信用等级公告

联合[2018] 2131 号

联合资信评估有限公司通过对西安世园投资（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西安世园投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 西安世园 MTN001”和“18 西安世园 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十七日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

西安世园投资（集团）有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 西安世园 MTN001	5 亿元	2019/09/07	AA	AA
18 西安世园 MTN001	6 亿元	2021/06/29	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	26.39	19.72	23.26	20.03
资产总额(亿元)	167.89	166.13	188.23	194.05
所有者权益(亿元)	62.85	61.83	58.92	59.01
短期债务(亿元)	17.72	20.35	19.92	16.20
长期债务（亿元）	60.80	53.71	76.95	80.95
全部债务(亿元)	78.52	74.06	96.87	97.15
营业收入(亿元)	12.68	11.36	11.76	2.74
利润总额(亿元)	1.28	0.93	0.96	0.03
EBITDA(亿元)	1.75	1.38	1.53	--
经营性净现金流(亿元)	1.02	-1.79	-9.66	-5.56
应收类款项/资产总额(%)	39.59	37.75	40.22	41.16
营业利润率(%)	5.50	8.17	7.30	8.17
净资产收益率(%)	1.87	1.08	1.17	--
资产负债率(%)	62.57	62.78	68.70	69.59
全部债务资本化比率(%)	55.54	54.50	62.18	62.21
流动比率(%)	534.88	454.40	495.40	586.83
经营现金流动负债比(%)	3.60	-5.54	-28.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	44.98	53.77	63.22	--

注：公司 2018 年第一季度财务数据未经审计。

分析师

喻宙宏　王　萌
邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“西安世园”）作为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”）下属的国有企业，是西安市浐灞生态区（以下简称“浐灞区”）重要的基础设施建设主体，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。跟踪期内，公司继续保持其在外部运营环境及政府支持等方面的优势，整体经营状况保持稳定；同时，联合资信关注到公司债务规模较大以及收现质量偏低等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

公司目前经营状况稳定，收现质量有所提高；浐灞生态区经济发展前景良好，未来公司业务规模有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“16西安世园MTN001”和“18西安世园MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，随着浐灞生态区的发展，浐灞生态区经济实力得到提升，公司外部发展环境较好。
2. 随着公司自身盈利能力上升，公司利润对财政补贴依赖程度有所降低。

关注

1. 公司存货和应收款项规模大。其中存货以开发成本和土地资产为主，流动性弱；应收款项对资金形成较大占用；公司资产质量一般。
2. 公司债务规模快速增长，公司长期偿债能力弱。
3. 公司收现质量有所好转，但整体水平较差。

声　明

一、本报告引用的资料主要由西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

西安世园投资（集团）有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“西安世园”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东以及实际控制人构成未发生变化，西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”）为公司股东以及实际控制人。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 53.00 亿元，其中浐灞管委会持股 80.38%；西安浐灞城市投资建设有限公司持股 15.09%；西安市浐灞河发展有限公司持股 4.53%。跟踪期内，公司业务范围和经营区域未发生变化。

截至2017年底，公司合并资产总额188.23亿元，所有者权益58.92亿元（含少数股东权益0.04亿元）；2017年公司实现营业收入11.76亿元，利润总额0.96亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 194.05 亿元，所有者权益 59.01 亿元（含少数股东权益 0.04 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.74 亿元，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号浐灞商务中心7B03-26室；法定代表人：樊彦平。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评公司发行债券余额合计11.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，公司既往还本付息情况良好。截至2018年6月，公司存续债券“16西安世园MTN001”募集资金已使用4.91亿元，全部用于偿还有息负债；“18西安世园MTN001”募集资金尚未使用。

表1　截至2018年3月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 西安世园 MTN001	5.00	5.00	2016/09/07	3 年
18 西安世园 MTN001	6.00	6.00	2018/06/29	3 年
合计	**11.00**	**11.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资

平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责

		任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是西安市浐灞生态区（以下简称“浐灞区”）重要的基础设施建设主体，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。西安市及浐灞区的社会经济发展状况对公司具有较大影响。

跟踪期内，西安市经济持续增长，产业结构持续优化，固定资产投资保持快速增长；浐灞区经济持续增长，公司外部发展环境好。

2017 年，西安市地区生产总值（GDP）7469.85 亿元，比上年增长 7.7%。其中，第一产业增加值 281.12 亿元，增长 4.6%；第二产业增加值 2596.08 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值 4592.65 亿元，增长 9.2%。三次产业构成为 3.8:34.7:61.5。按常住人口计算，全年人均生产总值 78346 元，比上年增长 6.0%。全年全部工业增加值 1677.48 亿元，比上年增长 5.8%。规模以上工业增加值 1361.77 亿元，增长 5.8%。在规模以上工业中，轻工业增加值 270.89 亿元，增长 1.1%；重工业增加值 1090.88 亿元，增长 7.0%。

2017 年，西安市全社会固定资产投资 7556.47 亿元，比上年增长 12.9%。其中，固定资产投资（不含农户）7463.31 亿元，增长 13.0%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 123.20 亿元，比上年增长 2.3%；第二产业投资 1086.93 亿元，下降 10.2%，其中，工业投资 1072.06 亿元，下降 10.6%；第三产业投资 6253.18 亿元，增长 18.6%。民间固定资产投资 3120.22 亿元，比上年增长 11.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 41.8%。全市 PPP 项目 52 个，PPP 项目引资额达到 1052.66 亿元。

2017 年，浐灞生态区地区生产总值 117.45 亿元，同比增长 19.5%。全年实现固定资产投资 533.36 亿元，同比增长 13.4%。实现民间投资 271.04 亿元，同比增长 12.5%。实现建筑业增加值 35.19 亿元，同比增长 44.5%。消费持续回暖，实现全社会消费品零售总额 129.26 亿元，同比增长 9.3%。服务业快速增长，规上服务业企业营收 15.13 亿元，同比增长 54.1%。房地产产销两旺，房地产投资 230.17 亿元，全年实现商品房销售面积 303.11 万平方米，同比增长 13.6%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为浐灞区国资委。

2. 外部支持

2017 年西安市浐灞区财政收入持续增长，财政实力较强；跟踪期内，随着公司经营情况好转，管委会对公司补贴力度有所下降。

根据公司提供的《2017 年 1~12 月西安市浐灞生态区财政一般预算收支表》。2017 年，全区一般公共预算收入 35.26 亿元，比上年增长 18.32%。其中，全市各项税收总收入 28.84 亿元，增长 32.29%，占一般公共预算收入的比重为 81.79%；国有土地使用权出让收入完成 30.57 亿元，同比下降 13.36%。

跟踪期内，公司收到的政府补贴规模大幅减少，为 0.20 亿元，主要为公交车扶持补贴和垃圾分类补助。

3. 企业信用情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10610111013428706），截至 2018 年 7 月 17 日，公司无未结清信贷信息记录，已结清信贷信息中存在 21 笔关注类贷款。根据西安市灞桥区农村信用合作联社和长安信用联社营业部出具的说明，上述关注类款项主要系操作失误造成，公司还款付息正常，不存在欠息情况。公司既往履约情况良好。

截至2018年6月底，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事会、高管人员发生一定变动，公司法人治理结构和管理体制无重大变动。

2017 年 3 月 31 日，公司原总经理姚景芳先生因工作到退休年龄正常退休。2017 年 7 月 31 日，西安市政府免去公司董事长门轩先生公司董事长职务。2017 年 11 月 17 日，经公司股东会决议同意选举樊彦平为法定代表人，免去门轩董事长（法定代表人）职务；选举樊彦平

兼总经理，选举牛天山为董事，免去樊彦平董事职务，免去郭海民董事职务。

樊彦平先生，男，1971 年 2 月出生，中共党员，研究生学历。曾先后担任西安市曲江管委会土地部部长，浐灞生态区管委会三角洲园办副主任，总部经济园办主任。现任西安世园投资（集团）有限公司董事长、总经理。

牛天山先生，男，1969 年 12 月出生，中共党员。曾担任浐灞生态区管委会规划建设局副局长。现任西安世园投资（集团）有限公司董事、合同预算部部长。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司代建工程业务收入有所下降，但受益于新增土地出让业务收入，公司整体收入保持稳定;公司其他业务板块稳定开展。

2017 年，公司实现营业收入 11.76 亿元，较上年增长 3.52%，基本保持稳定。收入主要来自代建工程收入、园区运营、土地出让和其他收入。毛利率方面，受土地出让收入毛利率较高影响，2017 年整体毛利率较上年提升 1.24 个百分点，为 10.12%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.74 亿元，为 2017 年全年的 23.36%，毛利率为 9.85%。

表 3 公司 2016-2018 年 3 月营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
代建工程收入	9.18	80.81	7.04	6.08	51.73	4.44	2.31	84.31	9.09
园区运营收入	0.85	7.50	25.95	1.05	8.97	30.48	0.30	10.95	6.67
土地出让收入	---	--	-	2.99	25.47	17.06	-	-	-
其他收入	1.33	11.71	10.67	1.63	13.83	4.29	0.13	4.74	30.77
合计	**11.36**	**100**	**8.88**	**11.76**	**100.00**	**10.12**	**2.74**	**100.00**	**9.85**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

公司代建工程业务受结算规模降低影响，2017年收入有所下降；同期，由于本年度确认收入的项目中，廉租房项目毛利率较低，导致公司该板块整体毛利率下降。公司代建业务未来投资规模较小，公司将面临的资金压力较小。

自公司成立以来，一直以世园会会址及周边基础设施建设为主要经营业务。按照与管委会及浐灞生态区土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订的相关代建协议进行工程代建。

公司代建工程业务模式分为两种，模式一：根据公司与土储中心签订的《2011 西安世园会会址及基础配套工程委托代建合同书》，公司对世园会会址及周边基础设施配套项目进行代建，土储中心以项目工程财务决算金额的 7%向公司支付代建管理费，当期代建工程投入及代建管理费经业主单位审核确认后按季度计取并支付。公司按照业务单位审定的工程进度确认代建工程成本，并加计 7%作为代建管理费，上述两项之和为代建工程收入。

模式二：根据公司与土储中心签订的《西安浐灞生态区集中配建廉租房项目委托建设协议书》，土储中心委托公司对廉租房项目进行代建，建设资金（建成的廉租房建筑面积*3700 元/平方米+建设补助资金）由土储中心按约定拨付给公司。公司按照工程进度对

应的建设资金确认为代建工程收入，并结转相应的成本为代建工程成本。

2017 年公司实现代建工程收入 6.08 亿元，同比下降 33.77%，主要系工程确认规模减少所致。由于土储中心支付款项进度较慢，公司代建项目资金回笼情况较差，2017 年公司收现比为 56.48%，较上年上涨 18.33 个百分点。2017 年公司代建工程毛利率下降至 4.44%，主要系公司 2017 年确认收入的浐灞廉租房项目占比较大，该部分收入毛利率相对较低。

除代建项目外，公司还有自建项目丝路国际创意梦工厂（一期），此类项目建成后预计通过出售等方式获得收益。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目计划总投资 29.27 亿元，已投资 23.50 亿元，后续尚需投资 5.77 亿元；整体看，公司未来投资金额较小，面临的资金压力较小。

表 4　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目性质	总投资额	截至 2018 年 3 月底累计投资	资金来源		拟回购金额	未来投资金额	
				贷款	自筹		2018 年 4-12 月	2019 年
浐灞廉租房项目	代建业务	10.00	6.82	0.00	10.00	无需回购	3.18	--
郭渠村安置房建设项目	代建业务	4.29	3.12	1.29	3.00	4.59	1.17	--
灞桥堡村安置房建设项目	代建业务	0.60	0.55	0.18	0.42	0.64	0.05	--
灞河河道（广运潭段）综合治理建设工程	代建业务	1.41	1.24	0.42	0.99	1.51	0.17	--
灞河右岸道路基础施建设项目	代建业务	4.97	4.27	1.49	3.48	5.32	0.70	
丝路国际创意梦工厂（一期）	自营业务	8.00	7.50	2.40	5.60	--	0.50	--
合计	--	**29.27**	**23.50**	**5.78**	**23.49**	**12.06**	**5.77**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司世园会园区运营业务收入保持稳定，主要为园区内房屋的出租收入，为公司营业收入提供了有力的支撑；随着公司其他自营性商业项目建设完成，该板块收入有望支部提升。

公司园区运营收入包括园区管理收入和园区租赁收入两部分，其中园区租赁收入主要是园区房屋、设备租赁所产生的收入，园区管理收入即浐灞管委会委托公司管理、维护世园会所产生的收入。2017年公司实现园区运营收入1.05亿元，同比上升23.53%；当年公司园区运营业务毛利率30.48%，毛利率有所提升主要系毛利率较高的园区租赁收入占比上升所致。2018年1~3月，公司实现园区运营收入0.30亿元，受房屋修缮等支出影响，该板块毛利率为6.67%。

公司未来计划进一步扩张自营商业项目规模，目前拟建项目主要包括自贸商务中心、宋城项目、滨河酒店项目以及世园樾府项目等。

跟踪期内，公司新增土地出让收入，主要系历史原因形成的收入，不具有持续性；公司其他收入规模保持稳定，为公司营业收入提供了有力的支持。

公司2017年产生土地出让收入2.99亿元，主要为公司2013年转让的土地产生的收入，但此前未完成相关证书的办理，因此无法确认收入。公司2017年已处理完相关手续，因此确认该部分收入。截至2017年底，公司待售土地面积（反映在存货中）合计2137.28万平方米，账面余额39.62亿元（其中已抵押部分价值2.63亿元）。未来几年，公司拟采取合作开发模式以实现土地开发利用的价值最大化或依据土地市场行情择机进行转让以获取收益。公司土地出让业务不具有持续性。

同期，公司将国有建设用地共计142.28亩交由土储中心收储，形成土地收储收益0.77亿元，计入“其他收益”科目。

公司其他业务主要为交通运输等，2017年其他业务收入1.63亿元，交通运输业务由子公司西安世园旅游汽车有限公司（以下简称“旅游汽车公司”）负责，包括出租车营运业务和公交运输业务两部分。旅游汽车公司成立于2011年，主要在西安市范围内开展出租车运营、公交运输等业务，其中公交运输业务为2016年新增业务。截至2017年底，旅游汽车公司共拥有出租车300辆；公交线路6条、公交车71辆。

公司未来仍将以代建业务和园区运营业务为主。公司目前拟建项目较多，预计未来公司自营业务能给公司营业收入带来较大贡献，公司主营业务的持续性较好。

根据公司及浐灞生态区未来规划，公司将大力发展以世园会为核心的复合型旅游产业，将该区域打造成以世园会园区为核心，集休闲娱乐、生态观光、创意产业、地产开发为主的生态休闲聚集区。公司未来还将以世园会及周边为核心区域进行项目投资建设，加大规划区域内配套设施建设力度。

公司目前拟建项目共计7个，其中代建拟建项目2个，预计总投资30.44亿元；自营拟建项目4个，预计总投资36.58亿元，有望对公司收入带来有力支持。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	项目性质	资金来源		未来投资金额		
			贷款	自筹	2018 年	2019 年	2020 年
灞河右岸道路基础施建设项目	21.94	代建业务	15.36	6.58	18.42	3.52	--
宋城项目周边基础配套工程	1.50	代建业务	1.0	0.5	1.0	0.5	--
东方红安置房	7.00	代建业务	4.50	2.50	0.50	2.50	2.17
自贸商务中心	16.80	自营业务	9.80	6.00	3.95	6.1	6.75
滨河酒店项目	7.60	自营业务	4.06	3.54	2.97	4.63	--
世园樾府项目	6.18	自营业务	3.15	3.03	3.48	1.8	0.9
宋城项目	6.00	自营业务	4.2	1.8	4.5	1.5	--
合计	**67.02**	--	**42.07**	**23.95**	**34.82**	**20.55**	**9.82**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2017年度财务报表，希格玛会计师事务所有限公司对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2018年一季度财务报表未经审计。

2017年~2018年3月，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产仍然以流动资产为主，流动资产中存货和应收账款占比高，同时应收账款受浐灞管委会及土储中心资金拨付情况影响较大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2017年底，公司合并资产总额188.23亿元，同比增长13.30%。主要系应收账款和其他应收款增长所致。公司资产以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.72	11.87	23.26	12.36	20.03	10.32
应收账款	52.78	31.77	60.46	32.12	60.87	31.37
其他应收款	9.94	5.98	15.25	8.10	19.00	9.79
存货	62.19	37.43	65.14	34.61	69.99	36.07
流动资产合计	**146.93**	**88.44**	**166.60**	**88.51**	**172.26**	**88.77**
可供出售金融资产	8.00	4.82	8.00	4.25	8.00	4.12
固定资产	6.72	4.05	9.17	4.87	8.96	4.62
非流动资产合计	**19.20**	**11.56**	**21.63**	**11.49**	**21.78**	**11.23**
资产合计	**166.13**	**100.00**	**188.23**	**100.00**	**194.05**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

2017 年底，公司流动资产 166.60 亿元，同比增长 13.38%。公司货币资金 23.26 亿元，主要是银行存款，且不存在抵押、质押及其他使用受限的情形。2017 年底，公司应收账款为 60.46 亿元，同比增长 14.54%。公司应收账款主要为应收浐灞区土储中心和浐灞管委会的工程款，分别占 93.59%和 6.41%；坏账风险很小，但其资金拨付效率在很大程度上影响了公司资金使用效率。公司其他应收款为 15.25 亿元，同比增长 53.47%，主要为往来款，按欠款单位看，前 5 名单位占应收账款总额的比重为 92.79%，集中度高。公司存货 65.14 亿元，较上年增加 4.74%，主要是开发成本和待售土地。公司待售土地账面价值 39.62 亿元。其中 4.92 亿元已经用于抵押；开发成本主要为公司已开发土地和在建项目等工程。2017 年底，公司非流动资产为 21.63 亿元，同比增长 12.67%，主要系固定资产增长所致。

2017 年，公司应收类账款占公司总资产比例为 40.22%，同比上升 2.47 个百分比；应收类账款以应收账款为主，对公司资产形成一定占用。

2017 年底，公司资产中受限资产共计 6.90 亿元，其中，“存货-开发成本”4.92 亿元，“无形资产”1.98 亿元，均为公司借款时抵押的土地使用权。公司资产受限比例较小。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 194.05 亿元，较 2017 年底增长 3.09%，主要系项目持续投入导致的存货增长和其他应收款增加所致，资产构成上较上年变化不大。

2. 资本结构

跟踪期内，由于公司偿还了其他权益工具中的优先股，公司所有者权益有所下降，其余部分基本保持稳定。由于项目建设投资规模较大，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主。公司整体债务负担重。

2017 年底和 2018 年 3 月底，公司所有者权益有所减少，主要系公司偿还了其他权益工具中的优先股 3.60 亿元，其余权益规模与结构基本保持稳定。

截至 2017 年底，公司负债总额 129.31 亿元，较上年增长 23.97%，主要系长期借款增加所致。公司负债以非流动负债为主。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	6.88	6.44	7.47	5.78	7.39	5.47
其他应付款	2.61	2.44	4.01	3.10	3.89	2.88

一年内到期的非流动负债	20.35	19.04	19.92	15.41	15.18	11.24
流动负债合计	**34.94**	**32.68**	**33.63**	**26.01**	**29.35**	**21.74**
长期借款	23.71	22.17	52.75	40.80	56.75	42.03
应付债券	30.00	28.06	24.20	18.72	24.20	17.92
长期应付款	18.02	16.85	18.48	14.29	24.48	18.13
非流动负债合计	**71.97**	**67.32**	**95.68**	**73.99**	**105.68**	**78.26**
负债合计	**106.91**	**100.00**	**129.31**	**100.00**	**135.03**	**100.00**
实收资本(或股本)	53.00	85.72	53.00	89.95	53.00	89.81
未分配利润	4.18	6.76	4.81	8.16	4.83	8.19
其他权益工具	3.60	5.82	-		-	
所有者权益合计	**61.83**	**100.00**	**58.92**	**100.00**	**59.01**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

2017 年底，公司流动负债 33.63 亿元，同比增长 4.00%。公司流动负债以应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。2017 年，公司应付账款 7.47 亿元，同比增长 8.52%，主要为公司欠施工单位尚未结算的工程款；公司其他应付款 4.01 亿元，同比增长 53.96%，主要为应付相关单位的往来款和保证金；公司一年内到期的非流动负债为 19.92 亿元，较上年有所下降，其中，一年内到期的长期借款 7.42 亿元，一年内到期的应付债券 5.40 亿元，一年内到期的长期应付款 7.10 亿元。公司非流动负债 95.68 亿元，同比上涨 32.95%，主要系公司长期借款大幅度上涨所致；非流动负债中，长期借款 52.75 亿元，同比增长 122.53%，其中，信用借款 29.66 亿元，保证借款 18.59 亿元，质押借款 4.50 亿元；应付债券 24.20 亿元，同比下降 19.33%；长期应付款 18.48 亿元，较上年基本保持稳定，公司长期应付款主要为融资租赁借款。

2017年底，公司全部债务为96.87亿元，同比增长30.80%，其中长期债务占79.44%，短期债务占20.56%，公司债务以长期债务为主。受长期借款大幅度增加影响，公司资产负债率为68.70%，较上年上升5.92个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至62.18%和56.64%。若考虑到长期应付款中的有息债务，公司2017年调整后全部债务为115.35亿元，较上年增长25.28%，其中调整后长期债务占82.73%；公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为66.19%和61.83%，较上年分别增长6.36和8.13个百分点。

2018年3月底，公司负债总额135.03亿元，较2017年底增长4.43%，其中非流动负债占比进一步上升。

2018年3月底，公司全部债务97.15亿元，较2017年底略有增长。若考虑到长期应付款中的有息债务，则公司2018年3月底调整后全部债务为121.63亿元，较上年底增长5.44%，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为69.59%、67.33%和64.11%。公司债务负担重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入略微增长，营业利润率受成本影响有所下降；公司利润总额对财政补贴依赖程度有所下降，整体盈利能力弱。

2017 年，公司营业收入为 11.76 亿元，较上年上涨 3.51%；同期，公司营业成本上涨至 10.57 亿元；公司营业利润率 7.30%，较上年有所下降，主要系 2017 年营业税金及附加费用增长所致。

2017 年，公司期间费用以管理费用和财务费用为主，期间费用 0.82 亿元，较上年基本保持稳定。公司 2017 年期间费用率为 6.94%，公

司期间费用控制能力尚可。

2017 年公司收到政府补贴 0.20 亿元，计入“其他收益”。政府财政补贴对公司利润形成一定补充，公司利润总额 0.96 亿元，公司利润总额对财政补贴依赖程度有所下降。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率略微下降为 0.44%，净资产收益率有所增长，为 1.17%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 2.74 亿元和 0.03 亿元，分别为 2017 年的 23.31%和 3.20%；公司营业利润率为 8.17%。公司当期未收到政府补贴。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期代建项目投资支出。为满足偿还债务以及未来拟建项目的投资需要，公司筹资活动产生的现金流量净额大幅度增加。

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入量为 7.29 亿元，同比下降 28.54%，主要系往来款规模减少所致。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 6.64 亿元。2017 年，公司经营活动现金流出量为 16.95 亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金 10.18 亿元，较上年略微下降 1.50%，主要为支付的工程款。公司收到、支付其他与经营活动有关的现金主要为与浐灞管委会及土储中心等单位的往来款。2017 年，公司经营活动现金流量净额为-9.66 亿元。2017 年，公司现金收入比为 56.48%，较上年上涨 18.34 个百分点，公司收入实现质量略有好转。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入量规模很小；同期，公司投资活动现金流出为 2.15 亿元，主要系公司与成都华润置业集团等公司合资成立丝路会展公司投资所致，公司持股 30%。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动大幅度增加，现金流入 45.30 亿元，为取得借款、发行债券和融资租赁获得的借款收到的现金；筹资活动现金流出 31.95 亿元，主要是偿还债务、融资租赁借款及利息等支付的现金。2017 年，公司筹资活动现金由上年的净流出 3.42 亿元转为净流入 13.35 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 2.25 亿元和-5.56 亿元；投资活动现金净流出 0.16 亿元；筹资活动现金流量净额为 2.48 亿元。2018 年 3 月底，公司现金收入比为 50.55%。

5. 偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产相对充裕，公司短期债务支付能力尚可；由于公司有息债务规模快速增长，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债能力看，2017 底，公司流动比率和速动比率分别为 495.40%和 301.70%，较上年有所增长；2018 年 3 月底，上述指标分别上升至 586.83%和 348.39%。2017 年底公司现金类资产 23.26 亿元，对短期债务保障倍数为 1.17 倍。2017 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对流动负债无保障能力。

从长期偿债能力看，2017 年公司 EBITDA 为 1.53 亿元，调整后全部债务/EBITDA 为 75.28 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力很弱。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 118.47 亿元，未使用额度为 54.47 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 23.38 亿元，相当于 2017 年底净资产的 39.68%；担保对象为西安市浐灞河发展有限公司，为浐灞管委会下属另一家平台企业，目前其经营状况良好，但公司担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

九、存续债券偿债能力

截至 2017 年底，公司存续债券余额 29.60

亿元，一年内到期的应付债券5.40亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿债压力一般。

截至2018年3月底，公司一年内到期的债券余额5.40亿元。考虑到公司将于2019年达到存续债券代偿本金峰值7.40亿元。2017年底，公司现金类资产23.26亿元，对一年内到期的债券余额保障倍数为4.31倍；2017年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为7.29亿元、-9.66亿元和1.53亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	5.40
未来待偿债券本金峰值	7.40
现金类资产/一年内到期债券余额	4.31
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.99
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.31
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.21

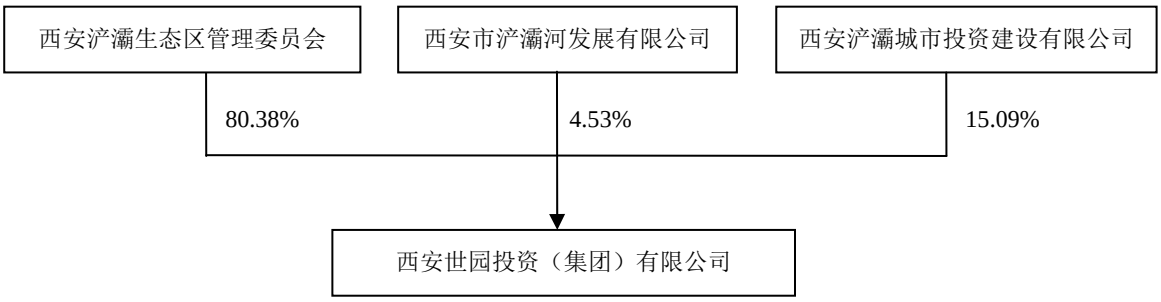
资料来源：联合资信整理

整体看，公司存续债券短期兑付压力较小，未来集中偿付压力一般。

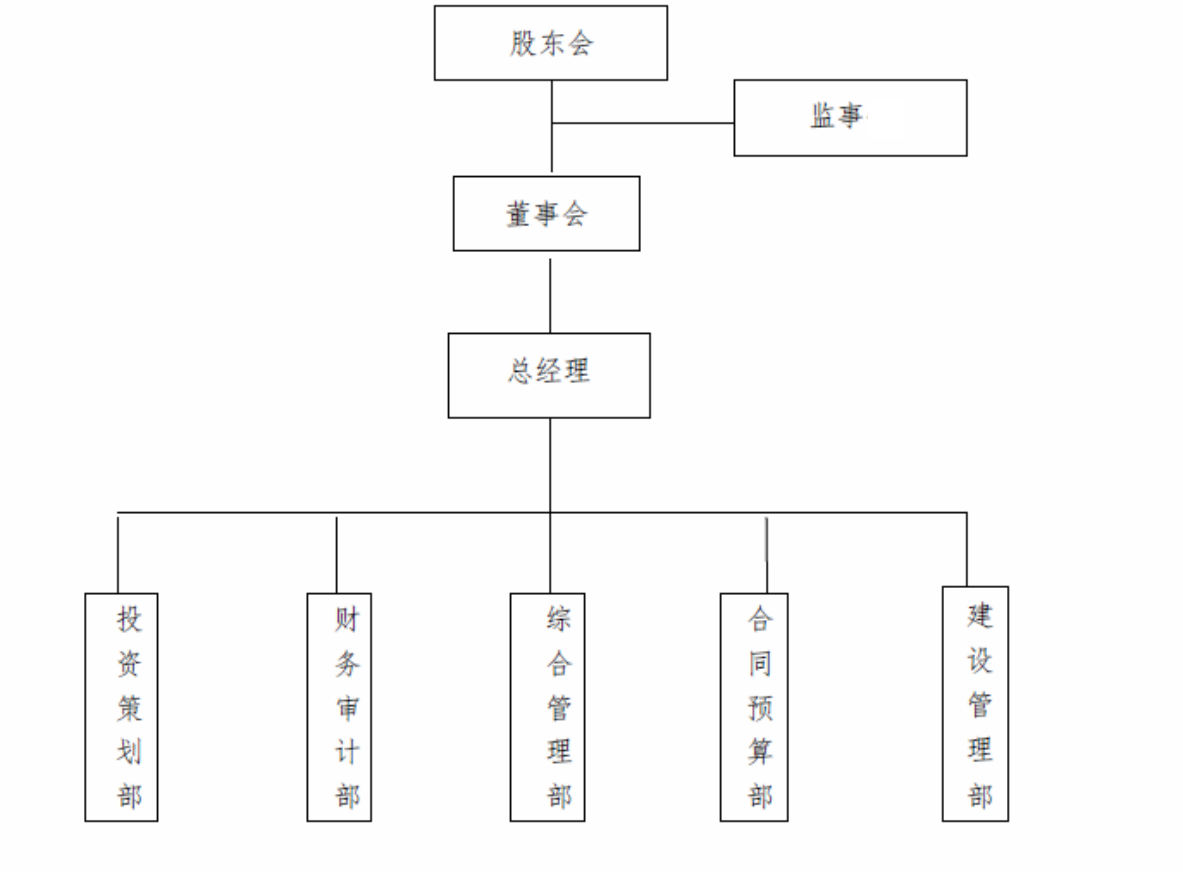
十、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“16西安世园MTN001”和“18西安世园MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.39	19.72	23.26	20.03
资产总额(亿元)	167.89	166.13	188.23	194.05
所有者权益(亿元)	62.85	61.83	58.92	59.01
短期债务(亿元)	17.72	20.35	19.92	16.20
长期债务(亿元)	60.80	53.71	76.95	80.95
调整后长期债务(亿元)	76.43	71.72	95.43	105.43
全部债务(亿元)	78.52	74.06	96.87	97.15
调整后全部债务(亿元)	94.15	92.08	115.35	121.63
营业收入(亿元)	12.68	11.36	11.76	2.74
利润总额(亿元)	1.28	0.93	0.96	0.03
EBITDA(亿元)	1.75	1.38	1.53	--
经营性净现金流(亿元)	1.02	-1.79	-9.66	-5.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.25	0.23	0.21	--
存货周转次数(次)	0.25	0.17	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	61.98	38.15	56.48	50.55
应收类款项/资产总额(%)	39.59	37.75	40.22	41.16
营业利润率(%)	5.50	8.17	7.30	8.17
总资本收益率(%)	0.87	0.51	0.44	--
净资产收益率(%)	1.87	1.08	1.17	--
长期债务资本化比率(%)	49.17	46.48	56.64	57.84
调整后长期债务资本化比率(%)	54.87	53.70	61.83	64.11
全部债务资本化比率(%)	55.54	54.50	62.18	62.21
调整后全部债务资本化比率(%)	59.97	59.83	66.19	67.33
资产负债率(%)	62.57	62.78	68.70	69.59
流动比率(%)	534.88	454.40	495.40	586.83
速动比率(%)	332.96	262.07	301.70	348.39
经营现金流动负债比(%)	3.60	-5.54	-28.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	41.55	53.77	63.22	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	50.50	66.85	75.28	--

注：调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；公司 2018 年第一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关财务指标的计算公式

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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	
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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。