至 2014 年 9 月底, 公司负债总额 84.38 亿元, 较 2013 年底增长 4.99%, 主要系公司发行 5 亿元短期融资券、5 亿元私募债券以及子公司生态园林公司和贸易公司发行了 2 亿元中小企业私募债券所致。同期, 公司全部债务 61.52 亿元, 其中, 长期债务 53.47 亿元, 占比有所下降。截至 2014 年 9 月底, 受国投瑞银股权增资的影响, 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分别下降至 57.59%、49.75%和 46.25%。

总体看, 跟踪期内, 公司债务以长期债务为主, 符合公司经营特点。虽然受国投瑞银股权增资的影响, 公司债务水平下降较快, 但公司债务负担仍较重, 且未来还存在减资的风险。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2013年底公司流动比率和速动比率分别为354.08%和236.71%; 截至2014年9月底, 上述比率分别为417.59%和296.76%。2013年经营现金流动负债比仅为0.27%。截至2014年9月底, 公司现金类资产15.53亿元, 为短期债务的1.93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尚可。

从长期偿债能力指标看, 2013 年公司 EBITDA 为 1.47 亿元, 全部债务/EBITDA 为 38.12 倍, EBITDA 对全部债务的保护弱。从指标看, 公司长期偿债能力弱, 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2014年9月底, 公司对外担保11.80亿元, 担保比率为18.98%, 公司分别为西安世园和西安经发集团有限责任公司担保11.40亿元和0.40亿元。截至2014年9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 9 月底, 公司获得银行授信额度为 89.85 亿元, 其中已使用的授信额度为 56.65 亿元, 剩余尚未使用的授信额度为 33.20 亿元, 公司间接融资渠道较为畅通。

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 2015 年 3 月 3 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。

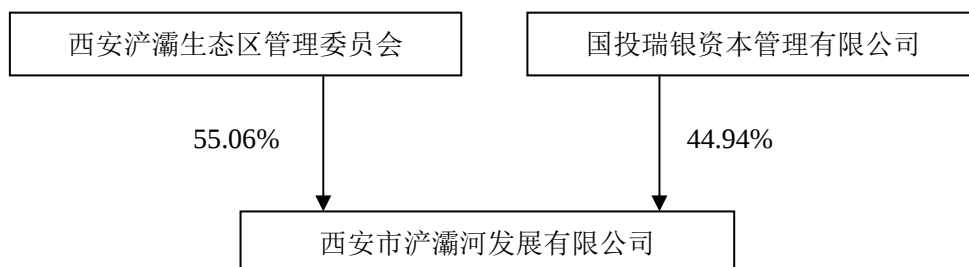
十、存续期内债券偿债能力

公司于 2014 年 9 月发行 “14 西安浐灞 CP001”, 募集资金 5 亿元。2013 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 33.53 亿元和 0.08 亿元, 为本期短期融资券本金的 6.71 倍和 0.02 倍。截至 2013 年底, 公司现金类资产合计 13.54 亿元, 为本期短期融资券本金的 2.71 倍。截至 2014 年 9 月底, 公司现金类资产合计 15.53 亿元, 为本期短期融资券本金的 3.11 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。

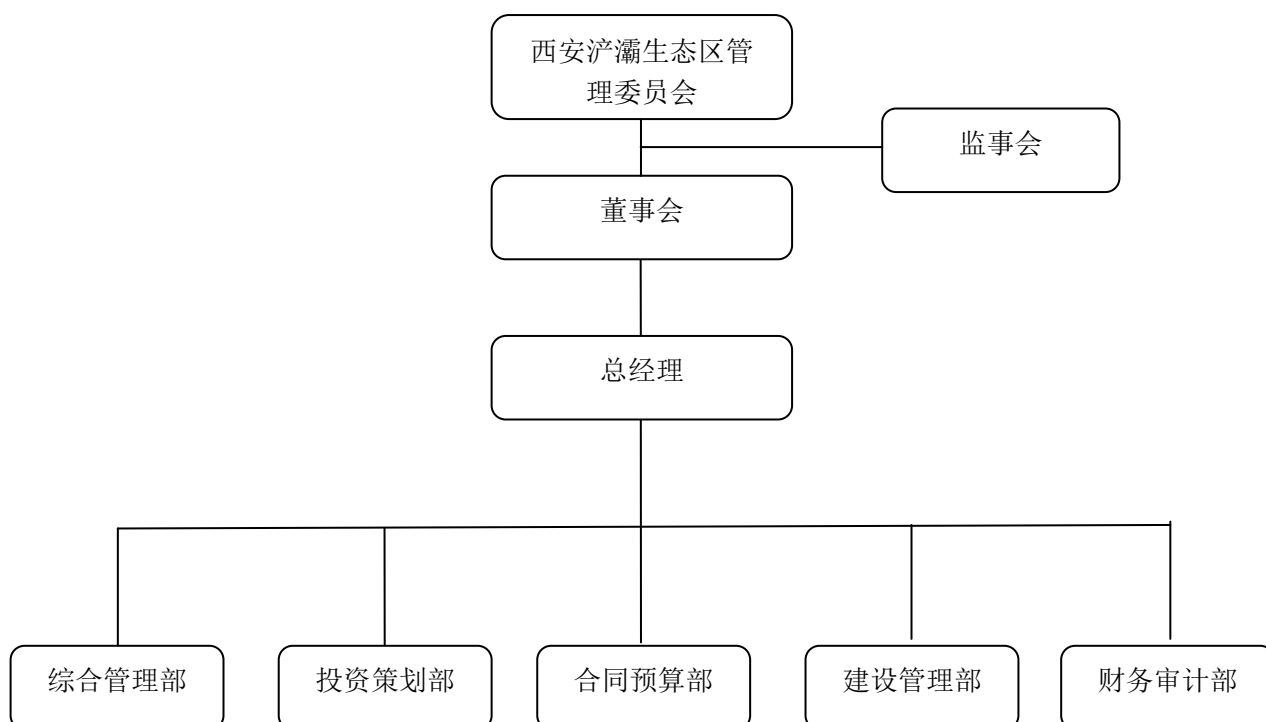
十一、结论

综合考虑，联合资信维持西安市浐灞河发展有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14西安浐灞CP001” A-1的信用等级。

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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.09	9.10	13.54	15.53
资产总额(亿元)	64.62	104.03	119.21	146.53
所有者权益(亿元)	24.47	37.70	38.83	62.15
短期债务(亿元)	3.05	4.61	4.48	8.05
长期债务(亿元)	24.80	40.88	51.70	53.47
全部债务(亿元)	27.85	45.49	56.18	61.52
营业收入(亿元)	9.89	14.13	15.45	8.23
利润总额(亿元)	1.07	1.42	1.27	0.48
EBITDA(亿元)	1.24	1.74	1.47	--
经营性净现金流(亿元)	4.88	0.21	0.08	-5.80
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	90.45
营业利润率(%)	7.25	10.38	6.34	5.50
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	46.25
全部债务资本化比率(%)	53.23	54.69	59.13	49.75
资产负债率(%)	62.14	63.76	67.42	57.59
流动比率(%)	361.77	339.51	354.08	417.59
速动比率(%)	174.82	208.55	236.71	296.76
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	--

注：1.公司 2014 年 3 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%

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。

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