信用等级公告

联合〔2020〕1844 号

联合资信评估有限公司通过对西安投资控股有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西安投资控股有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 西投债 01/19 西投 01”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

二〇二〇年六月二十四日

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

西安投资控股有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
西安投资控股有限公司	AA^+	稳定	AA^+	稳定
19 西投债 01/19 西投 01	AA^+	稳定	AA^+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 西投债 01/19 西投 01	15 亿元	15 亿元	2026/11/05

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa^+		评级结果	AA^+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	5
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对西安投资控股有限公司（以下简称“西投控股”或“公司”）的评级反映了公司作为西安市政府唯一的综合性投资控股公司和财政产业扶持资金运作主体，在西安市经济发展中具有重要性突出，在资本金注入、股权划拨及发展定位等方面一直得到西安市财政局的有力支持。公司业务涵盖信托、产业投资、融资租赁等多领域，跟踪期内，资产规模有所增长，维持了较强的盈利能力。同时，联合资信也关注到公司投资收益波动较大且对当期利润有较大影响、期间费用对利润形成侵蚀、经营性现金流波动较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

未来，随着大西安产业基金的设立及相关产业基金投资体系的搭建完成，公司金融产业布局将进一步完善，收入及利润规模有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 西投债 01/19 西投 01”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. **政府支持力度大。**公司是西安市政府金融领域和财政扶持产业的投资主体和出资人代表，在西安市经济发展中具有重要作用，在资本金注入、股权划拨及发展定位等方面持续得到西安市财政局的有力支持。

2. **随着大西安产业基金的设立及相关产业基金投资体系搭建的完成，公司在西安市经济建设中的地位将进一步增强，收入及利润规模亦有望提升。**西安市政府授权公司作为出资代表，分别设立大西安产业基金的引导基金（以下简称“引导基金”）法人主体和引导基金管理机构，并由公司履行引导基金的出资人和日常管理等职能。

3. **公司已形成多元化的金融业态。**公司业务涵盖信托、产业投资、融资租赁等多领域。

分析师：杨 涵 杨 恒
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

4. **公司所持有的部分股权优质，流动性强，能够对债务保障形成有益补充。**公司持有西安银行股份有限公司（600928.SH）、西安三角防务股份有限公司（300775.SZ）和中船海洋与防务装备股份有限公司（600685.SH）等优质上市公司股权，且均未质押，能够为公司整体流动性提供有益补充。

关注

1. **跟踪期内，受行业政策及市场变动影响，重要子公司经营业绩波动。**公司子公司长安国际信托股份有限公司资产管理规模有所下降，自营业务不良资产增长较快；受宏观经济低迷以及融资租赁行业监管政策趋严的影响，公司子公司宝信国际融资租赁有限公司新增放款受限，业务规模快速下滑，收入有所收缩，利润呈现亏损。

2. **公司利润对投资收益依赖大，且公司投资收益近年来波动较大，未来利润的实现存在一定不确定性。**2019 年公司投资收益占当期利润总额的 154.69%，投资收益在利润构成中占比大，且公司期间费用率较高，资产减值损失增长较快，对利润有一定侵蚀。

3. **公司对外融资需求持续增大。**跟踪期内，公司投资性现金流和筹资性现金流规模均净流出，对外担保及融资租赁业务主要依赖外部融资运营，对外融资需求持续增大。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	54.65	65.95	64.12	43.39
资产总额(亿元)	435.04	473.85	531.32	503.73
所有者权益(亿元)	240.19	273.42	315.19	317.16
短期债务(亿元)	49.95	73.60	95.47	68.68
长期债务(亿元)	68.10	54.33	50.67	55.62
全部债务(亿元)	118.05	127.93	146.13	124.31
营业总收入(亿元)	33.20	29.72	29.68	6.33
利润总额 (亿元)	12.44	5.07	9.21	3.15
EBITDA(亿元)	16.73	9.65	16.32	--
经营性净现金流(亿元)	8.33	20.45	26.11	1.19
营业利润率(%)	76.97	86.29	91.63	92.33
净资产收益率(%)	4.18	1.20	2.39	--
资产负债率(%)	44.79	42.30	40.68	37.04
全部债务资本化比率(%)	32.95	31.87	31.68	28.16
流动比率(%)	205.21	154.46	135.23	143.16
经营现金流动负债比(%)	7.72	15.38	17.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.05	13.26	8.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.81	2.09	2.39	--

公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	228.24	290.69	341.92	334.58
所有者权益（亿元）	162.22	189.81	220.22	220.21
全部债务(亿元)	51.60	83.12	92.70	99.69
营业总收入(亿元)	1.58	1.91	1.55	0.46
利润总额(亿元)	1.31	0.26	0.46	1.37
资产负债率(%)	28.92	34.70	35.59	34.18
全部债务资本化比率(%)	24.13	30.46	29.62	31.16
流动比率(%)	362.13	127.81	98.73	98.40
经营现金流动负债比(%)	7.64	1.71	1.49	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计；现金类资产已剔除使用受限的货币资金；其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 西投债 01/19 西投 01	AA^+	AA^+	稳定	2019/11/01	杨涵　杨恒	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由西安投资控股有限公司（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。

西安投资控股有限公司 2020 年跟踪评级报告

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关于西安投资控股有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

西安投资控股有限公司（以下简称“西投控股”或“公司”）是经西安市人民政府（下称“西安市政府”）《西安市人民政府关于同意组建西安市财政投资管理平台的批复》（市政发〔2009〕81号）批准，由西安市财政局出资，由西安市政府直管的国有独资企业，成立于2009年8月，初始注册资本10.68亿元，由西安市财政局于2011年11月缴足。自成立以来，西安市财政局对公司进行数次增资，截至2020年3月底，公司注册资本142.30亿元，实收资本142.30亿元，西安市财政局持股100%，公司实际控制人为西安市财政局。

公司是西安市政府在金融和财政扶持主导产业领域的投资主体和出资人代表，主营业务涉及金融、产业投资、置业等领域，主要经营区域为西安地区。公司经营范围：投资业务、项目融资、资产管理、资产重组与购并、财务咨询、资信调查，及其他市政府批准的业务（以上经营范围凡涉及国家有专项专营规定的从其规定）。

公司作为投资管理型企业，截至2020年3月底，下辖全资子公司4家和控股子公司13家，涉及产业基金、小额贷款、信托、融资担保、融资租赁、农业科技等多个领域；公司本部下设董事会办公室、监事会办公室、党群工作部、纪检监察室、审计部、办公室（信息中心）、人力资源部、战略规划部、运营管理部、资金财务部、法律事务部、风险合规部、投资部、金融管理部（中小中心）、资本运营部和基金管理部等部门。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 531.32 亿元，所有者权益 315.19 亿元（其中少数股东权益 65.89 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 29.68 亿元，利润总额 9.21 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 503.73 亿元，所有者权益为 317.16 亿元（含少数股东权益 67.54 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.33 亿元，利润总额 3.15 亿元。

公司注册地址：西安市高新区科技五路 8 号数字大厦四层；法定代表人：巩宝生。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

“19 西投债 01/19 西投 01”募集资金 15 亿元，全部用于产业投资基金出资。截至本报告出具日，募集资金尚未使用，尚未到付息日。

表1 公司存续期债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
19 西投债 01/19 西投 01	15.00	15.00	2019/11/05	2026/11/05

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态

势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2　2016—2020年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3.GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模。4.城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数。

资料来源：国家统计局、Wind、联合资信整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3

个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再

贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 信托行业

行业概况

2019 年以来，信托行业持续向回归信托本源、服务实体经济、强化主动管理能力的方向转变，监管部门依旧加强对通道业务的监管，事务管理类信托业务规模明显减少，导致信托行业资产规模仍呈下降态势，但由于在“稳增长、稳杠杆”的背景下信托行业资产规模降幅较上年末有所收窄。在当前宏观经济环境持续低迷、实体经济去杠杆化、经济发展方式转变、资本市场不确定性增加以及资管市场同质化竞争加剧的背景下，信托行业作为金融业中的重要组成部分，业务

转型发展仍面临较大压力。未来，在新的监管环境下，信托公司或将从财富管理业务、资产证券化业务以及股权投资业务等新兴业务方面为抓手，促使信托行业的持续性发展。

政策与监管

长时间以来，信托行业因其制度的优势，通过作为连接银行理财资金进入证券市场的桥梁同时承接银行资金不便进入的非标债权领域，信托行业的通道类业务在一定时期内迅速扩张并由最初的银信合作逐渐发展为多方合作，但其所面临的金融风险由于业务的复杂化而逐步积聚。在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）及其配套实施细则逐步落地之后，信托公司通道业务规模明显减少，多数信托公司主动控制规模和增速，2019 年以来，随着国家政策基调由“强监管、去杠杆”转向“稳增长、稳杠杆”，加之“37 号文”发布之后，信托行业资产规模仍呈下降态势，但降幅有所收窄。此外，实体经济因转型阵痛和融资条件恶化导致信用违约事件大幅增加的背景下，信托行业作为金融业中的重要组成部分，面临较大转型压力。截至 2019 年 6 月末，我国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 22.53 万亿元，较 2018 年末减少 0.75%。

此外，2019 年下半年以来，监管部门密集对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司进行窗口指导，并召集部分信托公司进行约谈，对房地产信托业务规模实施增量和增速的控制，预计未来房地产信托业务规模将明显回落，且在强监管趋势下，房地产信托业务面临的兑付危机值得关注。

总体看，受“资管新规”和“通知”等监管文件的影响，短期内信托公司的受托管理资产规模和盈利能力在通道业务收缩的压力下仍将面临较大冲击，长期看，信托公司须顺应资管新时代下标准化、净值化管理、统一监管的发展趋势，加速回归信托本源，提升主动管理能力，打造核心竞争力，实现可持续健康发展。

未来发展

在新的监管环境下，信托行业未来发展目标即服务于实体经济，服务于现代金融体系的建设，2020 年信托公司将进一步提高主动管理能力回归信托本源业务，助力实体经济的发展，但目前信托公司主动管理业务占比持续提升更多是被动调整业务结构的结果，真正的主动管理能力的强化仍需要一个逐步发展的过程，信托公司的转型不再是简单地推动单个创新业务的诞生，而是一个系统建设过程，尤其是在具有先天的客户资源、雄厚的资本实力和品牌效应等优势的商业银行理财子公司的成立之后，信托公司亟需创新经营模式，构建差异化核心竞争力。另一方面，信托行业信托风险项目持续增长，在当前宏观经济环境持续低迷，企业经营情况难以实质性改善的情况下，由于信托行业具有较强的顺周期特征，未来工商企业类信托项目风险仍需持续关注。此外，刚性兑付的打破将使信托产品吸引力下降，渠道销售难度加大，且在新的监管环境下，在原信托业务结构中占比较高的银信通道业务和信政业务将面临进一步萎缩，从而带动信托资产规模继续收缩，加之资本市场不确定性增加，未来信托公司的盈利水平存在一定的不确定性。但从长期来看，新的外部环境有助于提升信托行业资产管理能力和风险防控意识，加快信托行业转型速度，促进信托行业健康稳健发展。综上所述，联合资信认为，在未来一段时间内信托行业信用水平将保持稳定。

2. 股权投资行业

2018 年以来中国股权投资市场增速放缓，募资端承压，行业处于阶段性调整时期。近期资本市场改革持续推进，科创板落地、创业板、新三板等多层次、多方面改革措施出台，为股权投资市场创造投资机会，提供更多元高效的退出机制，未来股权投资市场将朝着更加规

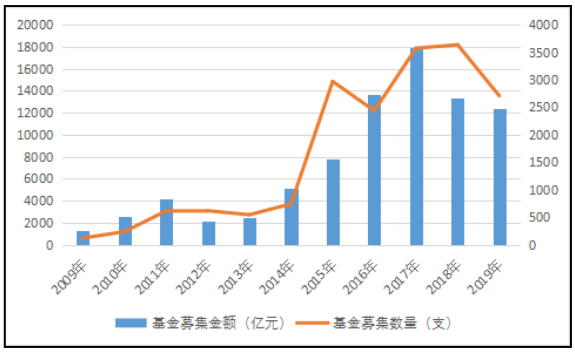
范、多元的方向发展。

自 2015 年起，随着“大众创业、万众创新”的发展和“供给侧改革”的推动，大批民营 VC/PE 机构、国资机构、金融机构、战略投资者等开展股权投资，中国股权投资市场经历萌芽和起步，进入发展期，市场活跃度稳步提升，股权投资市场总体迅速扩张。期间受股票二级市场波动影响，2015 年下半年股权投资活跃度出现了短暂回调，但增长势能在 2016—2017 年期间重新释放，并于 2018 年 Q3 达到巅峰。另一方面，随着 2017 年下半年国内“去杠杆”、“防控金融风险”工作力度的加大以及“资管新规”征求意见稿的公布，2018 年 Q1 开始股权投资市场募资端率先承压，而投资、退出端由于传导延迟性，活跃度自 2018 年 Q4 开始回撤。综合效应下，中国股权投资市场自 2018 年下半年起由单一扩张期进入优化整合、提质增效的新阶段。

2019 年，中国经济平稳运行，但国内外经济形势依然严峻，不确定因素增多，经济下行压力仍然较大。股权投资市场进入新的发展阶段，私募投资基金备案规则推出，证监会、中基协组织私募基金清查，中国金融市场进一步规范，在金融改革、市场出清、各项配套政策推进的作用下，募资难的困境稍有缓解，科创板推出热下企业估值逐渐回归理性，投资市场受募资端承压和二级市场疲软的双重影响，活跃度仍不足，市场面临严峻考验。

清科研究中心发布的数据显示，截至 2019 年底，中国基金管理规模超过 11 万亿元，从规模看中国已经成为全球第二大股权投资市场，但 2019 年全年的投资规模、募资规模及退出数量较 2018 年产生剧烈下滑。募资端，2019 年，中国股权投资机构整体募资额为 12444.04 亿元，同比下降 6.6%，2019 年私募基金管理人新登记主体数量明显下降，2019 年新成立且在基金业协会完成登记的私募股权、创业投资和私募资产配置类基金管理人数量仅 148 家，同比下降 57.83%。

图 1 2009－2019 年中国股权投资基金募资情况（包括早期投资、VC、PE）



资料来源：清科研究中心

在募资困难及二级市场疲软的大环境下，2019 年中国股权投资机构活跃度和投资金额均大幅下降。2018 年中国股权投资市场总额约为 1.08 万元，较 2017 年下降 10.9%；2019 年中国股权投资市场总额仅为 7600 亿元，同比下降 29.3%，投资案例数 8234 起，同比下降 17.8%。近年来经济下行压力带来的不确定性导致投资机构避险情绪明显。

从投资行业分布来看，2019 年 IT 行业、互联网、生物技术与医疗健康投资案例数排名前三，分别实现 2164 起、1264 起、1188 起；从投资金额来看，排名前三的仍然是 IT 行业、互联网、生物技术与医疗健康，投资金额分别达到 1169.40 亿元、1072.75 亿元、1016.15 亿元，三个行业的投资额共占总投资额的 42.87%，领跑全行业投资金额。目前，中国经济正在由高速增长转为高质量发展阶段，全国范围内的产业升级成为政策导向，科技创新则是主要驱动力。此外，科创板开板利好及国家对数字经济领域加大政策鼓励，使得芯片、半导体等领域受到股权投资市场青睐，半导体及电子设备行业投资案例与投资金额跃居第四。

股权投资退出情况，2019 年整体退出案例数开始回升，全年退出案例数 2949 笔，同比上升 19.0%，其中 IPO 退出案例数回升，达

到 1573 起，同比上升 57.9%，主要系 2019 年后 IPO 审核渐宽，过会率大幅回升，同时科创板落地，导致 2019 年的 IPO 上市家数开始回升，股权投资 IPO 退出案例数量也开始大幅回升，其中科创板 IPO 退出案例 651 起，占 41.4%。虽然退出案例数有所增加，但由于国内经济增长放缓，再加上一二级市场估值倒挂，投资机构退出回报走低。

在宏观政策层面，自 2018 年监管趋严以来，股权投资市场遭遇募资寒冬，大部分机构面临募资难题，2019 年以来全面深化资本市场改革正积极推进，众多政策意见，各个层面影响着投资机构的“募投管退”。2019 年 1 月 30 日，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，3 月 1 日配套业务规则正式发布，7 月科创板正式交易，科创板在上市标准上对于财务指标、股权结构要求相对放松，在退出方式上相对于主板和创业板增加了非公开转让，即在首发前股份限售期满后，除按照现行减持规定实施减持外，还可以采取非公开转让方式实施减持，以便创投资金退出。科创板的落地，有效完善了国内多层次资本市场体系，打通“募投管退”的股权投资闭环，使企业快速实现财务回报和资本增值，引导更多资本助力科创企业发展。

在创业板改革方面，2019 年 8 月，国务院发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，明确指出，要研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。2019 年 10 月，证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，以优化重组上市制度。本次修改，允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市；另外，本次修改再度恢复了重组上市配套融资，主要目的是为支持上市公司和置入资产改善现金流、发挥协同效应，有利于提升企业重组积极性，减少重组上市阻碍。

在新三板改革方面，2019 年 10 月，证监会宣布将在新三板设立精选层，将此前两层市场结构进一步细分为“基础层、创新层、精选层”三层结构，建立转板上市机制、允许公开发行、引入公募等长期资金、完善摘牌制度等。根据规划，精选层企业挂牌一定期限后，符合交易所上市条件和相关规定的可以直接转板。

2019 年 12 月 28 日，十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了新修订的证券法，并在 2020 年 3 月 1 日开始实施。本次修订明确将全面推行注册制，一是精简优化了证券发行条件，将发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求，改为“具有持续经营能力”；二是调整了证券发行的程序，取消发行审核委员会制度，证监会更多的是作为注册机关；三是强化了证券发行中的信息披露。未来企业在国内上市将更加便捷，进一步加快股权投资退出速度。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底，公司注册资本142.30亿元，实收资本142.30亿元，西安市财政局持股100%，实际控制人为西安市财政局。

2. 企业规模及竞争力

公司是西安市政府在金融和财政扶持主导产业领域的投资主体和出资人代表，是西安市政府唯一的综合性投资控股公司和财政产业扶持资金运作主体，在西安市经济发展中具有重要作用，得到了西安市财政局在资产划转、财政补贴等方面的有力支持。跟踪期内，公司保持了金融板块产业链齐全的既有优势，并仍在西安市的产业基金管理方面处于垄断地位。

跟踪期内，公司继续借助一带一路建设、新一轮西部大开发带来的产业转移及升级再造、关中-天水经济区建设、西安（咸阳）国际化大都市建设规划、陕西自贸区建设等机遇，

围绕“打造新产业、形成新业态、建设新城市的核心”，以实现政府产业政策和财政政策为目标，以资产管理和资本运营为核心，以主导产业和重大建设项目投融资为重点，保持了以地方财政创新投入方式承接平台为重要职责，以金融、产业基金、置业为核心业务，以咨询、服务等为补充的业务格局。

金融板块，公司按照全面布局、重点培育、协同发展的步骤打造金融全产业链，目前公司控股重点在银行、信托、融资租赁方面，同时涵盖了担保、证券、小额贷款、投资等众多金融行业。其中，子公司长安国际信托有限公司（以下简称“长安信托”）经营规模较大，截至2019年底，长安信托注册资本金33.30亿元，管理信托资产规模达4656.80亿元。

产业投资板块，公司是西安市财政支持产业的承接平台，西安市政府的创投引导基金等各类政府主导产业基金均交由公司管理运作。公司在产业领域的战略合作伙伴包括水务集团有限责任公司、陕西鼓风机集团有限公司、陕西黄河集团有限公司等企业；此外还与长安、户县、蓝田等区县建立了战略合作伙伴关系。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1061011301683000A），截至2020年5月20日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，企业信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为西安市政府在金融和财政扶持产业领域的投资主体和出资人代表，主要从事金融股权管理、产业投资引导并为西安市经济发展提供融资服务等。目前公司的主要业务板块有金融、产业投资和置业板块，其中，信托业务近三年规模较大且增势良好，融资租赁和置业业务体量收缩，整体收入有所波动。

2019 年，金融板块收入为 28.05 亿元，同比增长 5.13%，其中信托业务收入占比最大，为 67.05%；融资租赁业务收入占比为 5.32%，同比有所下降；金融板块中的融资担保和小额贷款业务占比较小；2018 年以来，受合并范围变化及相关子公司业务处于开展初期影响，置业板块经营规模明显收缩，2019 年，该板块实现收入 0.20 亿元。公司其他业务包括管理咨询及投融资服务和园艺产品种植与销售等零星业务，规模较小。2019 年，公司综合毛利率为 65.85%，同比增加 9.62 个百分点。

2020年1—3月，公司实现营业收入6.33亿元，同比增长13.42%，毛利率为65.90%。

表 3　公司经营业务情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
金融板块	28.30	85.27	26.68	89.77	28.05	94.51	5.51	87.05
其中：信托业务	17.98	54.15	18.16	61.10	19.90	67.05	4.81	75.99
融资租赁业务	5.86	17.66	3.71	12.48	1.58	5.32	--	--
融资担保业务	1.87	5.63	1.21	4.07	1.08	3.64	0.51	8.06
小额贷款业务	0.58	1.74	1.67	5.62	2.24	7.55	0.19	3.00
其他金融业务	2.02	6.08	1.93	6.49	3.25	10.95	--	--
置业板块	2.72	8.20	0.11	0.37	0.02	0.10	0.09	1.26
其他板块	2.17	6.54	2.93	9.86	1.60	5.39	0.74	11.69

合计	33.20	100.00	29.72	100.00	29.68	100.00	6.33	100.00

注：公司信托业务自营部分收入不计入营业收入中，计入投资收益及公允价值变动损益；因公司产业投资板块收益计入投资收益，故表中未反映产业投资板块相关情况

2．产业投资板块

跟踪期内，公司股权直投业务以及管理运作的基金持续良好发展态势。

（1）股权直投

按照西安市产业发展规划，公司通过积极发掘市场空间广阔的优势产业项目，按照市场化原则，以股权投资方式为主，主要通过收缴股息、现金分红及项目处置实现收益。公司对已投项目实行差异化管理，通过 IPO、并购、协议转让、股东收购、企业回购等方式择机退出。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司主要股权投资项目（单位：万元、%）

项目名称	总投资金额	持股比例	投资时间	投向产业方向
西安秦岭朱雀太平国家森林公园旅游发展有限公司	13200.00	33.00	2012 年	山区旅游
西安秦岭生态保护有限公司	20000.00	25.00	2011 年	旅游规划及开发
西安秦岭终南山世界地质公园旅游发展有限公司	19800.00	33.00	2011 年	山区旅游
西安航空航天投资股份有限公司	30000.00	10.00	2018 年、2019 年 1 月	航空航天
西安富阎移动能源有限公司	5000.00	2.17	2018 年	新能源
浙江遂网电子商务有限公司	4500.00	14.24	2018 年	互联网
西安西测电子技术服务有限公司	800.00	5.05	2017 年	环境与可靠性检测试验
西安天一生物技术股份有限公司	480.00	3.07	2015 年	植物提取物
西安农业科技企业孵化器有限公司	300.00	60.00	2010 年	农业项目孵化
西安开米股份有限公司	6709.58	7.93	2011 年	生活用精细化工
西安园区发展投资管理中心（有限合伙企业）	200.00	40.00	2010 年	投资管理、股权投资
小计	**100989.58.**	--	--	--

注：总投资金额为公司出资

资料来源：公司提供

公司作为西安市财政各项支持产业发展资金股权投资的执行机构，截至 2020 年 3 月底，公司参与的财政出资股权投资项目 4 个，投资规模 53300.00 万元，单个项目的最小资金量为 300 万元，最大资金量为 20000.00 万元，投向行业主要分布在山区旅游及旅游规划开发等。

以自有资金直接投资的股权项目，公司参与被投资企业的经营管理，支持并促进企业按照既定目标发展，确保投资资金的安全及投资收益的最大化。公司充分发挥自身资源优势，以市政府确定的五大主导产业、八大优势产业为主线，结合公司自身实际情况，不断发掘、筛选符合国家与地方产业政策的优质项目。截至 2020 年 3 月底，公司以自有资金直接投资的股权项目 7 个，投资规模 47689.58 万元，单个项目的最小资金量为 200 万元，最大资金量为 30000.00 万元，投向行业主要分布在航空航天、新能源、互联网等。

（2）基金运作

2011 年 4 月，公司出资 1000 万元成立西安恒信资本管理有限公司（以下简称“恒信资本”），该公司现作为西投控股商业化基金 GP（含存量基金管理），并且可承接大西安产业子基金受托管理。截至 2020 年 3 月底，恒信资本总资产 4722.84 万元，所有者权益 4496.48 万元；2020 年 1—3 月恒信资本实现营业总收入 19.87 万元，净利润-193.87 万元。根据西安人民政府办公厅 2017 年 12 月 26 日下发的设立方案，西安市将采用新增出资的方式设立大西安产业基金，公司将由西安市政府授权作为大西安产业基金的出资人代表，负责设立引导基金法人主体和引导基金管理机构，履行引导基金的出资人和日常管理职能。

表 5-1　截至 2020 年 3 月底公司管理运营基金概况（单位：亿元）

类别	基金名称	基金规模	持股比例	设立时间	存续期限	投资领域	运营主体
引导基金	合作发展基金	50.00	100.00	2016 年 8 月	长期	基础设施建设	西投控股
	大西安产业基金	100.00	100.00	2018 年 4 月	长期	高新技术、新能源、旅游、文化等	基金管理公司
商业基金	汉能基金	21.02	35.73	2018 年 1 月	7 年	新能源	恒信资本

资料来源：公司提供

表 5-2　截至 2020 年 3 月底公司管理运营基金概况（单位：亿元、%）

类别	基金名称	公司货币资金出资	公司股权出资	资金到位情况	基金管理人	管理费
引导基金	合作发展基金	15.50	--	15.50	西安财金合作发展基金投资管理有限公司	根据不同的子基金分别收取
	大西安产业基金	39.75	30.56	70.31	西安产业投资基金管理有限公司	实际投资额的千分之五
商业基金	汉能基金	7.51	--	21.02（已全部到位	恒信资本+中睿资产管理有限公司	各收取 0.4%

注：西安富阎移动能源产业股权投资中心（有限合伙）即汉能基金于 2018 年 1 月 19 日完成工商注册，定向投资于汉能西安移动能源产业园项目

资料来源：公司提供

分行业看，公司管理运营基金的投资项目主要分布在现代农业、高端制造、文化旅游、信息技术和服务业等领域。截至 2020 年 3 月底，公司存量投资项目 207 个（公司投资项目行业分布明细如表 6 所示）。

表 6　2020 年 3 月底公司运作基金在投项目行业分布（单位：个、万元、%）

投资领域	投资企业个数	投资金额	占比
现代农业	50	30806.43	3.07
高端制造	42	105929.63	10.57
文化旅游	22	18850.00	1.88
信息技术	19	43335.61	4.33
服务业	14	9158.00	0.91
生物医药	5	3900.00	0.39
新材料	5	11200.00	1.12
高新技术服务	5	15474.00	1.54
汽车产业	1	200000.00	19.96
现代能源	1	210200.00	20.98
教育	1	20000.00	2.00
基础设施建设	2	56337.00	5.62
其他	40	276731.13	27.62
合计	**207**	**1001921.80**	**100.00**

注：现代能源领域项目的投资实体为汉能基金（即包括管理口径）

资料来源：公司提供

3. 金融板块

（1）信托板块

跟踪期内，受监管政策影响，长安信托信托业务资产管理规模有所下降；自营业务方面，固有资产规模稳步增长，不良资产规模快速上升，投资收益和公允价值变动收益波动较大。

公司信托板块的运营主体为长安信托（公司持股 40.44%（无质押），为第一大股东，）。截至 2019 年底，长安信托股本总额 33.30 亿元；其中，公司持股 40.44%（无质押），为长安信托第一大股东。截至 2019 年底，长安信托总资产 103.10 亿元，所有者权益 74.67 亿元；2019 年长安信托实现营业总收入 26.25 亿元，净利润 5.15 亿元。

信托业务

2019 年，受监管政策影响，信托业整体资产管理规模持续下降。截至 2019 年底，长安信托信托业务资产规模 4656.80 亿元，同比下降 10.54%；其中，主动管理型资产规模 1819.90 亿元，占比 39.08%，被动管理型资产规模 2836.90 亿元，占比 60.92%。从信托资金分布来看，占比最高为实业（占 40.89%），房地产占比同比增加 6.01 个百分点至 19.57%。

跟踪期内，受资本市场波动较大的影响，长安信托证券投资类、权益投资类和事务管理类信托业务资产规模占信托业务资产总额的比重均有所下降，股权投资类和融资类业务资产规模占信托业务资产总额的比重均有所上升。按资金来源划分，长安信托信托业务分为集合类、单一类和财产管理类信托业务。跟踪期内，长安信托单一类业务和资产管理类业务占比同比均有所下降，集合类信托业务占比有所上升。

表 7　信托资产分类情况（单位：亿元、%）

信托资产分类	2017 年底		2018 年底		2019 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
主动管理型信托资产	**1998.84**	**33.24**	**1539.70**	**29.58**	**1819.00**	**39.08**
其中：证券投资类	669.68	11.14	306.35	5.89	192.71	4.14
股权投资类	141.76	2.36	248.21	4.77	309.19	6.64
权益投资类	232.46	3.87	150.68	2.89	149.08	3.20
融资类	794.90	13.22	834.33	16.03	1168.69	25.10
事务管理类	160.04	2.66	0.13	0.00	0.23	0.00
被动管理型信托资产	**4015.21**	**66.76**	**3665.69**	**70.42**	**2836.90**	**60.92**
其中：证券投资类	173.85	2.89	64.46	1.24	26.14	0.56
股权投资类	51.63	0.86	2.30	0.04	6.38	0.14
权益投资类	77.82	1.29	3.03	0.06	10.02	0.22
融资类	256.00	4.26	63.88	1.23	72.24	1.55
事务管理类	3455.92	57.46	3532.02	67.85	2722.12	58.45
信托资产总额	**6014.05**	**100.00**	**5205.39**	**100.00**	**4656.80**	**100.00**
其中：单一类	2220.22	36.92	2066.51	39.70	1781.36	38.25
集合类	3248.93	54.02	2686.83	51.62	2551.80	54.80
财产管理类	544.90	9.06	452.05	8.68	323.64	6.95

资料来源：长安信托年报，联合资信整理

表 8　信托资金分布情况（单位：亿元、%）

信托资金分布	2017 年底		2018 年底		2019 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
基础产业	869.12	14.45	704.54	13.54	662.23	14.22
房地产	616.73	10.25	706.06	13.56	911.50	19.57
证券市场	656.42	10.91	398.33	7.65	326.98	7.02
实业	2370.74	39.42	2237.89	42.99	1904.04	40.89
金融机构	436.78	7.26	347.59	6.68	142.09	3.05
其他	1064.26	17.70	810.98	15.58	709.95	15.25
合计	**6014.05**	**100.00**	**5205.39**	**100.00**	**4656.80**	**100.00**

资料来源：长安信托年报，联合资信整理

跟踪期内，受宏观经济下行、同业竞争加剧以及长安信托被动管理类等信托业务的比重较高因素影响，长安信托集合类和财产管理类信托收益率同比有所下降，单一类信托收益率同比有所增长。跟踪期内，长安信托信托业务手续费收入有所增长，主要来源于信托报酬率较高的单一类业务。2019 年，长安信托实现信托手续费收入 19.84 亿元，同比增长 9.31%。

表 9　已清算结束信托项目加权平均实际年化收益率（单位：%）

已清算结束信托项目	2017 年	2018 年	2019 年
集合类	11.55	4.34	1.20
单一类	6.93	4.52	8.03
财产管理类	5.66	7.82	5.09

资料来源：长安信托年报，联合资信整理。

联合资信关注到，在监管政策收紧的影响下公司信托业务整体规模有所收缩；另一方面，基础产业、房地产业和证券市场类信托业务易受政策调控和证券市场变动影响，且“资管新规”和“55 号文”等一系列监管政策的出台，将对其信托业务规模、盈利能力等方面带来一定负面影响，信托资产结构面临调整压力。

自营业务

跟踪期内，得益于增资扩股和较好的利润积累，长安信托资本实力持续增强，固有资产规模稳步增长。截至 2019 年底，长安信托固有资产总额 103.10 亿元。从资产结构来看，长安信托固有资产主要包括货币资金、可供出售金融资产和其他；其中，可供出售金融资产占比较高，为最主要的固有资产类别。

表 10　自营业务资产分布情况（单位：亿元、%）

固有资产分布	2017 年底		2018 年底		2019 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	9.18	10.81	5.51	6.15	8.62	8.36
贷款及应收款	15.10	17.78	22.58	25.21	0.14	0.14
交易性金融资产	--	--	--	--	4.53	4.39
可供出售金融资产	--	--	--	--	56.61	54.91
持有至到期投资	--	--	--	--	6.25	6.06
同业资产	4.94	5.81	--	--	--	--
投资资产	51.00	60.06	54.69	61.06	3.29	3.19
其他	4.70	5.54	6.78	7.58	23.66	22.95
合计	**84.93**	**100.00**	**89.56**	**100.00**	**103.10**	**100.00**

资料来源：长安信托年报，联合资信整理

跟踪期内，长安信托固有资产主要投向金融机构和证券市场，房地产业和实业资产占比相对较低。

长安信托自营业务收入以投资收益和公允价值变动损益为主。受证券市场波动影响，长安信托投资收益和公允价值变动损益均有所增长。2019 年，长安信托实现投资收益 4.28 亿元，同比增长 79.08%；实现公允价值变动损益 0.74 亿元，同比大幅增加 1.56 亿元。从信用风险资产按信用风险五级分类来看，2019 年，公司不良资产余额为 12.50 亿元，同比大幅增长，其中，关注类、可疑类和损失类余额和占比快速增长。

表 11　自营业务资产行业分布情况（单位：亿元、%）

固有资产分布	2017 年底		2018 年底		2019 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
房地产业	0.13	0.15	8.79	9.81	8.17	7.92
金融机构	41.90	49.33	44.80	50.02	20.39	19.77
实业	2.60	3.06	11.75	13.12	14.82	14.38
证券市场	32.08	37.77	14.58	16.28	40.41	39.20
其他	8.23	9.69	7.68	8.57	19.31	18.73
基础产业	--	--	1.96	2.19	--	--
合计	**84.93**	**100.00**	**89.56**	**100.00**	**103.10**	**100.00**

资料来源：长安信托年报，联合资信整理

表 12　长安信托自营业务信用风险资产按信用风险五级分类（单位：亿元、%）

风险分类	2017 年底		2018 年底		2019 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常类	84.88	99.09	85.84	94.06	97.83	86.07
关注类	0.05	0.05	2.22	2.44	3.33	2.93
次级类	--	--	--	--	--	--
可疑类	--	--	3.08	3.37	4.78	4.21
损失类	0.74	0.86	0.12	0.13	7.72	6.79
信用风险资产合计	**85.67**	**100.00**	**91.26**	**100.00**	**113.66**	**100.00**
不良合计	**0.74**	**0.86**	**3.20**	**3.50**	**12.50**	**11.00**

注：不良资产合计=次级类+可疑类+损失类
资料来源：公司提供

（2）融资租赁业务

近年来，随着经济下行，固定资产投资不足，市场总体可投放资源有所减少，加上租赁行业竞争加剧，受此影响，宝信租赁的租赁业务规模持续下滑；宝信租赁通过不断调整租赁资产行业投向控制风险，租赁资产质量较好；经过多次增资扩股，资本实力持续提升。作为西投控股的控股子公司，宝信租赁能够在业务拓展、资金补充等方面获得股东的大力支持。另一方面，宝信租赁业务行业集中度相对较高，相关行业信用风险有待观察。

公司融资租赁业务主要由宝信国际融资租赁有限公司（以下简称“宝信租赁”，公司作为其第一大股东，持股比例为 36.20%）运营。截至 2019 年底，宝信租赁资产总额 34.56 亿元，其中应收融资租赁款净额 6.93 亿元；负债总额 27.51 亿元，其中借款余额 9.67 亿元；股东权益 7.05 亿元，其中实收资本 5.00 亿元。2019 年，宝信租赁实现营业收入 1.94 亿元，净利润 -0.27 亿元。截至 2019 年底，宝信租赁租赁资产前五大行业合计占比为 91.94%，其中第一大融资租赁投放行业医疗卫生业占比为 55.23%，行业集中度很高。

表 13　截至 2019 年底宝信租赁资产前五大行业分布情况（单位：%）

行业	占比
医疗卫生	55.23
能源开采加工及贸易	22.66
橡塑制品业	6.45
食品饮料和烟草制造业	5.15
纺织业	2.45
合计	**91.94**

资料来源：公司提供

表 14　宝信租赁租赁资产情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
融资租赁累计放款总额	163.08	165.02	165.02
期末租赁资产余额	62.76	35.21	24.25

资料来源：公司提供

近年来，宝信租赁新增项目个数和当期投放金额大幅下降，主要是受宏观经济低迷以及融资租赁行业监管政策趋严的影响，以及宝信租赁前期杠杆率较高，新增融资租赁投放受限影响。2019 年，宝信租赁新增项目个数为 1 个，当年投放金额为 17.00 万元。随着部分租赁合同的到期，宝信租赁业务快速收缩，截至 2019 年底租赁资产余额为 24.25 亿元，融资租赁累计放款总额为 165.02 亿元。

表 15　宝信租赁当期业务发展情况（单位：亿元、个）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期融资租赁投放金额	36.74	1.94	17.00 万元
当期新增项目个数	213	24	1
营业收入	6.44	3.71	1.94

注：融资租赁合同期限为 3-5 年，宝信租赁按月收取租金确认收入
资料来源：公司提供

宝信租赁经营模式是以供应商模式为主，以直接客户模式为补充的混合型业务模式。近年来，宝信租赁在维护现有供应商资源的基础上，积极开拓新增合作商。截至 2019 年底，宝信租赁共有 24 家供应商（截至 2018 年底为 44 家），其中核心供应商 8 家（截至 2018 年底为 14 家）。

表 16　宝信租赁经营模式情况（单位：亿元、%）

类型	2017 年底		2018 年底		2019 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
供应商模式	31.04	84.49	1.24	63.82	0.00	0.00
直接客户模式	5.70	15.51	0.70	36.18	17.00 万元	100.00
合计	**36.74**	**100.00**	**1.94**	**100.00**	**17.00 万元**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司营运及租赁项目资金主要来源于自有资金、银行借款、同业、资产证券化融资等。宝信租赁已与 4 家银行建立了合作关系。截至 2020 年 3 月底，宝信租赁取得银行授信额度合计 21.50 亿元，剩余可用授信余额为 5.50 亿元，非传统银行融资渠道资金占比 78.56%，资金来源呈现多元化。

（4）置业板块

跟踪期内，公司置业板块运营子公司处于业务开展初期，尚未盈利。

公司工程施工业务的经营主体为子公司西投置业。截至 2019 年底，西投置业的资产总计 36.61 亿元，所有者权益 8.22 亿元，2019 年西投置业实现营业总收入 0.13 亿元，净利润-0.19 亿元；截至 2020 年 3 月底，西投置业资产总计 33.20 亿元，所有者权益 8.15 亿元；2020 年 1—3 月西投置业实现营业总收入 0.03 亿元，净利润-0.07 亿元。西投置业亏损主要系西投置业子公司西安远秦开发建设有限公司（西投置业持股 51.00%，西安渭北投资开发建设集团有限公司持股 49.00%）处于业务开展初期，尚未盈利所致。

截至 2020 年 3 月底，西投置业主要土地开发整理项目为远秦智能园项目，涉及土地面积 374 亩，土地类型为工业用地，土地位于渭北工业区临潼工业组团渭水五路以南、渭水四路以北、润秦路以西、大秦路以东，目前国土管理部门对该宗土地的评估建议价格为 28.70 万元/亩。西投置业承担在建项目有光机电产业园、远秦智能制造综合产业聚集园项目及依托渭北工业园的道路绿化工程。

2. 经营效率

2019年，公司总资产周转次数、存货周转次数和销售债权周转次数同比均有所下降，分别为0.06次、0.15次和3.85次。总体看，公司经营效率一般。

3. 未来发展

公司未来将以国家和地方“十三五”金融业发展规划为导向，以价值投资为核心，顺应金融业发展趋势，做好金融板块的顶层设计，优化和整合金融产业布局，完善金融产业链条；加强研判能力，深入研究金融行业监管政策，指导具体项目的股权管理工作；提升风险识别能力和管控能力，对参控股公司的运营风险进行动态跟踪，对于新投项目，从公司治理、产品设计、交易结构、团队考核等方面加强管理、防范经营风险、提升收益。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2019年财务报告经希格玛会

计师事务所（特殊普通合伙）审计（出具了标准无保留意见的审计结论）。公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2019年，公司合并范围新增3家子公司，分别为西安市公物拍卖行有限责任公司、西安中联经济发展有限公司和西安市财力出租汽车有限公司；2020年一季度，公司合并范围无重大变化。

截至2019年底，公司资产总额为531.32亿元，所有者权益为315.19亿元（其中少数股东权益为65.89亿元）。2019年，公司实现营业收入29.68亿元，利润总额9.21亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额503.73亿元，所有者权益为317.16亿元（含少数股东权益67.54亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入6.33亿元，利润总额3.15亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以股权直投、基金运作和信托业务为主的可供出售金融资产和长期股权投资占比很高，流动资产中货币资金较为充裕，预付款项和其他应收款账龄长且部分存在回收风险，存货以开发成本为主。整体看，公司资产流动性和质量尚可。

截至2019年底，公司资产总额为531.32亿元，其中流动资产占38.21%，非流动资产占61.79%。

（1）流动资产

2017—2019年，公司流动资产有所下降。截至2019年底，公司流动资产合计为203.03亿元，较上年底略有下降，从构成看，主要为货币资金（占30.78%）、其他应收款（占18.06%）和一年内到期的非流动资产（占10.24%）。

截至2019年底，公司货币资金为62.49亿元，较上年底增长13.16%，从构成上来看，主要以银行存款为主（占95.66%），其中使用受限的货币资金3.02亿元，主要为孙公司西安远秦开发建设有限公司的存单质押产生的受限资金2.87亿元。

截至2019年底，预付款项为11.16亿元，较上年底下降3.33%，主要系预付项目款的减少所致，从构成看，主要系对渭北管委会5.25亿元和陕西泰华置业发展有限公司4.04亿元的预付项目款。从账龄上看，1年以内占5.28%，1～2年占6.21%，2年以上占88.51%，账龄长。截至2019年底，公司预付款项前五名客户占比93.37%，集中度高。

截至2019年底，公司其他应收款（合计）为36.67亿元，较上年底下降14.00%，主要系明泰工程发生坏账损失、长安信托关联方及备用金计提坏账准备所致。截至2019年底，公司其他应收款账面余额43.99亿元，计提坏账准备7.81亿元；按性质分类主要有往来款12.85亿元、应收代偿款13.05亿元和信托业保障基金垫款13.61亿元。截至2019年底，公司其他应收款前五名客户占比65.11%，集中度高。

表17　截至2019年底公司其他应收账款前五名

（单位：亿元）

单位名称	与本公司的关系	账面余额	账龄
中国信托业保障基金有限责任公司	非关联方	12.97	1年以内，1-2年,2-3年
明泰工程	非关联方	9.69	1-2年，2-3年，3-4年
西安嘉恒典当有限公司	非关联方	2.39	1年以内，1-2年
西安工业投资集团有限公司	非关联方	1.88	1-2年
西安西投户渼城市开发建设有限公司	关联方	1.72	3-4年以内
合计	--	**28.64**	--

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司存货账面价值为16.13亿元，较上年底增长25.03%，主要系土地开发利息费用的增加，以及智能园项目建安工程费用增加所致；存货计提跌价准备0.08亿元（主要为对库存商品的计提）；从构成上来看，主要为开发成本（占94.79%）。

截至2019年底，公司一年内到期的非流

动资产为20.78亿元，较上年底下降43.41%，主要系宝信融资租赁一年内到期的长期应收款减少所致。

截至2019年底，公司其他流动资产43.44亿元，较上年底增长72.34%，主要系理财产品和一年到期委托贷款大幅增长所致。从构成来看，主要由银行理财产品16.55亿元、一年内到期的委托贷款21.47亿元（账面余额24.40亿元减去减值准备2.93亿元，公司委托贷款业务主要由公司本部及子公司（西安投融资担保有限公司（以下简称“西投保”）经营）和其他（西投保收到财政拨款的专项基金）3.08亿元构成。

（2）非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产合计328.29亿元，较上年底增长22.24%，主要为可供出售金融资产的增加。

截至2019年底，公司可供出售金融资产200.96亿元，较上年底增长20.80%，主要为对资管、信托产品、权益工具投资。从构成上看，可供出售债务工具账面价值35.33亿元，较上年底大幅增加10.17亿元；可供出售权益工具中，按公允价值计量的权益工具账面价值35.17亿元，较上年底大幅增加10.69亿元，主要系公司前期所投资的西安三角防务股份有限公司于2019年上市，相关核算方式变更所致；按成本计量的权益工具账面价值130.46亿元，较上年底增长25.03%，主要系公司本期新增对西安必赛斯股权投资合伙企业（有限合伙）6.00亿元、西安渭北航空产业投资有限公司4.00亿元、陕西省集成电路产业投资基金（有限合伙）3.00亿元、西安渭北财务管理有限公司2.00亿元、西安君创投资有限公司2.00亿元、西咸新区战略性新兴产业投资合伙基金（有限合伙）2.00亿元、西安市产业扶贫（农业）投资基金合伙企业（有限合伙）1.70亿元等投资所致。减值方面，截至2019年底，公司可供出售金融资产计提减值合计4.20亿元，其中可供出售债务工具3.89亿元，可供出售权益工具0.31亿元。

截至2019年底，公司长期应收款账面价值为30.18亿元，较上年底下降31.02%，主要系财政支持产业发展专项资金回收所致；从构成来看，为融资租赁款（宝信融资租赁）5.35亿元和财政支持产业发展专项资金投入24.83亿元。

截至2019年底，公司长期股权投资账面价值59.16亿元，较上年底大幅增加37.20亿元，主要系前期所投资的西安银行股份有限公司于2019年上市，相关记账方式变更所致；从构成看，全部为对联合、合营企业的投资，主要包括对西安银行股份有限公司、元祥汽车产业有限公司、陕西省信用再担保有限公司、上海淳璞投资管理中心（有限合伙）和西安秦岭终南山世界地质公园旅游发展有限公司等投资（见下表）。

表18　截至2019年底公司前五大长期股权投资情况

（单位：亿元）

被投单位名称	投资期末余额
西安银行股份有限公司	37.51
元祥汽车产业有限公司	8.00
陕西省信用再担保有限责任公司	4.38
上海淳璞投资管理中心（有限合伙）	1.93
西安秦岭终南山世界地质公园旅游发展有限公司	1.53
合计	**53.35**

资料来源：公司审计报告/公司提供

公司参股的西安银行股份有限公司于2019年在上海证券交易所上市交易，股票简称为“西安银行”，上市后公司及子公司对西安银行持股比例为15.88%，经查阅相关信息，公司、西安经开城市投资建设管理有限责任公司、西安城市基础设施建设投资集团有限公司、西安曲江文化产业风险投资有限公司、长安国际信托股份有限公司、西安金融控股有限公司、西安浐灞生态区管理委员会、西安投融资担保有限公司保基于行政关系、股权关系成为一致行动人，并签订一致行动人协议。公司作为一致行动人中持股比例最高

的股东，并派驻1名董事，能够对西安银行施加重大影响，应采取权益法核算，公司2018年之前对该投资未做权益工具核算，因此对公司以前年度比较数据进行追溯调整。

表19　会计差错更正对2018年度财务报表相关项目的影响（单位：亿元）

合并报表项目	调整前金额	调整金额	调整后金额
资产负债表项目：			
资产合计：	473.85	22.82	496.68
可供出售金融资产	166.37	-12.39	153.98
长期股权投资	21.96	35.21	57.17
所有者权益合计：	273.42	22.82	296.24
其他综合收益	-6.80	-0.07	-6.87
盈余公积	1.52	1.93	3.45
未分配利润	29.39	18.79	48.18
少数股东权益	60.66	2.17	62.83
利润表项目：			
投资收益	4.34	3.81	8.15
营业利润	5.32	3.81	9.13
利润总额	5.07	3.81	8.88
净利润	3.28	3.81	7.09
归属于母公司股东的净	1.71	3.56	5.27
少数股东损益	1.57	0.25	1.82

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 3.84 亿元，较上年底增长 8.76%，主要系公司当期合并新增 3 家子公司所致。从构成来看，截至 2019 年底，固定资产主要由房屋及建筑物（占 79.17%）构成。截至 2019 年底，固定资产累计折旧 2.02 亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额503.73亿元，较2019年底下降5.19%，其中流动资产和非流动资产分别占35.01%和64.99%，非流动资产占比有所上升。

3. 所有者权益及负债

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益呈稳步增长态势，实收资本和资本公积合计占比高，权益结构稳定性较好。

截至2019年底，公司所有者权益315.19亿元，较上年底增长15.28%，主要系未分配利润的增长所致。截至2019年底，公司所有者权益构成中归属于母公司的所有者权益合计249.30亿元，公司少数股东权益65.89亿元。公司所有者权益中实收资本占45.15%、资本公积占14.42%、未分配利润占16.65%、少数股东权益占20.91%。

截至2020年3月底，公司所有者权益317.16亿元（其中少数股东权益为67.54亿元），较上年底略有增长，权益构成较2019年底变动不大。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模持续上升，有息债务以短期债务为主，整体债务负担适宜。

截至2019年底，公司负债合计216.13亿元，较上年底增长7.83%。其中流动负债占69.47%，非流动负债占30.53%，公司负债以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债合计150.14亿元，较上年底增长12.95%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，主要为短期借款（占25.94%）、其他应付款（占19.21%）和一年内到期的非流动负债（占31.00%）。

截至2019年底，公司短期借款38.94亿元，较上年底增长4.48%；公司短期借款主要由信用借款（占67.39%）和质押借款（占31.33%）构成。

截至2019年底，公司其他应付款（合计）28.84亿元，较上年底增长43.55%，主要系往来款的增长所致。公司其他应付款主要由往来款（23.61亿元）和保证金及质保金（1.21亿元）构成。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债为46.54亿元，较上年底增长28.09%，主要系一年内到期的长期借款增长所致；从构成看，一年内到期的长期借款占88.25%。

截至2019年底，公司其他流动负债17.06亿元，较上年底下降20.82%，主要系代管担保基金转入其他非流动负债和信托业拆入资金减少所致；从构成看，短融券9.99亿元、担

保赔偿准备6.63亿元、未到期责任准备0.44亿元，上述负债除短融券外，均不计息。

截至2019年底，公司非流动负债合计65.99亿元，较上年底下降2.26%，从构成来看，主要由长期借款（占43.60%）、应付债券（占33.18%）和其他非流动负债（占11.72%）构成。

截至2019年底，长期借款为28.77亿元，较上年底下降33.68%，从构成看主要为保证借款（占14.60%）、质押借款（占34.03%）及信用借款（占51.37%）。其中公司以西安国家航空产业基地投资建设有限公司担保取得借款，截至2019年底为2.90亿元，其中一年内到期的部分为0.20亿元。

截至2019年底，公司应付债券21.89亿元，主要为公司于2013年3月发行的（7+3）年期7亿元企业债“13西投债”、2016年1月发行的（3+1）年期4亿元企业债“15西投小微债02”和2019年11月发行的基金债“19西投债01/19西投01”。

截至2019年底，公司其他非流动负债7.73亿元，较上年底大幅增加4.24亿元，主要系本期新增代管担保基金所致。公司其他非流动负债为长期预收款1.42亿元（全部为宝信租赁一年以上的租赁保证金）和代管担保基金6.32亿元。

截至2019年底，公司有息债务146.13亿元，较上年底增长14.23%，其中短期债务比重65.33%，同比增加7.80个百分点。债务指标方面，截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.68%、31.68%和13.85%，分别较上年底减少1.62个、0.19个和2.73个百分点。

截至2020年3月底，公司负债合计186.57亿元，较2019年底下降13.68%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；流动负债和非流动负债分别占负债总额的66.02%和33.98%，构成较2019年底变化不大。

截至2020年3月底，公司全部债务合计124.31亿元，较上年底下降14.94%；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为37.04%、28.16%和14.92%，较上年底均有所下降。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持稳定，资产减值损失增长较快，整体盈利能力较强，但投资收益在利润构成中占比较大。

2019年，公司实现营业收入29.68亿元，同比保持稳定；同期营业成本2.20亿元，同比下降42.00%。2019年，公司期间费用15.77亿元，同比略有下降；其中销售费用5.47亿元，同比下降42.03%；管理费用4.19亿元，同比下降63.58%；财务费用6.11亿元，同比增长55.73%，主要系融资规模增长所致。2019年公司期间费用率为53.15%，期间费用对利润形成一定侵蚀，公司费用控制有待加强。

2019年，公司资产减值损失为17.36亿元，同比大幅增加9.04亿元，主要系坏账损失增长所致，从构成看，公司资产减值损失主要由坏账损失6.51亿元、可供出售金融资产减值损失4.47亿元、贷款损失3.07亿元、持有至到期股权投资减值损失1.75亿元和委托贷款减值损失1.10亿元构成。

2019年，公司公允价值变动收益为-0.68亿元，同比大幅减少1.30亿元，主要系以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产大幅减少所致。

2019年，公司投资收益为14.25亿元，同比大幅增加9.91亿元，主要系可供出售金融资产在持有期间的投资收益、处置可供出售金融资产取得的投资收益和权益法核算的长期股权投资收益增长所致；从构成看，可供出售金融资产在持有期间的投资收益3.96亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益2.34亿元及权益法核算的长期股权投资收益4.11亿元。

2019年，公司利润总额为9.21亿元，同比

增长81.82%；2019年公司投资收益占当期利润总额的154.69%，公司利润对投资收益依赖程度高。

2019年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比均有所增长，分别为91.63%、3.01%和2.39%，分别同比增加5.34个、1.18个和1.19个百分点；2020年3月上述指标分别为92.33%、2.13%和2.86%。

2020年1—3月，公司实现营业收入6.33亿元，同比增长13.42%；公司实现利润总额3.15亿元，同比大幅增长100.45%。

5. 现金流及保障

跟踪期内，公司投资性现金流和筹资性现金流规模均净流出，担保及融资租赁业务主要依赖外部融资运营，对外融资压力将持续存在。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入量为88.24亿元，同比下降5.07%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为14.45亿元，同比下降55.10%；收取利息、手续费及佣金的现金为27.89亿元，同比下降3.64%；收到其他与经营活动有关的现金为42.49亿元，同比增长40.38%，主要系往来款及其他和代扣代缴税款增长所致。2019年，公司经营活动现金流出为62.13亿元，同比下降14.31%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为7.75亿元，同比下降25.23%；支付其他与经营活动有关的现金39.13亿元，同比下降5.88%，主要系信托业保障基金垫款下降所致。2019年，公司经营活动现金流量净额为26.11亿元，同比增长27.71%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降（2019年宝信租赁业务规模较小）所致。2019年，公司现金收入比为48.68%，同比减少59.58个百分点，公司收入实现质量有所下降。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入为192.01亿元，同比增长4.85%，其中收回投资收到的现金为102.89亿元，同比下降29.33%；公司收到其他与投资活动有关的现金为77.34亿元，同比大幅增加46.95亿元，主要系收回理财产品大幅增长所致；从构成看主要为收回理财产品（占98.38%）。2019年，公司投资活动现金流出为209.01亿元，同比下降11.89%，其中投资支付的现金126.85亿元，同比下降40.20%；支付其他与投资活动有关的现金为81.40亿元，同比大幅增加57.23亿元，主要系公司扩大购买理财规模所致。2019年，公司投资活动现金流呈净流出，但规模大幅下降，2019年为-17.00亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入75.91亿元，同比下降25.07%，主要为取得借款收到的现金（57.79亿元）和发行债券收到的现金（15.00亿元）；2019年，公司筹资活动现金流出77.91亿元，同比增长24.18%，主要为偿还债务支付的现金65.81亿元。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.00亿元，同比大幅减少40.57亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金流入为19.30亿元；经营活动现金流量净额为1.19亿元；投资活动现金流量净额为-11.35亿元；筹资活动现金流量净额为-8.82亿元。

6. 偿债能力

公司作为西安市财政局下属企业，具备较强的综合实力，拥有部分较为优质的金融资产，能够对公司整体流动性形成有益补充，融资渠道畅通，整体偿债能力很强，但公司对外担保比率较高，存在一定或有负债发生的风险。

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为135.23%和124.49%。2019年，公司经营现金流动负债比率为17.39%，同比有所提升。总体看，公司短期偿债指标表现较好。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITD和EBITDA利息倍数分别为16.35亿元和2.39倍，同比均有所增长；全部债务/EBITDA同比有所下降，2019年为8.96倍。总

体看，公司长期偿债指标表现尚可。

截至2020年3月底，公司对外担保金额合计3.22亿元（除西投保担保业务外），担保余额2.05亿元，包括对西安航空城建设发展（集团）有限公司（以下简称“西航城建”）的担保金额3.00亿元（余额1.90亿元）和对思普瑞信息技术有限公司（以下简称“思普瑞”）的担保金额0.22亿元（余额0.15亿元）。除西投保担保业务外，公司对外担保情况如下表20-1，上述被担保企业中，思普瑞提供反担保措施，具体见下表20-2。

表 20-1　截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保企业	担保金额	担保余额	担保到期日
西航城建	30000	19000	2021.03.29
思普瑞	2200	1506	2020.12.30
合计	**32200**	**20506**	--

资料来源：公司提供

表20-2　对外担保相应的反担保措施

被担保企业	反担保措施
西航城建	无
思普瑞	1、思普瑞设计咨询有限公司100%股权质押；2、阳光润泽通讯有限公司100%股权质押；3、思普瑞信息技术有限公司法定代表人及其配偶提供无限连带责任担保；4.将位于横山县西南新区草海则村的横山县大禹房地产开发有限公司名下的华城嘉苑项目价值1263万元的房产在办理完毕房产可销售的相关备案手续之日起3个工作日内开始办理网签手续，将前述房产网签于公司认可的主体名下；5.思普瑞提供6项专利权质押担保；6.长安融通资产管理有限公司60%股权质押担保。

资料来源：公司提供

表21　截至2019年底被担保企业财务状况（单位：亿元）

被担保企业	总资产	净资产	总收入	净利润
西航城建	160.07	60.17	7.53	1.44
思普瑞	4.04	3.54	1.84	0.34

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司获得银行授信额度共计290.59亿元，尚未使用额度118.45亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司非流动资产占比较高，所有者权益结构稳定；母公司主营业务盈利对投资收益依赖较高。

截至2019年底，母公司资产总额341.92亿元，其中流动资产78.36亿元（占22.92%），非流动资产263.57亿元（占77.08%）；流动资产主要由货币资金（31.50亿元）、其他应收款（12.50亿元）和其他流动资产（28.96亿元）组成；非流动资产构成以可供出售金融资产（96.23亿元）、长期应收款（14.50亿元）和长期股权投资（149.12亿元）为主。

截至2019年底，母公司负债合计121.71亿元，其中，流动负债79.36亿元（占65.20%），非流动负债42.35亿元（占34.80%）；流动负债主要以短期借款（26.24亿元）、其他应付款（14.79亿元）和一年内到期的非流动负债（27.19亿元）为主；非流动负债包括长期借款（17.38亿元）和应付债券（21.89亿元）。截至2019年底，母公司资产负债率为35.60%。

截至2019年底，母公司所有者权益合计220.22亿元，其中实收资本142.30亿元，资本公积48.02亿元，盈余公积3.40亿元，未分配利润24.07亿元，所有者权益结构稳定。

盈利能力方面，2019年，母公司实现营业收入1.55亿元；期间费用6.08亿元；投资收益为8.86亿元，对利润总额贡献较高。2019年，母公司利润总额为0.46亿元。

现金流方面，2019年，母公司经营活动现金流入量4.26亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金（3.10亿元）；经营活动现金流出3.08亿元，主要为客户贷款及垫款净增加额（2.33亿元），当期母公司经营活动现金流量净额1.18亿元。投资活动方面，2019年母公司投资活动现金流入和流出分别以收回投资收到的现金（14.26亿元）和投资支付的现金（24.01亿元）为主，投资活动产生的现金流量净额-3.73亿元。2019年母公司筹资活动产生的现金净流入为10.95亿元。

8. 抗风险能力

公司是西安市政府在金融和财政扶持主导产业领域的投资主体和出资人代表，是西安市政府唯一的综合性投资控股公司和财政产业扶持资金运作主体，在西安市经济发展中具有重要作用，得到了西安市财政局在资产划转、财政补贴等方面的有力支持。

基于公司自身经营和财务特点，以及公司所处行业发展状况的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续债券余额共计 36.20 亿元;其中“19 西安投资 SCP002”“20 西安投资 SCP001”“20 西安投资 SCP002”将于一年内到期，余额共计 14.90 亿元。截至 2019 年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产为 64.12 亿元，为一年内到期债务余额的 4.30 倍；截至 2020 年 3 月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产为 43.39 亿元，为一年内到期债务余额的 2.91 倍。2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为存续债券余额（共计 36.20 亿元）的 2.44 倍、0.72 倍和 0.45 倍。总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券的保障能力强；经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

表22 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

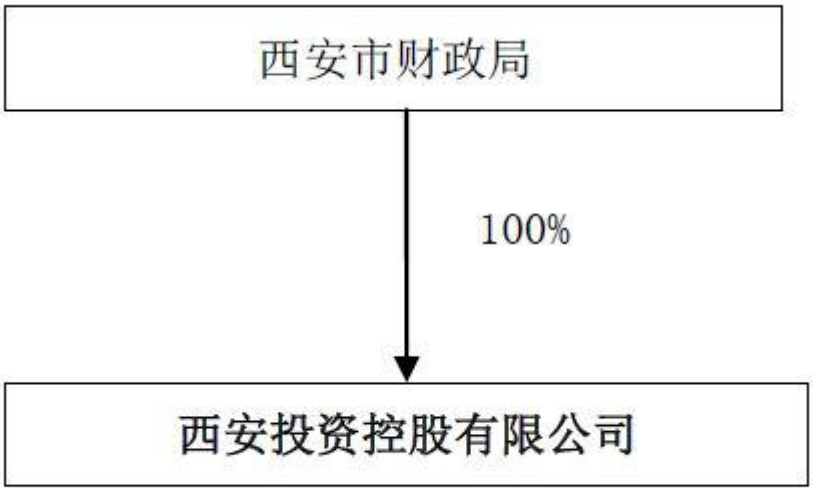
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	14.90
现金类资产/一年内到期债券余额	4.30
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.44
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.72
EBITDA/应付债券余额	0.45

资料来源：联合资信整理

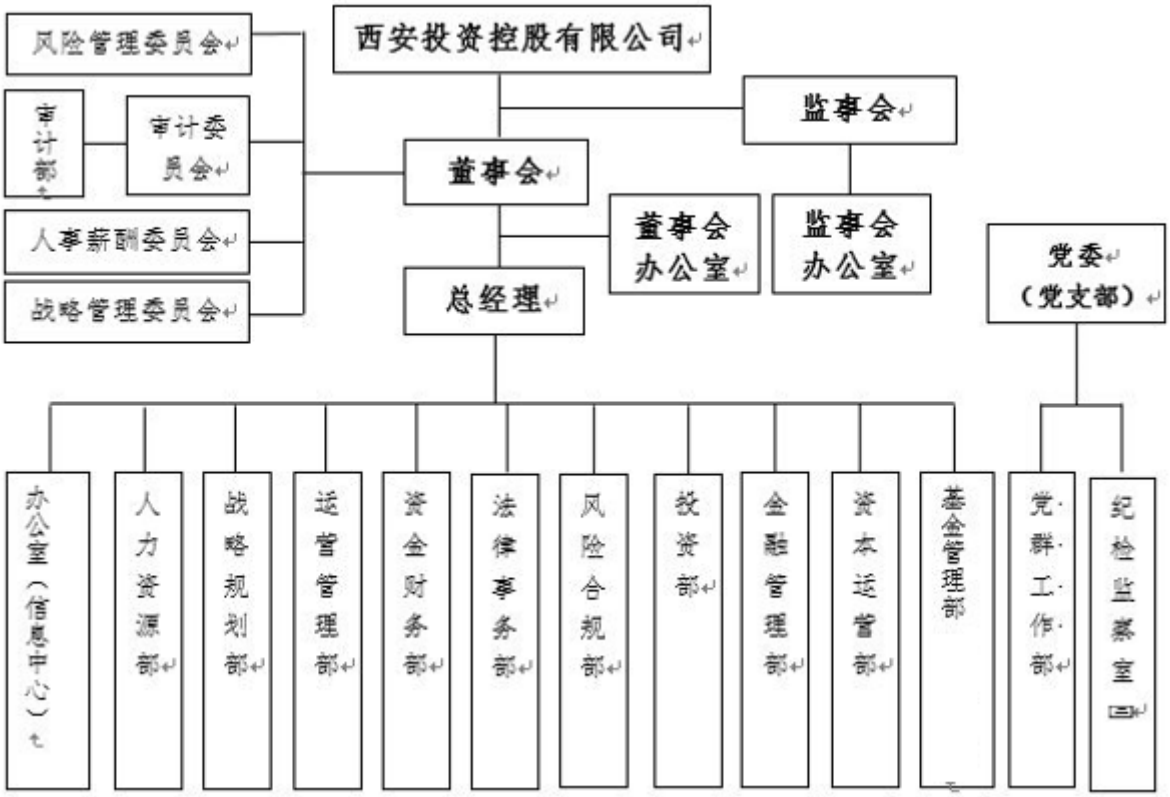
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 西投债 01/19 西投 01”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	54.65	65.95	64.12	43.39
资产总额(亿元)	435.04	473.85	531.32	503.73
所有者权益(亿元)	240.19	273.42	315.19	317.16
短期债务(亿元)	49.95	73.60	95.47	68.68
长期债务(亿元)	68.10	54.33	50.67	55.62
全部债务(亿元)	118.05	127.93	146.13	124.31
营业总收入(亿元)	33.20	29.72	29.68	6.33
利润总额(亿元)	12.44	5.07	9.21	3.15
EBITDA(亿元)	16.73	9.65	16.32	--
经营性净现金流(亿元)	8.33	20.45	26.11	1.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	45.00	3.99	3.85	--
存货周转次数(次)	0.40	0.31	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06	--
现金收入比(%)	158.00	108.26	48.68	29.19
营业利润率(%)	76.97	86.29	91.63	92.33
总资本收益率(%)	3.85	1.83	3.01	--
净资产收益率(%)	4.18	1.20	2.39	--
长期债务资本化比率(%)	22.09	16.58	13.85	14.92
全部债务资本化比率(%)	32.95	31.87	31.68	28.16
资产负债率(%)	44.79	42.30	40.68	37.04
流动比率(%)	205.21	154.46	135.23	143.16
速动比率(%)	194.24	144.75	124.49	131.79
经营现金流动负债比(%)	7.72	15.38	17.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.05	13.26	8.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.81	2.09	2.39	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计；现金类资产已剔除使用受限的货币资金；其他流动负债中的超短期融资券已调整至短期债务；融资负债和长期应付款中的应付融资租赁款已调整至长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.48	27.29	31.50	17.26
资产总额(亿元)	228.24	290.69	341.92	334.58
所有者权益(亿元)	162.22	189.81	220.22	220.21
短期债务(亿元)	14.30	45.69	53.43	61.85
长期债务(亿元)	37.29	37.43	39.27	37.84
全部债务(亿元)	51.60	83.12	92.70	99.69
营业总收入(亿元)	1.58	1.91	1.55	0.46
利润总额(亿元)	1.31	0.26	0.46	1.37
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	1.98	1.04	1.18	0.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	48.13	24.42	15.49	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	95.43	93.92	93.30	98.42
总资本收益率(%)	1.62	1.34	2.17	--
净资产收益率(%)	0.78	0.17	0.66	--
长期债务资本化比率(%)	18.69	16.47	15.13	14.66
全部债务资本化比率(%)	24.13	30.46	29.62	31.16
资产负债率(%)	28.92	34.70	35.59	34.18
流动比率(%)	362.13	127.81	98.73	98.40
速动比率(%)	362.12	127.81	98.73	98.39
经营现金流动负债比(%)	7.64	1.71	1.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计

附件 3　同行业企业对比数据

发行人	云南省工业投资控股集团有限责任公司	辽宁省国有资产经营有限公司	西安投资控股有限公司
主体信用等级	AA$^+$	AA$^+$	AA$^+$
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
综合毛利率（%）	15.72	14.95	65.85
销售债权周转次数（次）	4.79	11.63	0.85
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额（亿元）	344.77	454.12	531.32
所有者权益（亿元）	129.56	239.60	315.19
营业总收入（亿元）	117.57	204.68	29.68
利润总额（亿元）	2.34	8.49	9.21
经营活动现金流净额（亿元）	8.92	10.90	26.11
资产负债率（%）	62.42	47.24	40.68

附件 4　主要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+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

附件 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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