

信用等级公告

联合[2016]040 号

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司 2015 年度 14 亿元公司债券进行了主动评级，确定：

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA_{pi} ，评级展望为“稳定”

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司拟发行的陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司 2015 年度 14 亿元公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年一月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2015 年陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司公司债券主动评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

本次债券信用等级：AA_{pi}

本次债券发行额度：14 亿元

本次债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%

发行目的：用于募投项目

评级时间：2016 年 1 月 4 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	34.66	59.78	93.41
所有者权益(亿元)	19.79	24.05	40.76
长期债务(亿元)	5.00	16.50	25.92
全部债务(亿元)	10.00	24.50	48.13
营业收入(亿元)	2.25	7.66	8.21
净利润(亿元)	0.68	2.09	2.70
EBITDA(亿元)	1.01	3.19	3.79
经营性净现金流(亿元)	-6.60	-9.91	-24.10
营业利润率(%)	21.69	16.87	17.17
净资产收益率(%)	3.46	8.68	6.63
资产负债率(%)	42.89	59.78	56.36
全部债务资本化比率(%)	33.57	50.47	54.14
流动比率(%)	329.16	299.57	337.28
EBITDA/全部债务(倍)	0.10	0.13	0.08
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.07	0.23	0.27

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

评级观点

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司（以下简称“公司”）是陕西省西咸新区秦汉新城土地整理和基础设施的投资与建设的重要主体，承担了秦汉新城土地整理和重点建设项目的投资与建设的任务。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对公司的评级反映了陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会对公司在资金资产注入和项目代建等方面给予了有力支持，公司土地开发业务量较大且具备较强区域垄断优势。同时，联合评级也关注到公司未来投资规模较大，资产流动性较弱等因素对其偿债能力可能带来不利影响。

目前秦汉新城发展时间较短，正处于发展阶段；在西咸新区政策扶持下，秦汉新城将以新型城乡一体化和文化旅游为重点发展方向，公司作为该区域最主要的开发建设主体，业务规模及经营范围有望不断扩展，收入规模及盈利能力有望得以提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券设置债券本金分期兑付条款，降低集中偿还风险，募投项目现金回流对本次债券本息保障能力较好；本次债券设立专项偿债账户，由北京银行西安分行实施监管。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 西咸新区为国务院批准设立的国家级新区之一，区域发展规划明确，受国家政策支持力度大。作为西咸新区五大组团之一，秦汉新城依托其区域特点重点发展新型城乡一体化和文化旅游，发展前景良好，为公司未来发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为西咸新区秦汉新城内最主要的基础设施建设主体，土地开发整理业务量较大，区域垄断优势显著；获得了西咸新区秦汉新城管委会在资金资产注入、财政补贴以及代建业务等方面持续而有力的支持。

3. 本次债券设置了分期偿还本金的条款，降低了公司集中偿付压力。

关注

1. 由于秦汉新城目前正处于建设发展阶段，一般预算收入规模较小，土地出让金收入在财政收入中占比较高。

2. 公司在建基础设施项目已投入资金规模较大，未来回购款的到位情况受政府结算进度影响较大，且回购资金来源对区域内土地出让依赖性较高，公司存在一定的资金周转压力。

3. 公司土地开发及基础设施建设投资规模大，债务规模快速增长，未来资本性支出压力较大。

4. 公司担保比率高，存在一定或有负债风险。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：liuyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司（以下简称“公司”）成立于 2010 年 5 月 27 日，前身为“咸阳市泾渭新区开发建设有限公司”，于 2011 年 9 月更为现名。公司系经咸阳市人民政府批准成立的国有有限责任公司，原始注册资本为 10.00 亿元，分别由咸阳市泾渭新区管理委员会（后更名为“陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会”，以下简称“秦汉新城管委会”）和咸阳市城市建设投资有限公司（以下简称“咸阳城投”）出资 0.40 亿元和 1.60 亿元，实收资本占注册资本总额的 20%¹。2011 年 9 月，原股东咸阳城投同意将其拥有的 80%的股权以 1.60 亿元转让给咸阳市泾渭新区管理委员会。此次股份转让后，咸阳市泾渭新区管理委员会（即秦汉新城管委会）成为公司的唯一股东，公司性质变更为国有独资企业。秦汉新城管委会后又于 2011 年 9 月和 2012 年 6 月以货币形式分别出资 5.00 亿元²和 3.00 亿元³缴足注册资本。2014 年 12 月，秦汉新城管委会以货币资金形式增加公司注册资本 12.00 亿元；本次增资后，公司注册资本变更为 22.00 亿元。截至 2014 年底，秦汉新城管委会为公司股东，持股 100%，为公司实际控制人。

公司经营范围：土地开发及整理、文化教育场馆的开发建设、高科技项目的研发与投资；城市基础设施项目的投资、建设；城市建设，国有资产经营管理，投资服务，房地产开发，建筑工程，市政工程，文化旅游投资及开发，教育投资，装潢装饰，园林绿化，建材销售，户外广告（投资限公司自有资金、金融性资产项目除外）。

截至 2014 年底，公司合并范围内子公司 7 家。公司本部下设监察审计部、行政部、财务融资部、投资经营部和工程部共 5 个职能部门。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 93.41 亿元，负债合计 52.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 40.76 亿元。2014 年，公司实现营业收入 8.21 亿元，净利润（含少数股东损益）2.70 亿元，经营活动产生的现金流量净额-24.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.48 亿元。

注册地址：西咸新区秦汉新城管委会规划展览中心；法定代表人：杨占文。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行 14 亿元公司债券（以下简称“本次债券”），发行期限 7 年。本次债券设置分期偿还条款，在本次债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别按照发行额度 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，按年付息。

本次 14 亿元债券募集资金将用于安置小区建设项目。其中 8 亿元用于西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目，2 亿元用于西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目，4 亿元用于西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目。

募集资金投资项目情况如下：

表1 本次募集资金投资项目情况（单位：万元、%）

募集资金用途	项目总投资	拟使用债券募集资金及占项目总投资比例	
西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目	141,897.80	80,000.00	56.38%

¹该出资已经陕西新元会计师事务所有限公司审验，并于 2010 年 5 月 18 日出具陕新会验字[2010]037 号验资报告。

²该出资已经陕西天信会计师事务所有限责任公司审验，并于 2011 年 9 月 27 日出具陕天会师验字[2011]1469 号验资报告。

³该出资已经陕西天信会计师事务所有限责任公司审验，并于 2012 年 6 月 19 日出具陕天会师验字[2012]1431 号验资报告。

西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目	93,956.97	20,000.00	21.29%
西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目	83,848.26	40,000.00	47.71%
合计	319,703.03	140,000.00	43.79%

资料来源：公司提供

本次债券无担保。

2. 本次债券投资项目概况

(1) 西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目

项目基本情况

该项目位于秦汉新城，西临机场中线，东至光伏三路，南起兰池二路，北至兰池四路。项目总建筑面积 49.70 万平方米，其中安置房建筑面积 32.96 万平方米，拟修建安置房 2,945 套，设计拟安置人员 5,493 人；配套商业用房 6.01 万平方米；地下建筑面积 8.91 万平方米；其他配套设施建筑面积 1.82 万平方米。

项目审批情况

西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目已经取得相关政府部门审批，相关文件见下表。

表 2 西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
陕西省西咸新区秦汉新城发展改革局	《关于西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目可行性研究报告的批复》（秦汉发改字[2014]95 号）
陕西省西咸新区秦汉新城发展改革局	《关于西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目节能评估和审查的批复》（秦汉发改字[2014]92 号）
陕西省西咸新区秦汉新城国土资源局	《关于西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目用地预审意见的复函》（秦汉国土预审字[2014]17 号）
陕西省西咸新区秦汉新城规划建设环保和房屋管理局	《关于西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目选址意见的函》（秦汉管规函[2014]249 号）
陕西省西咸新区秦汉新城规划建设环保和房屋管理局	《关于西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目环境影响报告书的批复》（秦汉管规函[2014]264 号）

资料来源：公司提供

项目资金平衡

项目总投资额 14.19 亿元，拟使用本次债券募集资金 8 亿元，占项目总投资的 56.38%。经《陕西省西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目可行性研究报告》测算，该项目对应产生安置房销售收入、配套商业用房销售收入、配套车库销售收入分别为 98,865 万元、60,094 万元和 32,450 万元，合计将在本次债券存续期内产生销售收入 191,409 万元。

该项目于 2014 年 10 月开始建设，预计于 2017 年 9 月完工。截至 2015 年 2 月下旬，该项目已初步完成征地、勘察、施工设计与工程造价等工作，目前处于项目工程招标阶段；累计投入资金约 2,500 万元。

(2) 西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目

项目基本情况

该项目位于秦汉新城，西临秦韵大道，东临秦盛六路，北临汉都东二路，南临天汉大道。项目总建筑面积 35.49 万平方米，其中，安置房建筑面积 22.08 万平方米，拟修建安置房 1,968 套，设计拟安置人员 3,680 人；配套商业用房 3.74 万平方米；地下建筑面积 9.13 万平方米；其他配套

设施 0.53 万平方米。

项目审批情况

西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区项目已经取得相关政府部门审批，相关文件见下表。

表 3 西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
陕西省西咸新区秦汉新城发展改革局	《关于西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目可行性研究报告的批复》（秦汉发改字[2014]93 号）
陕西省西咸新区秦汉新城发展改革局	《关于西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目节能评估和审查的批复》（秦汉发改字[2014]87 号）
陕西省西咸新区秦汉新城国土资源局	《关于西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目用地预审意见的复函》（秦汉国土预审字[2014]16 号）
陕西省西咸新区秦汉新城规划建设环保和房屋管理局	《关于西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目选址意见的函》（秦汉管规函[2014]251 号）
陕西省西咸新区秦汉新城规划建设环保和房屋管理局	《关于西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目环境影响报告书的批复》（秦汉管规函[2014]263 号）

资料来源：公司提供

项目资金平衡

项目总投资额 9.40 亿元，拟使用本次债券募集资金 2 亿元，占项目总投资的 21.29%。经《陕西省西咸新区秦汉新城秦宫佳苑安居小区建设项目可行性研究报告》测算，该项目对应产生安置房销售收入、商业销售收入、车库销售收入分别为 66,225 万元、37,445 万元和 21,940 万元，合计将在本次债券存续期内产生销售收入 125,610 万元。

该项目于 2014 年 10 月开始建设，预计于 2017 年 6 月完工。截至 2015 年 2 月下旬，该项目已完成征地、勘察等工作，目前处于施工设计阶段；累计投入资金约 2,000 万元。

(3) 西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目

项目基本情况

该项目位于秦汉新城，西临关中监狱，东临沣经大道，南临望贤路，北临环城铁路。项目总建筑面积 30.68 万平方米，其中安置房建筑面积 23.58 万平方米，拟修建安置房 2,068 套，设计拟安置人员 3,930 人；配套商业用房 1.92 万平方米；地下建筑面积 4.73 万平方米；其他配套设施 0.45 万平方米。

项目审批情况

西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目已经取得相关政府部门审批，相关文件见下表。

表 4 西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
陕西省西咸新区秦汉新城发展改革局	《关于西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目可行性研究报告的批复》（秦汉发改字[2014]94 号）
陕西省西咸新区秦汉新城发展改革局	《关于西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目节能评估和审查的批复》（秦汉发改字[2014]85 号）
陕西省西咸新区秦汉新城国土资源局	《关于西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目用地预审意见的复函》（秦汉国土预审字[2014]15 号）
陕西省西咸新区秦汉新城规划建设环保和房屋管理局	《关于西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目选址意见的函》（秦汉管规函[2014]250 号）
陕西省西咸新区秦汉新城规划建设环保和房屋管理局	《关于西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目环境影响报告书的批复》（秦汉管规函[2014]261 号）

资料来源：公司提供

项目资金平衡

项目总投资为 8.38 亿元，拟使用本次债券募集资金 4 亿元，占项目总投资的 47.71%。经《西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目可行性研究报告》测算，该项目对应产生安置房销售收入、商业销售收入、车库销售收入分别为 70,746 万元、19,210 万元和 19,700 万元，合计将在本次债券存续期内产生销售收入 109,656 万元。

该项目于 2014 年 10 月开始建设，预计于 2017 年 6 月完工。截至 2015 年 2 月下旬，该项目已初步完成勘察、施工设计、工程造价与招标等工作；累计投入资金约 1,000 万元。

整体上看，上述三项募投项目均具有较好的社会和经济效益。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636,463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1,322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262,394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502,005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264,335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140,350 亿元，比上年增加 11,140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64,490 亿元，比上年增加 4,292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75,860 亿元，比上年增加 6,849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119,158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151,662 亿元，比上年增加 11,449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22,570 亿元，比上年增加 2,098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129,092 亿元，比上年增加 9,351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8,900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1,000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。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

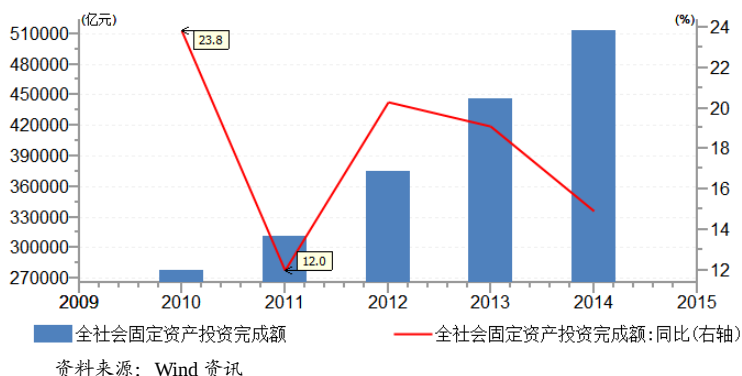
城市基础设施是城市赖以生存和发展的重要条件，是国民经济持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济和地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能具有积极的作用。

城市化水平是一个国家现代化程度的重要标志，城市化建设也是我国社会主义现代化建设的重要组成部分。城市基础设施建设行业承担公共服务功能，具有社会性、公益性的特点，一般项目资金投入量大，建设周期长，投资回报慢。因此，在城市基础设施建设领域，最核心的问题是建设资金的筹措、运用和管理，即投融资机制问题。城市基础设施建设相对滞后始终是我国城市发展面临的紧迫问题。

改革开放以来，在我国城镇化战略规划推动下，伴随着国民经济持续快速健康发展，我国城市化进程呈现稳步、快速发展的态势。我国仍处于大规模城市化刚刚起步的阶段，未来十多年间，我国的城市化进程将进入加速发展阶段。根据国务院发展研究中心的研究成果，我国城市化水平将由 2001 年的 37% 提高到 2020 年的 60% 左右，城市化率每年将提高 1.2 个百分点。“十二五”时期全国城镇化率将超过 50%，实现由农民社会向市民社会的里程碑式跨越。伴随着我国整个城市化进程的快速推进，城市人口数量快速增长，对城市基础设施建设的需要不断增加，基础设施投资占 GDP 的比重不断上升，目前，基础设施投资占 GDP 的比重已经由上个世纪的 80 年代的 4.4% 上升到约 8%~9% 左右。根据世界银行的研究，在可预期的将来，每年基础设施投资会超过 GDP 的 13%。

2014 年全年，全国固定资产投资总额完成 51.28 万亿元，比上年增长 15.30%，扣除价格因素，实际增长 15.70%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 2.29 万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资 8.67 万亿，比上年增长 21.50%。2014 年全年新开工项目计划总投资 96.88 万亿元，比上年增长 11.10%。2015 年 1~9 月，全国固定资产投资总额完成 39.45 万亿元，较上年同期同比增长 10.30%。

图 1 截至 2014 年底全国固定资产投资总额（单位：亿元、%）



截至 2014 年底，我国累计基础设施投资额为 11.22 万亿元，较上年增长 19.93%。截至 2015 年 3 月，我国累计基础设施投资额为 1.68 万亿元，较上年增长 22.83%。基础设施投资额的稳定增长与

努力保持经济稳定增长相适应，“一带一路”、京津冀一体化和长江经济带三大新战略将全面推进，将催生大量的基础设施投资需求。在政府政策发力、中央地方合力、社会资本参与的积极推动下，预计2015年基础设施投资增长将有所加快。

总体看，国家高度重视国家新型城镇化水平的建设，近年来不断加大基础设施投资力度，并且在“一带一路”等战略规划带动下，提高了国家经济运行的活力和软实力。

（2）行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来,从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问,到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出,再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地,以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台,融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低,融资平台公司债务短期周转能力有望增强,流动性风险将得以缓释。

整体看,通过多次分类整合,不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范,在政策不断细化的大背景下,政府投融资平台逐步出现两极分化,有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持,未来在城市发展中起到更加突出的作用,无条件的平台将出现功能弱化,面临调整。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为新趋势。

2. 区域经济

(1) 西咸新区概况

2014 年 1 月 6 日,国务院发布国函[2014]2 号文件,正式批复陕西设立西咸新区。至此,西咸新区正式成为国家级新区,是中国的第七个国家级新区。

西咸新区是经国务院批准设立的首个以创新城市发展方式为主题的国家级新区。西咸新区位于陕西省西安市和咸阳市建成区之间,西起茂陵及涝河入渭口,东至包茂高速,北至泾阳县高泾大道,南至京昆高速,区域范围涉及西安、咸阳两市所辖 7 县(区)23 个乡镇和街道办事处,规划控制面积 882 平方公里,现有人口 90 万人,是关中—天水经济区的核心区域,区位优势明显、经济基础良好、教育科技人才汇集、历史文化底蕴深厚、自然生态环境较好。

西咸新区自设立之初,就受到了中央和陕西省政府的格外重视,近年来发展迅速。2009 年 6 月,国务院批准《关中—天水经济区发展规划》,提出“加快推进西咸一体化建设,着力打造西安国际化大都市”;2010 年 2 月 21 日,陕西省推进西咸新区建设工作委员会办公室暨西安沣渭新区、咸阳泾渭新区管委会挂牌成立,西咸新区建设正式启动;2010 年 12 月,《全国主体功能区规划》提出“推进西安、咸阳一体化进程和西咸新区建设”,西咸新区建设上升为国家战略;2011 年 5 月 17 日,陕西省城乡规划委员会审议并原则通过《西咸新区总体规划》,西咸新区以新面孔呈现出来;2011 年 5 月 31 日,陕西省政府设立西咸新区开发建设管理委员会,西咸新区是省人民政府派出机构,常务副省长江泽林兼任管委会主任;2011 年 6 月 10 日,陕西省政府批复《西咸新区总体规划》;2012 年 2 月 20 日,国务院批复《西部大开发“十二五”规划》,西咸新区列为西部重点建设城市新区;2014 年 1 月 6 日,国务院批复设立陕西西咸新区,提出把西咸新区建设成为我国向西开放的重要枢纽、西部大开发的新引擎和中国特色新型城镇化的范例,西咸新区成为国家级新区;2014 年 2 月 19 日,国家发展改革委印发《陕西西咸新区总体方案》,赋予西咸新区创新城市发展方式先行先试权。

根据所辖区域内地理地貌和资源分布情况,西咸新区规划布局空港、沣东、秦汉、沣西、泾河等五个新城。

截至 2014 年 6 月,西咸新区已经建立起独立的财政体系,西咸新区管委会下辖财政局、国土资源局、监察审计局、建设环保局、规划局、经济发展局等单位。

表 5 西咸新区各新城概况及发展规划

名称	位置	规划定位	2020 年发展规模	
			人口 (万)	建设用地 (平方公里)

空港新城	以西安国际空港为核心的渭河以北地带	发展临空物流、国际商贸、飞机维修等产业，国家重要的国际航空枢纽，西部地区临空经济示范区，西安国际化大都市的门户新城	27	36
沣东新城	渭河以南、沣河以东地带，紧邻西安高新技术产业开发区	国家统筹科技资源示范基地，西部地区能源中心和体育会展中心	67	75
秦汉新城	咸阳市主城区以北	发展历史文化旅游、生态休闲、创意文化等产业，建设具有世界影响力的秦汉历史文化集中彰显区	67	75
沣西新城	咸阳市主城区以南、沣河以西地带	主要承接转化高新技术成果，重点发展新材料、生物医药、新一代信息技术等战略性新兴产业和国际化教育产业，促进战略性新兴产业集聚发展	53	64
泾河新城	咸阳市泾阳县东南部、跨越泾河两岸	发展都市农业、节能环保、高端装备制造等产业，统筹城乡发展示范区	47	47

资料来源：公司提供

（2）西咸新区政策支持

依据《中共中央国务院关于深入实施西部大开发战略的若干意见》、《关中—天水经济区发展规划》、《全国主体功能区规划》和《陕西省人民政府关于加快西咸新区发展的若干政策》等有关精神，西咸新区开发建设享受以下优惠政策。

财税和金融政策

中央财政加大一般性转移支付力度，支持陕西省逐步提高西咸新区基本公共服务水平。国家有关专项资金加大对符合条件项目的支持力度，促进西咸新区相关社会事业加快发展。中央基建投资支持新区符合条件的市政等基础设施、城乡社会事业和生态环保建设。鼓励和支持金融机构进一步加大对新区的信贷支持力度。支持符合条件的企业发行企业债券。鼓励西咸新区金融创新，支持西咸新区建立发展基金和发行城市建设债券。

西咸新区与所在西安、咸阳各市、县(市、区)税收收入在确定基数的基础上，新增税收收入由西咸新区管委会与所在市、县(市、区)实行比例分成。“十二五”期间，西咸新区管委会的分成部分全部用于新区的开发建设和社会事务管理。

投资和产业政策

国家在统筹规划重大产业化项目时，对西咸新区给予重点支持，支持高端装备制造、新一代信息技术、生物医药、节能环保等战略性新兴产业重大项目落户西咸新区。对承接鼓励类产业转移项目优先支持。

大力发展现代都市农业，提高农副产品附加值，增加农民收入。重点发展高端装备制造、新一代信息技术、生物医药、节能环保等产业，建成国家重要的战略性新兴产业基地。积极发展电子商务、信息服务等现代服务业，以及文化旅游、商贸会展、能源金融等现代服务业。

土地政策

西咸新区建设用地按土地利用规划、年度计划指标实行单列，严格执行相关土地政策。西咸新区管委会对新区范围内的土地实行集中统一规划管理，统一报批、统一供应、统一登记办证。建设用地在年度指标内单独报批。西咸新区建设用地本着节约集约原则，规划建设用地需要调整的基本农田和占补平衡指标，可在西安、咸阳及全省范围内调整统筹解决。在享受上述专属优惠政策之外，国家以及省、市政府赋予关中—天水经济区的各项优惠政策，均适用于西咸新区。

（3）西咸新区政府财力

2012~2013年，西咸新区财政收入呈增长态势。近两年西咸新区地方可控财力分别为140.18亿元和173.53亿元，同比增长23.79%。

从财政收入结构看，2013 年公共财政预算收入、上级补助收入和政府性基金收入分别为 66.34 亿元、5.75 亿元和 101.44 亿元，占地方可支配收入比例分别为 38.23%、3.31%和 58.46%，其中，政府性基金收入主要由国有土地使用权出让金构成。2013 年，公共财政预算收入同比增长 14.14%，政府性基金收入同比增长 34.32%。

表6 西咸新区2012年、2013年及2014年1~6月财政收入构成情况（单位：亿元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
一般预算收入	58.12	66.34	34.55
税收收入	56.93	61.16	32.17
非税收入	1.20	5.18	2.38
基金收入	75.52	101.44	63.99
土地出让收入	75.52	101.44	62.86
其他			1.13
上级补助收入	6.54	5.75	0.55
返还性收入			
财力性转移支付		0.20	
专项转移支付	6.54	5.55	0.55
地方可支配收入合计	140.18	173.53	99.09

资料来源：公司提供

（4）西咸新区未来发展

按照西咸新区国民经济和社会发展规划和发展目标，到 2015 年，西咸新区主要基础设施基本建成，产业发展框架基本确立，土地集约利用水平明显提高，生态环境进一步改善，城乡一体的基本公共服务建设取得新进展；城市人口达到 150 万人，城市建设用地达到 160 平方公里。到 2020 年，西咸新区创新城市发展方式取得明显成效，经济综合实力、创新发展能力和人民生活水平大幅提升；西咸一体化建设取得重要进展，为引领大西北发展、推进西部大开发、建设丝绸之路经济带发挥重要作用；城市人口达到 236 万人，城市建设用地达到 272 平方公里。

总体看，西咸新区为国务院批准设立的国家级新区，区域发展规划明确，受国家政策支持力度大，土地出让收入占比大且增速快。但同时，西咸新区成立时间较短，财政实力规模相对较小，对土地出让收入依赖程度高，存在一定波动性。未来随着新区建设规模扩大，财政实力有望进一步扩大。

（5）秦汉新城概况

秦汉新城是西咸新区管委会五大组团之一，位于西咸新区的几何中心，是西咸新区五大功能组团的核心区域。秦汉新城位于西安和咸阳交界处，总面积 302 平方公里，包括渭城区的正阳镇、窑店镇、渭城镇、秦都区的双照镇、兴平市的南位镇、周陵镇福银高速以南的区域以及泾阳县高庄镇的部分区域。规划建设用地 50 平方公里，遗址保护区面积 104 平方公里。秦汉新城交通区位优势，北临西北最大航空港—西安咸阳国际机场，南临亚洲最大内陆客运站西安城北客运站，西铜铁路、福银高速、机场高速和 312 国道穿境而过。

秦汉新城准照西咸新区的整体规划，对其管辖的区域做了进一步的规划和产业布局，形成了“一轴-双核-三带-四区”的空间规划与产业布局。“一轴”：依托秦汉大道形成的秦汉历史文化主轴。重点加快秦汉大道等骨干道路建设，结合群众拆迁安置，建设一批优美示范小镇，进行生态再造，发展现代农业，包装策划文化产业，打造秦汉历史文化主轴。“双核”：渭河北岸休闲商务核、大遗址生态核。近期重点是建设渭河北岸商务区、秦文化主题公园和帝陵遗址公园，实现城市与农村、现代与历史的融合。“三带”：渭河生态景观带、帝陵遗址风光带、泾河生态景

观带。重点加快渭河、泾河综合治理工程建设，实施生态景观工程，配合发展休闲旅游、都市农业，打造三条生态景观长廊。“四区”为渭河北岸综合服务区、塬北综合服务区、周陵新兴产业园区、远景产业拓展区，并且分别有自身的产业定位。

秦汉新城拥有大量丰富的自然及人文资源，秦汉新城据此确定了发展的 5 个战略定位：一是西安国际化大都市的主城功能新区和生态田园新城；二是引领内陆型经济开发开放战略高地建设的国家级新区；三是彰显秦汉文明、推动国际文化交流的历史文化基地；四是新兴产业集聚区；五是城乡统筹发展的一体化建设示范区。

目前秦汉新城招商已入区的项目有：西咸国际购物城项目、香港星河湾控股有限公司的现代服务业基地项目、秦文化公园项目、万通立体城市（安通立体）项目、清华附中、中科城市综合商务体、第四军医大学医教研产业园、西安交大二附院、天朗能源新材料总部中心项目、陕西首座国际化专业葡萄酒酒庄——张裕瑞纳城堡酒庄、东方今典优美小镇、大众民用汽车产业园、中石化低渗油田研发基地、海航机场集团秦汉高新技术产业园、西部投资集团项目、惠普数字秦汉媒体产业园等项目已经落户其中。总体看，秦汉新城在西咸新区政策支持下未来发展前景较好。

秦汉新城财政概况

从近年来秦汉新城全口径财政收入构成上来看，秦汉新城地方可控财力主要来源于一般预算收入和基金收入，详见下表。

表7 近三年秦汉新城财政收入构成（单位：亿元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
一般预算收入	10.87	13.60	15.65
税收收入	10.85	13.56	15.60
非税收入	0.02	0.04	0.05
基金收入	18.57	26.60	34.23
土地出让收入	18.42	26.30	33.13
其他	0.15	0.30	1.10
上级补助收入	1.22	0.88	0.87
返还性收入			
财力性转移支付	0.02	0.04	0.02
专项转移支付	1.20	0.84	0.85
预算外财政专户收入			
地方可控财力	30.66	41.08	50.75

资料来源：秦汉新城财政局

2012~2014 年，秦汉新城财政一般预算收入分别为 10.87 亿元、13.60 亿元和 15.65 亿元，以 2014 年为例，税收收入和非税收入占比分别为 99.68%和 0.32%。秦汉新城地方可控财力对基金收入依赖度较高，呈逐年加重的趋势，近三年占比分别为 60.57%、64.75%和 67.45%。2012~2014 年，秦汉新城地方可控财力分别为 30.66 亿元、41.08 亿元和 50.75 亿元，逐年稳步增长。

秦汉新城债务构成

截至 2014 年底，秦汉新城政府债务余额为 27.62 亿元，主要体现为国内金融机构借款。秦汉新城管委会债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 54.42%，债务率水平一般。

表8 秦汉新城债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年 12 月底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	27.62	（一）地方一般预算收入	15.65

1、外国政府贷款		1、税收收入	15.60
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	0.05
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	0.87
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	0.02
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	0.85
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	
3、国债转贷资金	0.22	(三) 国有土地使用权出让收入	33.13
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	25.00
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	6.63
6、国内金融机构借款	27.4	3、农业土地开发资金	1.50
(1) 政府直接借款	27.4	4、新增建设用地上有使用费	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款		(四) 城市基础设施配套费	1.10
7、债券融资		(五) 预算外财政专户收入	
(1) 中央代发地方政府债券			
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资			
8、其他			
(二) 担保债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) ×50%	27.62	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	50.75
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) ×100%			54.42%

资料来源：秦汉新城财政局

总体上看，作为西咸新区五个功能区之一的秦汉新城由于目前正处于建设发展阶段，一般预算收入规模较小，土地出让金收入在财政收入中占比较大，整体债务水平一般。未来，秦汉新城在西咸新区政策支持下未来发展前景较好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司注册资本 22 亿元，系国有独资有限责任公司，公司实际控制人为秦汉新城管委会。

2. 企业规模

公司是陕西省西咸新区秦汉新城土地整理和基础设施的投资与建设的重要主体，承担了秦汉新城土地整理和重点建设项目的投资与建设的任务，在运营过程中得到秦汉新城管委会的大力支持。自成立以来，公司及其子公司承接了新城内发展规划类的重要项目，在城市基础设施建设、民生工程、安居工程、拆迁工作等方面具有一定的经验，建立了较为完善的投资决策、建造和运营管理体系，为提升公司市场竞争力和保持长期稳定发展打下了坚实基础。此外，秦汉新城区域

内还有另外一家由秦汉新城管委会全资控股的公司—陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司（以下简称“秦汉天汉投资”），秦汉天汉投资主要负责秦汉新城区域内的文化产业项目的投资，由于成立时间较短，业务规模较为有限，与公司不存在业务方面的重叠和竞争。随着西咸新区秦汉新城的快速发展，公司在该区域内的土地整理开发、城市基础设施建设、安置房建设等领域具有主导优势。

3. 人员素质

（1）高级管理人员

截至 2014 年底，公司高级管理人员 5 人，包括董事长兼总经理 1 人、常务副总经理兼财务总监 1 人、执行副总经理 1 人及副总经理 2 人，均具有本科及以上学历。

董事长兼总经理杨占文先生，1962 年生，中共党员，本科学历。历任西北农业大学产业处处长，西北农林科技大学后勤（集团）公司总经理，咸阳市市长助理，咸阳市委秘书长、办公室主任。现任公司董事长兼总经理，并兼任秦汉新城管委会主任。

常务副总经理兼财务总监夏静先生，1971 年生，中共党员，研究生学历。历任陕西秦宇企业集团副总经理，咸阳秦宇基础工程公司总经理，陕西汇通股份有限公司党总支书记，咸阳市城市建设投资有限公司副总经理，咸阳市城投置业有限公司董事长。现任公司董事、常务副总经理、财务总监，并兼任秦汉新城管委会财政局局长。

执行副总经理吕东波先生，1972 年生，本科学历。历任西房广告有限公司总经理，陕西荷和策略房地产咨询有限公司执行董事，陕西汇融投资有限公司副总经理。现任公司董事（职工董事）、执行副总经理。

针对公司高管兼任政府官员的情况，公司已经计划进行社会招聘，聘请非公务员人士担任公司的董事、监事、高管，逐步减少公务员在公司兼职的情况，规范法人治理结构。

（2）员工素质

截至 2014 年底，公司本部在职员工 105 人。按学历构成划分，大专学历占 27.6%，本科学历占 69.5%；按年龄构成划分，50 岁以下员工占比为 94.3%。

总体来看，公司高管具有政府及企事业单位工作背景和较强的专业素质，具备较高的管理水平。公司的人员构成与公司业务特征相符，基本能满足公司目前日常工作需要。

4. 政府支持

公司是陕西省西咸新区秦汉新城土地整理和基础设施的投资与建设的重要主体，承担了秦汉新城土地整理和重点建设项目的投资与建设的任务，在运营过程中得到秦汉新城管委会的大力支持，主要体现在资本性投入、资产注入和资金补贴等方面。

（1）资本性投入

2013 年，根据秦汉新城财政局出具的《关于明确专项资金性质的通知》（陕秦汉财政函[2013]2 号），秦汉新城财政局以货币形式向公司注入 2.10 亿元资本性投入，该部分资产已计入资本公积。

2014 年，根据秦汉新城管委会出具的《陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司股东决定》（秦汉管字[2014]189 号），秦汉新城管委会以货币形式向公司注入 12.00 亿元资本性投入，该部分资产已计入实收资本。

2014 年，根据秦汉新城财政局出具的《关于明确专项资金性质的通知》（陕秦汉财政函[2014]3 号），秦汉新城财政局以货币形式向公司注入 2.00 亿元资本性投入，该部分资产已计入资本公积。

（2）资产注入

2012年，根据秦汉新城管委会《关于将管委会所属土地整理项目注入陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司的通知》，为完善公司土地整理业务并进一步增加公司投资、开发能力，秦汉新区管委会决定将管委会土地整理项目无偿注入公司，账面价值为8.96亿元，计入公司资本公积与存货科目。

（3）资金补贴

根据秦汉新城财政局出具的相关文件，2012~2014年，公司分别获得5,550万元、19,215.76万元和25,103.60万元政府补助资金，计入公司损益。

2012年，根据秦汉新城财政局出具的《关于对陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司专项补贴的函》（陕秦汉财政函[2012]5号），秦汉新城财政局向公司拨付5,550万元资金，用于补贴公司公租房建设。2013年，根据秦汉新城财政局出具的《关于对陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司专项补贴的函》（陕秦汉财政函[2013]3号），秦汉新城财政局向公司拨入财政专项补贴19,138.50万元，其中：公租房专项补贴7,310.50万元、安置房专项补贴1,828万元、贷款贴息专项补贴4,000万元、基础设施建设专项补贴6,000万元；根据《陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会主任办公会议纪要》（第2号），秦汉新城管委会向公司拨付公交专线运营补贴77.26万元。2014年，根据秦汉新城财政局出具的《关于对陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司专项补贴的函》（陕秦汉财政函[2014]4号），秦汉新城财政局向公司拨入财政专项补贴24,763.60万元，其中：公租房专项补贴1,138.50万元、安置房专项补贴12,825.10万元、贷款贴息专项补贴4,800万元、基础设施建设专项补贴6,000万元；根据秦汉新城财政局出具的《关于下达渭河综合治理中央预算内基建支出预算（拨款）资金的通知》（秦汉财字[2014]28号），秦汉新城财政局向公司下达中央预算内基建支出预算资金340.00万元。

总体来看，作为秦汉新城重要的基础设施建设主体，公司得到秦汉新城管委会在资本性投入、资产注入和资金补贴等方面给予的持续支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规，结合公司实际情况，公司制定了《陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司章程》，按照现代企业制度建立并完善法人治理结构。

公司不设立股东会，由出资人行使《公司法》规定的有限责任公司股东会职权，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事。

公司设董事会，董事会成员6人，其中非职工代表董事5人。非职工代表董事由秦汉新城管委会委派，职工代表董事由公司职工代表大会民主选举产生。公司设董事长1人，由秦汉新城管委会从董事会成员中指定。董事会向秦汉新城管委会负责，执行秦汉新城管委会的决定；董事会决定公司的经营计划和投融资方案，决定公司内部管理机构的设置，决定聘任或解聘公司总经理，并根据总经理提名，决定聘任或解聘公司副总经理。

公司设监事会，监事会成员5人，均已到位，职工代表监事为2名，非职工代表监事由秦汉新城管委会委派产生，职工代表监事由公司职工代表大会民主选举产生。监事会设主席1名，由秦汉新城管委会从监事会成员中指定。监事任期每届三年，监事任期届满，连选可以连任。公司董事、

高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理1人，总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议等工作，组织实施公司年度经营计划和投融资方案。

截至 2014 年底，公司本部下设监察审计部、行政部、财务融资部、投资经营部和工程部共 5 个职能部门。

总体看，公司制定了较为合理的内部组织架构，但由于有部分高级管理人员同时兼任政府官员，公司法人治理结构有待进一步完善。

2. 管理水平

为规范公司运作，确保国有资产安全和保值增值，公司制定了一系列管理制度。

财务管理方面，各项收费一律使用陕西省行政事业收费专用票据，非现金收付由会计负责办理，现金收付由出纳负责办理。出纳应当建立健全现金账目，逐笔顺时登记现金收付，账目应日清月结，账实相符。会计与出纳要经常核对库存现金情况。出纳要严格控制库存现金余额和使用范围，超过库存现金限额的，应及时缴存银行，超过银行结算起点的，采用转账支付，确保单位现金安全。

建设工程管理方面，公司制定了工程施工管理、工程项目质量管理、工程质量监督管理和施工单位安全管理等一系列完善的管理制度，对工程施工进行全面高效的管理。

在投资管理方面，公司制定详细的投资管理制度，包括投资原则、投资控制制度等，公司的投资项目自主决策，并报秦汉新城管委会，获得审批后方可执行。

总体看，公司根据自身运营特点制定了一系列管理制度，制度执行力度较好。但由于公司的经营特性，公司在人员任命、财务预决算、经营管理和投资等方面受政府的影响较大。

七、经营分析

1. 经营概况

公司负责陕西省西咸新区秦汉新城内的土地整理开发、城市基础设施建设、民生工程、安居工程，是该区域内土地整理和基础设施的投资与建设的重要主体，具备土地整理职能。公司目前业务主要集中在土地整理业务及工程建设服务。2012~2014 年，公司营业收入快速增长，三年复合增长 91.17%。2014 年，公司实现营业收入 8.21 亿元，其中土地整理业务收入占比 92.08%；工程建设服务收入占比 5.42%；房屋租赁占比 1.45%；其他收入占比 1.06%。分业务板块来看，公司土地整理业务收入快速增长，年均复合增长 96.54%，近三年，该业务收入占比均超过 87%，是公司营业收入的最主要来源。公司工程建设服务收入稳步增长，三年复合增长 39.17%；房屋租赁业务收入持续增长，三年复合增长 42.58%；其他业务收入规模小，对公司财务状况影响小。

从毛利率来看，2014 年公司实现毛利率 18.27%，较上年提高 0.35 个百分点。分业务板块来看，2014 年土地整理业务的毛利率为 13.04%，与前两年持平；工程建设服务，公司受秦汉新城管委会委托，从事秦汉新城内基础设施项目的代建，包括保障性住房、安置性住房、道路、清华中学、渭河综合治理、渭河景观带、咸阳博物院、秦文化园、秦文化遗址公园等项目，由于相应应收代建成本费用不计入“营业成本”，不在利润表中反映，故该业务实现毛利率 100%；近三年，房屋租赁业务毛利率基本持平，2014 年该业务毛利率为 54.66%；其他业务收入毛利率较低，对公司财务状况影响小，如下表所示：

表9 公司业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
土地整理业务收入	19,572.57	87.12	13.04	71,527.60	93.32	13.04	75,602.83	92.08	13.04
工程建设服务收入	2,295.76	10.22	100.00	3,600.85	4.70	100.00	4,446.56	5.42	100.00
房屋租赁	583.96	2.60	53.91	1,188.65	1.55	54.72	1,187.10	1.45	54.66
其他收入	13.47	0.06	100.00	327.54	0.43	4.69	866.44	1.06	5.07
合计	22,465.76	100.00	23.04	76,644.64	100.00%	17.92	82,102.93	100.00%	18.27

资料来源：公司审计报告

2. 土地整理业务

公司受秦汉新城管委会委托，从事秦汉新城区域内一级土地开发整理。依据《土地一级开发框架协议书》，土地一级开发收入根据项目完成情况按季度或者年度结算；公司根据项目实际支出的土地一级开发的直接成本和间接成本以及相应的委托开发收益以预结算确认书的方式进行预结算；在项目验收后再以土地一级开发总费用的决算审核报告进行最终的决算并确认收入。2012~2014 年，公司土地整理业务分别实现收入 1.96 亿元、7.15 亿元和 7.56 亿元。公司完成土地整理及决算后，土储中心将组织进行土地出让，待土地出让后秦汉新城管委会将拨付相应土地决算确认的款项，故导致公司土地整理业务收入确认与实际收现存在一定时滞性。2012~2014 年，公司上述土地整理业务实际收到现金分别为 0.71 亿元、3.56 亿元和 7.95 亿元。

截至 2014 年底，公司账面土地整理成本尚有 17.64 亿元（在存货科目中体现），主要有第四军医大学教研中心、西部机场集团生活基地、西藏民院项目、西咸健康城等项目的土地整理支出。

秦汉新城区域总面积 303 平方公里，规划建设面积 50 平方公里，合计 75,000 亩，截至 2014 年底，秦汉新城已完成土地征收（只涉及征地，不涉及拆迁）35,427.44 亩，供应土地（采取划拨与出让的方式）13,608.15 亩。其中，2014 年全年土地供应 6,119.73 亩，完成土地征收 9,225.19 亩，拆迁 600 亩。未来几年，秦汉新城每年的供地计划均在 5,000 亩以上，其中出让方式供地年均超过 2,000 亩。

总体上看，公司作为秦汉新城区域内唯一的土地整理主体，未来土地整理业务可持续性较强，对公司未来收入的实现形成一定支撑。

3. 工程建设服务

公司受秦汉新城管委会委托，从事秦汉新城内基础设施项目的代建，包括保障性住房、安置性住房、道路、清华中学、渭河综合治理、渭河景观带、咸阳博物院、秦文化园、秦文化遗址公园等项目。依据《项目委托代建框架协议》，项目实行全过程代建，包括土地征迁、前期设计、施工建设、工程竣工结算，竣工验收，项目后期评估，竣工档案资料整理等，以及项目建设相关的其他工作。2012~2014 年，公司分别完成工程代建投资 7.65 亿元、12.00 亿元和 14.82 亿元。

经营模式方面，秦汉新城管委会给予公司 3% 的成本加成比例作为项目代建管理费；秦汉新城管委会以货币资金形式向公司支付代建资金，委托代建项目总费用包括代建项目成本费用、委托代建管理费；每年年底对账并确认代建管理费，待项目完工后，秦汉新城管委会以季度末或年末为节点统一支付代建管理费。2012~2014 年，公司工程建设服务分别实现收入 0.23 亿元、0.36 亿元和 0.44 亿元，均已实际到位。

建设资金平衡方面，其中，对于本次债券的三个募投项目，根据 2014 年 8 月 7 日陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会专项问题会议纪要（第 26 号）（以下简称“26 号会议纪要”），募投项目三个安置房项目销售价格按照“覆盖建造成本并略有盈利”的原则确定，结合该区域平均建造成本情况，参照该区域商品房当前市场均价 60%的水平，初步确定上述安置房按 3,000 元/平方米的指导价对被拆迁户进行限价销售；与安置房配套的车库、商铺及其他建筑，按照市场化原则进行定价和销售，同等条件下优先销售给被拆迁户。整体看，三个募投项目资金回笼较有保障，预期滞销风险较低。对于其他安置房及基础设施项目，待项目竣工结算后，秦汉新城管委会将在五年内分期支付代建成本。

会计处理方面，公司将每年年底确认的代建管理费确认为当年收入，将已投入但尚未完工决算的代建项目成本计入“存货”科目中，将由代建项目成本投入而造成的现金流出计入“支付其他与经营活动有关的现金”科目中；待代建项目完工决算后，对应项目的成本费用移出“存货”并结转到“其他应收款”，相应应收代建成本费用不计入“营业成本”。

截至 2014 年底，公司存货中代建工程项目支出合计 34.59 亿元，主要有博物院建设项目、代建安置房及公租房项目、渭河生态景观带及综合治理项目、清华附属中学等。

截至 2014 年底，由于代建的工程项目均未达到竣工结算条件，公司存货中的代建工程项目均未结转至其他应收款中，且尚未收到政府回购款。政府回购资金来源主要来源于秦汉新城税收收入与土地出让收入，待项目竣工后，秦汉新城管委会将制定回购计划，并具体落实回购资金来源，联合评级将持续关注回购资金到位情况。

总体上看，公司在建基础设施项目已完成投资规模较大，未来回购款的到位情况受政府结算进度影响较大，公司存在一定的资金周转压力。

4. 地产开发项目

公司下属全资子公司陕西西咸新区秦汉房地产开发有限公司主要负责秦汉新城区域内的房地产项目开发，目前开发的商业地产项目主要有兰池大厦、秦汉佳苑以及规划展览中心等。其中主要业务收入是出租规划展览中心取得的租赁收入，2012~2014 年分别为 583.96 万元、1,188.65 万元和 1,187.10 万元；此外，兰池大厦项目尚处于起步阶段，已完成土地的招拍挂并交纳土地出让金。

总体上看，公司地产开发项目已实现的销售和租赁收入虽逐年增长，但规模不大，该板块对公司整体收入的贡献有限。

5. 在建及拟建项目

伴随着秦汉新城内城镇化进程的推进，公司承建的基础设施项目将逐渐加大，资金投入将逐步增加。截至2014年底，公司在建、拟建项目合计总投资151.77亿元，已完成投资35.19亿元，尚需投资116.58亿元；2015年，公司拟投入26.1亿元。

总体上看，公司未来投资规模较大，在地方平台融资空间较前期有所收紧的背景下，公司存在较大的外部融资压力。

表10 公司主要项目建设情况（单位：万元）

项目名称		项目工期	总投资	截至2014年底已投资	2015年计划投资
基础设施建设项目	渭河生态景观带	2013-2015	54,350	48,378.06	5,971.94
	渭河生态综合治理	2012-2017	200,000	93,054.78	20,000
	清华中学	2013-2016	52,224	27,000	7,500

	博物院建设项目	2014-2018	84,000	10,384.4	10,000
	渭河生态景观带秦韵广场	2014-2015	2,600	1,144.04	1,455.96
小计			393,174	179,961.28	4,4927.9
保障房项目	渭柳佳苑二期	2014-2016	106,259	44,773	45,234
	周礼佳苑一期	2014-2017	70,400	35,853	10,000
	兰池佳苑一期	2014-2018	113,600	48,160	18,764
	望贤小区一期	2013-2015	75,335	11,900	5,000
	秦韵佳苑	2013-2015	80,498	31,250	44,212
小计			446,092	171,936	123,210

资料来源：公司提供

表11 未来公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	2015年计划投资
酒庄路	南起兰池三路，北至兰池四路，道路全长 1.03km，红线宽度 20m，主要包括道路、雨水工程、污水工程、给水工程，主要解决张裕酒庄及空港新城排水	11,986	11,986
兰池四路	西起正阳大道，东至梁村，道路全长 3.25km，红线宽度 50m，主要包括道路工程、雨污水工程、电力管沟工程	16,660	9,660
机场专线秦汉立交工程	机场专线与兰池大道相交处开口，采用单喇叭立交方式，设计长度约 2km	33,430	4,000
天汉大道	天汉大道是秦汉新城一条重要的东西向主干道。本段道路全长 6,885 米，红线宽度 50 米；主要配套张裕酒庄等项目，解决周陵和塬北两个板块之间的交通问题、塬北板块的供水问题	35,279	6,960
秦风佳苑安居小区	位于高庄办洋泾大道以北，汉通二路以南，秦风六路以西，秦兴大道以东	89,787	2,000
秦兴佳苑安居小区	位于周陵办天工二路西段以南，汉赋路以北，秦直四路以西，秦直三路以东，总建筑面积 571,880 平方米，共 24 栋 3,217 套住宅，同时配建幼儿园、商业及其他配套建筑物	171,525.5	21,849
望贤小区二期	位于渭城办望贤路以北，洋泾大道以西，总建筑面积 306,835.65 平方米，共 2,068 套，同时配建幼儿园、商业及其它配套建筑	83,848.26	6,605
秦宫佳苑	位于韩家湾天汉大道以北，汉都东二路以南，秦韵大道以东，秦盛六路以西，总建筑面积 35,4861 平方米，1,968 套，同时配建有幼儿园、商业及其它公共配套建筑物	93,956.97	9,973
兰池佳苑二期	位于正阳办兰池二路以北，兰池四路以南，西邻机场中线，东接光伏三路。总建筑面积 496,955.25 平方米，共 2,945 套。同时配建有幼儿园、学校、商业及其他公共配套建设	141,897.8	19,916
小计		678,370.53	92,949

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2012~2014 年，公司应收账款周转率分别为 1.80 次、2.52 次和 1.68 次。2014 年，公司应收账款周转率较上年降低主要为应收股东秦汉新城管委会土地整理业务的账款所致。2012~2014 年，公司存货周转率小幅度波动，分别为 0.11 次、0.25 次和 0.15 次，其中 2014 年存货周转次数较上年下降主要系代建的工程项目均未达到竣工结算条件导致存货大幅增加所致。2012~2014 年，公司总资产周转率分别为 0.06 次、0.16 次和 0.11 次，波动下降，其中 2014 年较上年下降主要系公司资产规模大幅增加所致。

总体看，公司整体经营效率尚可，符合公司所在行业特点。

7. 经营关注

由于秦汉新城发展时间较短，且正处于发展建设阶段，一般预算收入规模较小，土地出让金收入在财政收入中占比较高，区域经济环境及财政实力有待进一步提升。

公司在建基础设施项目已投入资金规模较大，未来回购款的到位情况受政府结算进度影响较大，且回购资金来源对区域内土地出让依赖性较高，公司存在一定的资金周转压力。同时，公司土地开发及基础设施建设投资规模大，债务规模快速增长，未来资本性支出压力较大。

公司担保比率高，存在一定或有负债风险。

8. 未来发展

公司的发展总体定位为：按照“政府引导、市场机制、企业运作”的指导思想，以秦汉新城特色为重点，发挥秦汉新城的文化优势和生态优势，通过产业经营和资本经营，打造自身造血功能，在着力推动秦汉新城开发建设的同时，实现国有资产的保值增值。

公司的发展目标为，通过有效的管理机制和商业模式的创新，肩负新区重大基础设施建设任务，以新型城乡一体化和文化旅游为重点，基础设施建设、房地产开发和金融为依托，形成集团发展的“产融结合”模式，构筑资本平台。创新城市建设模式，构建完备产业体系，致力于成为“管理创一流、投资上规模、发展超常规”的投融资平台企业的创新性领跑者。搭建和推动集团与社会资源互动合作，服务政府，助推秦汉新城发展，为秦汉新城构建“生态之城、文化之城”作出贡献。

未来五年，公司将结合其拥有的区域主导优势、区位优势和政策优势，形成以城乡一体开发与文化旅游为核心业务，以基础设施建设、金融业务与房地产业务为战略性支撑性业务的“二加三”产业布局，通过“成片开发、封闭运行”模式的实施带动区域地价整体升值；区域升值推动融资、投资、经营功能的实现，最终实现公司的发展目标。

总体上看，公司承担着对秦汉新城进行整体开发建设的重要任务，因而受到了秦汉新城管委会的大力扶持，同时储备了区内较多的项目资源，发展前景良好，业务规模及经营范围有望不断扩展。但同时，由于目前秦汉新城发展时间较短，且正处于发展建设阶段，区域经济环境及财政实力有待进一步提升；公司目前项目投资规模较大，代建项目投资支出的收回还有赖于土地出让的实现以及区域经济环境的逐步提升。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年度三年连审财务报表经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围变化来看，2013年公司新增4家公司，分别为公司出资5,000万元设立的陕西西咸新区秦汉房地产开发有限公司、出资500万元设立的陕西西咸新区秦汉物业管理有限公司、出资2,000万元设立的陕西西咸新区秦汉物资供应有限公司以及出资2,000万元设立的陕西西咸新区秦汉文化旅游有限公司。2014年，合并范围无变化。公司新增的子公司均为公司投资设立并全资控股，由于新成立子公司资产规模和业务规模相对较小，近年来公司财务数据可比性较好；新增子公司均为满足公司业务需求而设立，使得财务数据能够反映出公司实际的发展及业务增长。

截至2014年底，公司合并资产总额93.41亿元，负债合计52.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计40.76亿元。2014年，公司实现营业收入8.21亿元，净利润（含少数股东损益）

2.70 亿元，经营活动产生的现金流量净额-24.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.48 亿元。

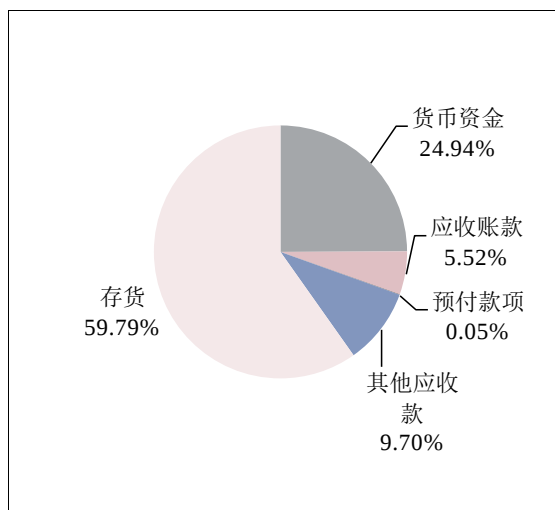
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额保持快速增长，年复合增长 64.18%，主要是货币资金和存货增加所致。截至 2014 年底，公司资产总额 93.41 亿元，同比增长 56.26%，主要是由于存货和货币资金增长所致。截至 2014 年底，公司资产构成中流动资产和非流动资产分别为 88.99 亿元和 4.43 亿元，分别占资产总额的比重为 95.26%和 4.74%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈快速增长态势，年复合增长率为 65.55%。截至 2014 年底，公司流动资产为 88.99 亿元，较 2013 年底增长 54.74%，主要来自货币资金、其他应收款和存货的增加。公司流动资产构成主要以货币资金（占 24.94%）、应收账款（占 5.52%）、其他应收款（占 9.70%）和存货（占 59.79%）为主，如下图所示：

图 2 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2012~2014 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率 67.47%。截至 2014 年底，公司货币资金 22.19 亿元，较上年年末 70.41%，公司货币资金由现金、银行存款和其他货币资金构成。其中银行存款为 12.48 亿元，占全部货币资金的 56.27%；其他货币资金为 9.69 亿元，占 43.68%。其他货币资金中 69,580 万元系为质押借款提供担保的定期存单；0.73 亿元为银行承兑汇票保证金存款；30 万元为旅行社质量保证金；2.00 亿元为银行定期存单。质押借款定期存单、银行承兑汇票保证金和旅行社质量保证金使用受限，受限资金合计 7.69 亿元。

2012~2014 年，公司应收账款呈快速增长态势，年复合增长率为 98.66%。截至 2014 年底，公司应收账款余额 4.91 亿元，同比增长 1.64%，主要为应收股东秦汉新城管委会土地整理业务的账款，占全部应收账款的 99.97%，账龄在 2 年以内。尽管欠款单位为政府部门，坏账风险低，不计提坏账准备，仍对公司资金造成一定占用。

2012~2014 年，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增长率为 10.27%，截至 2014 年底公司其他应收款余额为 8.63 亿元，较 2013 年底增长 54.72%。2014 年，公司计提坏账准备 10.88 万元，计提比例为 0.01%。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的 99.23%，集中度很高，其中大部分是应收陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司（占 49.49%）及秦汉新城管委会（占 36.24%）的往来款，陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司系

公司股东秦汉新城管委会控股的全资子公司。

表 12 2014 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况（单位：万元、%）

欠款单位	金额	占其他应收款总额的比例
陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司	42,727.25	49.49
陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会	31,296.56	36.25
陕西德桂园实业有限公司	6,000.00	6.95
陈业隆	4,330.00	5.01
咸阳泾渭发展有限公司	1,330.00	1.54
合计	85,683.81	99.24

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司存货不断增长，年均复合增长率为 81.29%，截至 2014 年底公司存货为 53.21 亿元，同比增长 56.38%。公司存货主要由土地整理项目 17.64 亿元（占 33.14%）、代建工程项目 34.59 亿元（占 65.01%）和自营房地产开发项目 0.98 亿元（占 1.85%）构成。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产波动中快速增长，三年年均复合增速为 42.23%。截至 2014 年底，公司非流动资产为 4.43 亿元，同比增长 94.86%，主要系可供出售金融资产大幅增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 49.45%）和可供出售金融资产（占 47.12%）构成。

2012~2014 年，公司投资性房地产保持相对稳定，年均复合增速为 1.45%，截至 2014 年底，公司投资性房地产为 2.19 亿元，同比增长 5.60%。公司投资性房地产全部为采用成本计量模式入账的规划展览中心房屋。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增速为 921.03%，截至 2014 年底，公司可供出售金融资产为 2.09 亿元，同比大幅增长 103.25 倍，主要系新增对陕西秦农农村商业银行股份有限公司的投资款 2.03 亿元，以及对陕西秦汉文化产业投资发展有限公司缴纳第二期注册资本 400 万元。

总体来看，公司资产规模保持持续快速增长，构成以流动资产为主；流动资产中存货占比大，流动性较弱，其他应收款坏账计提比例较低，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，三年年复合增长 43.52%，主要源自实收资本、资本公积及未分配利润的增长。2014 年公司实收资本的变动主要源于股东秦汉新城管委会于 2014 年 12 月以货币资金形式向公司增加注册资本 12.00 亿元。2013 年和 2014 年公司资本公积的变动主要源于股东秦汉新城管委会分别以货币形式增加对公司的资本性投入 2.10 亿元和 2.00 亿元。截至 2014 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）40.76 亿元，同比增长 69.52%，构成中实收资本占 53.97%，资本公积占 32.06%，未分配利润占 12.08%，盈余公积占 1.36%。

总体看，公司近年来所有者权益保持稳定增长态势，其构成主要以实收资本为主，稳定性较好。

负债

2012~2014 年，公司负债呈快速增长态势，年复合增长 88.21%。截至 2014 年底，公司负债总额 52.65 亿元，同比增长 47.34%。公司负债构成中，流动负债占 50.11%，非流动负债占 49.89%，两者基本相当。

2012~2014 年，公司流动负债呈快速增长态势，年复合增长 63.55%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 26.38 亿元，同比增长 37.44%，主要系新增大量一年内到期的非流动负债所致。

截至 2014 年底，公司短期借款为 6.08 亿元，较 2013 年减少 1.92 亿元。其中质押借款 1.33 亿元，质押物为银行定期存款存单下的全部权益或收益权；保证借款 4.75 亿元，担保单位为陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司和陕西西咸新区秦汉新城天汉投资有限公司。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均增长 17.47%。截至 2014 年底，公司应付账款 2.27 亿元，同比增长 36.37%，主要系应付中天建设集团有限公司、安徽水利开发股份有限公司等单位的工程款。

2012~2014 年，公司其他应付款波动下降，年均下降 32.00%，截至 2014 年底，公司其他应付款 1.44 亿元，较 2013 年大幅下降 7.83 亿元，其他应付款主要系应付西安曲江实业有限公司、福建阳光集团有限公司等公司项目保证金。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 15.40 亿元，全部为一年内到期的长期借款，其中保证借款 11.40 亿元，担保单位为陕西西咸新区发展集团有限公司和陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司；质押借款 4.00 亿元，质押物为在银行存单项下的全部权益和收益。

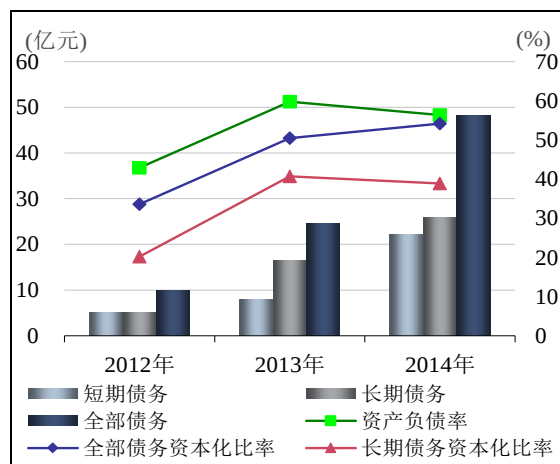
2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年复合增长 129.20%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 26.27 亿元，同比增长 58.84%，公司非流动负债由长期借款和专项应付款构成。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，年复合增长 127.68%。截至 2014 年底，公司长期借款 25.92 亿元，同比增长 57.09%，其中质押借款 7.90 亿元，保证借款为 12.95 亿元，信用借款为 5.07 亿元。

截至 2014 年底，公司专项应付款为 0.35 亿元，较 2013 年底大幅增长。公司专项应付款全部为应付咸阳博物院建设专项资金。

2012~2014 年，公司全部债务分别为 10.00 亿元、24.50 亿元和 48.13 亿元，年均复合增长 119.38%。债务结构以长期债务为主。截至 2014 年底，公司短期债务 22.21 亿元，同比大幅增长，主要系长期借款即将到期而转入短期债务所致，另外 2014 年新增应付票据 0.73 亿元。截至 2014 年底，公司长期债务为 25.92 亿元，全部为长期借款，同比增长 57.09%。2012~2014 年，公司长期债务资本化比率和资产负债率呈波动增长态势，全部债务资本化比率呈持续上升态势，三年加权平均值分别为 35.68%、54.69%和 48.92%。截至 2014 年底，上述指标分别为 38.87%、56.36%和 54.14%，同比分别下降 1.82、下降 3.42 和上升 3.73 个百分点。

图 3 2012~2014 年底公司债务情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司有息债务以长期债务为主，近三年债务规模快速增长，但整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入以土地整理业务收入和工程建设服务收入为主，另有少量房屋租赁收入和其他收入。随着近年来土地整理项目的增加，公司营业收入快速增长，近三年年复合变动 91.17%，其中 2014 年公司实现营业收入 8.21 亿元，较 2013 年增长 7.12%。同期公司营业成本为 6.71 亿元，同比增长 6.66%，增速低于营业收入的增长。公司主营业务盈利能力有所增长，2014 年营业利润率小幅上升到 17.17%，较上年增长 0.30 个百分点。

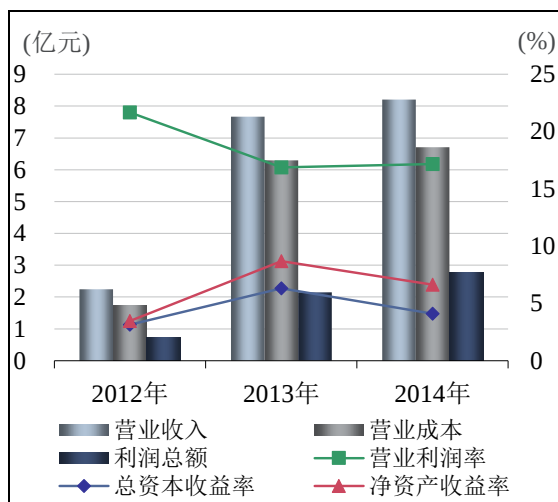
从期间费用看，2012~2014 年公司期间费用（销售费用、财务费用和管理费用）随公司收入规模和债务规模的增长而增长，年均复合增长 90.12%，2014 年为 1.13 亿元，较上年同期增长 6.56%，占主营业务收入的比重为 13.78%，较上年同期下降 0.07 个百分点，公司期间费用控制能力一般。

2012~2014 年，公司营业外收入快速增长，年复合增长 112.88%，三年分别为 0.56 亿元、1.92 亿元和 2.52 亿元，主要为政府补贴。

2012~2014 年，公司利润总额呈快速增长态势，年复合增长 95.44%，其中 2014 年为 2.78 亿元，同比增长 29.42%。

2012~2014 年，公司总资产收益率和净资产收益率呈波动上升态势，三年均值分别为 4.57% 和 6.61%。2014 年，上述指标分别为 4.09% 和 6.63%，公司整体盈利能力较弱，分别较上年下降 2.22 和 2.05 个百分点。

图 4 2012~2014 年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

总体看，公司营业收入保持稳定增长，期间费用控制能力一般，补贴收入对公司利润总额贡献较大，整体盈利能力较弱。

5. 现金流

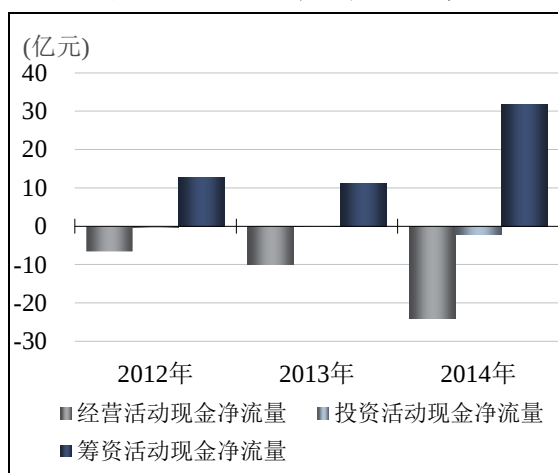
经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金呈逐年增长态势，近三年年复合增长 186.79%，2014 年为 8.24 亿元，同比增长 102.18%；公司收到其他与经营活动有关的现金主要由财政补贴和往来款构成，2014 年为 6.68 亿元，近三年来呈波动增长趋势，年复合增长 44.65%，主要系 2014 年往来款流入较 2012 年增长所致。2012~2014 年公司经营活动现金流入年均复合增长 88.63%，2014 年为 14.92 亿元，同比增长 10.80%。近三年，公司经营活动现金流出快速增长，

年均复合增长 90.17%，其中 2014 年为 39.02 亿元，同比增长 66.92%，主要系 2014 年公司支付其他与经营活动有关的现金大幅增长所致（支付往来款以及项目代建支付的现金）。2012~2014 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-6.60 亿元、-9.91 亿元和-24.10 亿元。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流入较少，2012 年无现金流入，2013 年和 2014 年分别为 21.07 万元、50.09 万元；2012~2014 年投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 155.26%，分别为 0.34 亿元、0.22 亿元、2.21 亿元，2012 年和 2013 年全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，2014 年投资活动现金流出大幅增长主要系新增投资支付的现金 2.07 亿元，为新增对陕西秦农农村商业银行股份有限公司的投资款 2.03 亿元，以及对陕西秦汉文化产业投资发展有限公司缴纳第二期注册资本 400 万元。投资活动现金产生的现金流量净额分别为-0.34 亿元、-0.22 亿元和-2.20 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款和吸收投资，流出主要是偿还债务，分配股利、利润或偿付利息和支付其他与筹资活动有关的现金。2012~2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.75 亿元、11.24 亿元和 31.78 亿元。

图 5 2012~2014 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

总体看，受公司项目投资支出与资金回流不相匹配，以及支付往来款等因素影响，经营活动现金流净额持续为负，且呈逐年扩大趋势，这部分资金缺口主要靠筹资活动资金净流入来平衡；伴随公司在建及拟建项目陆续推进，公司外部融资压力将不断上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率呈波动上升趋势，速动比率均呈波动下降趋势，三年加权平均值分别为 324.34%和 137.52%，截至 2014 年底分别为 337.28%和 135.61%，较 2013 年底分别上升 37.71 和 13.28 个百分点。总体看，考虑到公司流动资产中较大规模的存货、应收账款及其他应收款，公司短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面，2012~2014 年公司 EBITDA 呈增长态势，三年分别为 1.01 亿元、3.19 亿元和 3.79 亿元，EBITDA 结构中利润总额占比较大，近三年占比分别为 71.88%、67.53%、73.56%；同期，公司 EBITDA/全部债务分别为 0.10 倍、0.13 倍和 0.08 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.19 倍、2.09 倍和 1.62 倍。考虑到公司所处的西咸新区享有的政策支持，以及秦汉新城管委会对公司在资金和业务等方面持续而有力的支持，随着西咸新区以及秦汉新城经济环境的不断提升以及财

政实力的持续增强，公司业务规模和经营范围得以扩展，进而公司的收入规模和盈利能力得以提升，对公司偿债能力形成有效支撑，公司整体偿债能力较强。

截至 2014 年底，公司获得银行授信额度为 28.04 亿元，其中尚未使用授信额度 13.70 亿元。公司间接融资渠道较畅通。

截至 2015 年 1 月 23 日，公司对外担保余额共计 30.81 亿元，担保比率为 75.59%，被担保企业为陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司、陕西西咸新区发展集团有限公司西安津东发展有限公司、陕西省空港综合保税区投资有限公司、陕西鸿达水景园艺工程有限公司、陕西省空港民航产业投资有限公司，主要为西咸新区内的国有企业，经营状态正常。整体看，公司担保比率高，存在一定的或有负债风险。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1061040400161320J），截至 2015 年 3 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

近年来，西咸新区秦汉新城财政实力快速增强，地方可支配财力保持较快增长，为公司经营发展提供良好外部环境。公司作为秦汉新城市政基础设施投融资主体之一，得到政府支持力度较大；公司经营业务在区域内具有行业垄断性，经营风险小。总体看，公司整体抗风险能力较强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券发行额度为 14 亿元，是截至 2014 年底全部债务的 29.09%，本次债券的发行对公司现有债务影响较大。

截至 2014 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 56.36%、38.87%、54.14%，以公司 2014 年底报表财务数据为基础，预计本次债券发行后，上述指标将上升至 62.05%、49.48%、60.38%，各项指标上升幅度大，但仍处于较合理水平。

2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为本次债券发行额度的 0.30 倍、0.96 倍和 1.07 倍；公司 EBITDA/本次债券发行额度分别为 0.07 倍、0.23 倍和 0.27 倍，目前公司经营活动产生的现金流量对本次债券保障程度较弱。本次债券设置分期偿还条款，在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别偿还发行额度的 20%，即 2.80 亿元。2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为分期偿还额度的 1.31 倍、2.18 倍和 4.66 倍；2012~2014 年，公司 EBITDA 对分期偿还额度的保障倍数分别为 1.50 倍、4.81 倍和 5.33 倍，各指标显示公司对分期偿还额度的保障程度较强。本次债券设置债券本金分期兑付条款能够有效降低公司集中偿还风险。

3. 募投项目偿债资金保障力度

根据 2014 年 8 月 7 日陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会专项问题会议纪要（第 26 号）（以下简称“26 号会议纪要”），募投项目三个安置房项目销售价格按照“覆盖建造成本并略有盈利”的原则确定，结合该区域平均建造成本情况，参照该区域商品房当前市场均价 60%的水平，初步

确定上述安置房按 3000 元/平方米的指导价对被拆迁户进行限价销售；与安置房配套的车库、商铺及其他建筑，按照市场化原则进行定价和销售，同等条件下优先销售给被拆迁户。整体看，三个募投项目资金回笼较有保障，预期滞销风险较低。根据本期募投项目可研报告，本期三项安置小区项目对安置房、配套商业用房和配套车库的销售可产生较为可观的现金回流，预计于 2017~2019 年期间分别产生约 10.45 亿元、22.29 亿元和 9.93 亿元的销售收入，共计 42.67 亿元，为本次债券本息总和的 2.18 倍，覆盖程度较好，但匹配性弱。

表 13 项目收益分布及其对本次债券募集资金的本息覆盖情况（单位：万元、倍）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	合计
西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目			57,423	105,275	28,711				191,409
西咸新区秦汉新城秦官佳苑安居小区建设项目			37,683	69,086	18,842				125,610
西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目			21,932	54,828	32,897				109,656
收入合计			104,476	222,908	99,291				426,675
本次债券本金偿付				28,000	28,000	28,000	28,000	28,000	140,000
本次债券利息支付		11,200	11,200	11,200	8,960	6,720	4,480	2,240	56,000
本息合计		11,200	11,200	39,200	36,960	34,720	32,480	30,240	196,000
项目收入对本次债券本息覆盖倍数	2.18								

资料来源：《陕西省西咸新区秦汉新城兰池佳苑安居小区二期建设项目可行性研究报告》、《陕西省西咸新区秦汉新城秦官佳苑安居小区建设项目可行性研究报告》和《西咸新区秦汉新城望贤小区二期建设项目可行性研究报告》

注：本次债券利息预计为 8%

总体上看，本次债券的发行对公司现有债务影响大。募投项目现金回流对本次债券本息保障能力较好，但匹配度弱。本次债券设置了分期偿还本金的条款，降低了公司集中偿付压力。

十、债券保护条款分析

1. 设立偿债账户与监管账户

本次债券将设立偿债账户和监管账户。偿债账户是公司在监管银行处开立的专门用于支付本次债券本息的资金账户，募集资金账户是公司在监管银行处开立的专门用于本次债券募集资金存放和使用的银行账户。本次债券监管银行北京银行股份有限公司西安分行（以下简称“北京银行西安分行”）将按照《偿债账户监管协议》和《募集资金账户监管协议》对偿债账户和募集资金账户进行监督和管理，以保障本次债券本息的偿付。

2. 聘请债权代理人

为维护全体债券持有人的合法权益，公司聘请北京银行股份有限公司西安分行担任本次债券的债权代理人，并为之签署了《债券债权代理协议》。债权代理人作为本次债券全体债券持有人的代理人处理本次债券的相关事务，维护债券持有人的利益。此外，公司还与北京银行西安分行共同制定了《债券持有人会议规则》，严格约定在有可能导致本次债券持有人利益受损的情况下，应按照《债券持有人会议规则》的规定召集债券持有人会议，并按约定的规则议事和形成决议，保障债券持有人的利益。

十一、结论

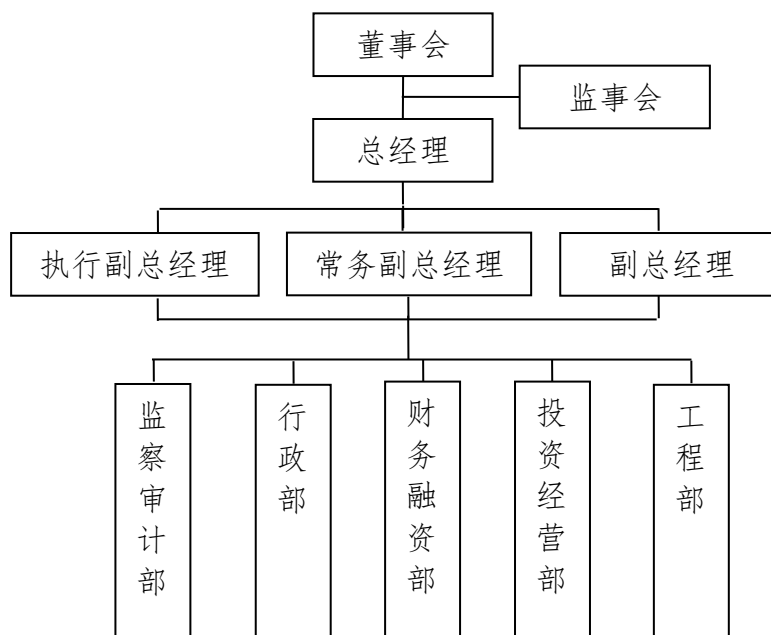
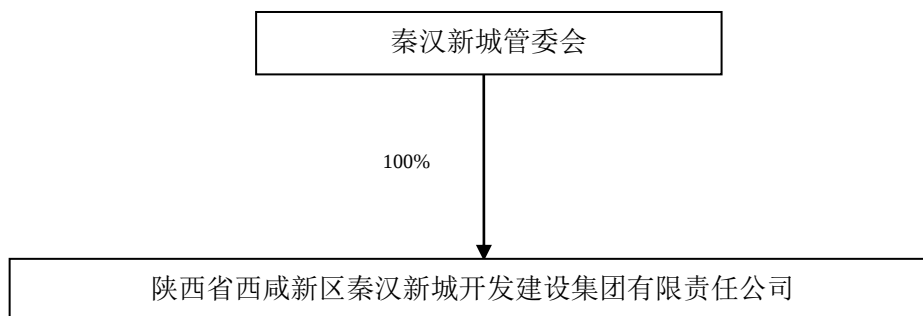
西咸新区为国务院批准设立的国家级新区之一，区域发展规划明确，受国家政策支持力度大。作为西咸新区五大组团之一，秦汉新城依托其区域特点重点发展新型城乡一体化和文化旅游，发展前景良好，为公司未来发展提供了良好的外部环境。

公司是陕西省西咸新区秦汉新城土地整理和基础设施的投资与建设的重要主体，承担了秦汉新城土地整理和重点建设项目的投资与建设的任务。秦汉新城管委会在资金资产入、财政补贴及代建业务等方面给予公司持续而有力的支持。

本次债券设置债券本金分期兑付条款，降低集中偿还风险，募投项目现金回流对本次债券本息保障能力较好；本次债券设立专项偿债账户，由北京银行西安分行实施监管。

基于公司主体信用状况以及对本次债券的偿债能力综合分析，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1 陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司 股权结构图及组织结构图



附件 2 陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司

2012 年~2014 年主要财务指标

(单位：人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	34.66	59.78	93.41
所有者权益	19.79	24.05	40.76
短期债务	5.00	8.00	22.21
长期债务	5.00	16.50	25.92
全部债务	10.00	24.50	48.13
营业收入	2.25	7.66	8.21
净利润	0.68	2.09	2.70
EBITDA	1.01	3.19	3.79
经营性净现金流	-6.60	-9.91	-24.10
应收账款周转次数 (次)	1.80	2.52	1.68
存货周转次数 (次)	0.11	0.25	0.15
总资产周转次数 (次)	0.06	0.16	0.11
现金收入比率 (%)	44.59	53.17	100.36
总资本收益率 (%)	3.15	6.31	4.09
总资产报酬率 (%)	2.84	6.62	4.86
净资产收益率 (%)	3.46	8.68	6.63
营业利润率 (%)	21.69	16.87	17.17
费用收入比 (%)	13.93	13.85	13.78
资产负债率 (%)	42.89	59.78	56.36
全部债务资本化比率 (%)	20.17	40.69	38.87
长期债务资本化比率 (%)	33.57	50.47	54.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.19	2.09	1.62
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.13	0.08
流动比率 (倍)	329.16	299.57	337.28
速动比率 (倍)	165.04	122.34	135.61
现金短期债务比 (倍)	0.45	0.96	0.37
经营现金流流动负债比率 (%)	-66.88	-51.64	-91.35
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.07	0.23	0.27

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。