

西安曲江文化控股有限公司

2020 年度第一期中期票据
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【839】号 02

分析师

姓名：
龚程晨 杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
gongchc@cspengyuan.
com

评级日期：
2020年8月20日

中证鹏元资信评估股
份有限公司
地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大
厦3楼
电话：0755-82872897
网址：
www.cspengyuan.com

西安曲江文化控股有限公司 2020 年度 第一期中期票据信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AAA
发行规模：5 亿元	评级展望：稳定
债券期限：5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权	
债券偿还方式：单利按年计息，不计复利，到期一次还本	
发行目的：用于偿还公司有息债务	

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对西安曲江文化控股有限公司（以下简称“曲江文化”或“公司”）本次拟发行 5 亿元中期票据（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券债务安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到西安市文化旅游资源丰富，曲江新区系西安市城市发展新区，发展定位较高，管辖辐射多个飞地景区，财税来源稳定；公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，打造并运营管理西安市众多标志性旅游景点，且业务多元化发展，文化产业（工程）业务和景区基础设施建设持续性较好，房地产项目所在区位较好；政府给予了公司较大力度的支持。同时中证鹏元也关注到，公司承担的文化产业工程和景区基建任务较重，投资回收期较长，未来债务规模或将进一步上升；公司资产负债率占比较高，对公司资金形成较大规模占用；公司新并购的超市零售业务经营欠佳；COVID-19 疫情对公司文化旅游业务产生的不利影响。

正面：

- 西安市文化旅游资源丰富，曲江新区系承接西安市文化产业和旅游资源的城市发展新区，系西安市打造旅游城市的重要抓手，发展定位较高。2019 年西安市累计接待国内外游客 3.01 亿人次，比上年增长 21.7%；西安市政府积极促进文旅产业成为西安最具核心竞争力的支柱产业，力争 2022 年文化产业和旅游业增加值占 GDP15%以上，为公司文化旅游业务的发展提供良好的契机。曲江新区整合西安市文化旅游资源，管辖范围打破行政区限制，辐射多个飞地景区，实际管理面积

接近 300 平方公里，工商税收与飞地行政区分成，土地出让金及契税收入由曲江新区财政局征管，较稳定的财税体制为曲江新区的建设发展提供了资金保障，曲江新区已成为陕西文化、旅游产业发展的标志性区域。

- **公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，综合实力强。**由公司打造并运营管理的大雁塔北广场、大唐不夜城、大明宫遗址区、西安城墙景区、临潼旅游休闲度假区等景区已成为西安市标志性旅游景点，公司运营管理的景区资源丰富。同时，公司文化旅游业务构建起了集景区运营、电影电视、文化演出、会展、出版和商业的多门类业务，打通文化旅游全产业链，业态类型多样，综合实力强。
- **围绕文化旅游业务，公司业务多元化发展，营业收入持续快速增长。**公司业务板块涵盖文化旅游经营、文化产业（工程）业务、景区基础设施建设、房地产开发、和超市零售五大板块，围绕文化旅游资源的经营整合，各板块之间协同发展，2017-2019 年，公司分别实现营业收入 96.75 亿元、135.89 亿元和 170.37 亿元，营业收入快速增长。公司景区基础设施建设、文化产业（工程）项目和房地产业务在建和拟建项目较多，截至 2020 年 3 月末合计总投资达 779.76 亿元，业务持续性较好；西安市房地产市场较为活跃，公司在手尚未销售的房地产项目较多，且所在区位较好，预计短期内能为公司收入提供较好支撑。
- **外部的大力支持，有效提升了公司的资本实力。**2017-2019 年公司收到各类政府补助资金分别为 1.38 亿元、1.59 亿元和 3.00 亿元，近五年西安曲江新区管理委员会（以下简称“曲江新区管委会”）通过资产划拨等方式合计增加公司资本公积 86.17 亿元，外部支持有效提升了公司资本实力。

关注：

- **公司承担的文化产业工程和景区基建任务较重，投资回收期较长，债务规模未来或将进一步上升。**公司承担的文化产业工程和景区基础设施建设任务较重，截至 2020 年 3 月末公司主要在建及拟建项目尚需投资超过 365.65 亿元，而文化产业工程项目投资回收期较长，景区基础设施建设代建项目资金回笼情况受当地政府财政资金安排具有一定不确定性，未来公司债务规模或将进一步上升。
- **公司资产中应收款项类占比较高，对公司资金形成较大规模占用。**截至 2019 年末，公司应收款项类账面价值合计 462.77 亿元，占总资产的比重为 34.41%，应收账款主要系政府部门的代建费、回购款以及相关工程款，其他应收款主要系往来款，回

收时间具有一定不确定性，应收款项类规模较大，对公司资金形成明显占用。

- **关注人人乐公司零售业务的经营及发展情况。**2019年7月公司收购人人乐连锁商业集团股份有限公司（以下简称“人人乐公司”，股票代码：002336）进入超市零售业，受零售业面临线下同质化竞争、成本不断上升以及网络零售消费分流的影响，2017-2019年人人乐公司扣非净利润持续亏损，经营欠佳。
- **关注 COVID-19 疫情对公司旅游业务的影响。**2020年上半年受新型冠状病毒肺炎疫情影响，旅游相关需求短期出现较大幅度下滑，公司景点门票、酒店业务、景区运营和会展等文化旅游相关业务短期内承压，2020年1-3月公司实现文化旅游经营收入3.65亿元，同比下降约39.7%，需持续关注本次疫情对公司文化旅游业务发展的影响。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2019年末，公司对外担保金额共计42.44亿元，占期末所有者权益的比例为14.57%，被担保企业均为西安曲江新区内国有企业，均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

未来展望：

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	14,274,507.52	13,450,246.24	11,654,611.62	11,025,239.66
所有者权益	3,119,024.61	2,913,130.84	2,606,924.45	2,519,182.43
有息债务	6,815,868.61	6,096,790.93	5,614,722.36	5,770,103.04
资产负债率	78.15%	78.34%	77.63%	77.15%
现金短期债务比	0.81	0.81	1.28	2.23
营业收入	354,556.71	1,703,746.27	1,358,926.22	967,464.37
其他收益	3,345.31	17,804.97	15,052.35	13,524.38
营业外收入	1,897.41	20,145.88	1,768.80	12,263.26
利润总额	-51,151.96	119,062.15	68,031.85	52,139.08
综合毛利率	21.12%	27.15%	18.60%	20.44%
EBITDA	-	308,596.13	232,704.89	200,900.76
EBITDA 利息保障倍数	-	1.35	0.88	0.80
经营活动现金流净额	-422,408.14	-68,742.54	530,874.33	-418,153.82
收现比	1.32	1.17	1.32	1.00

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

本次评级使用的评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分结果	评分指标	指标评分
业务状况	优秀	GDP 规模	5
		GDP 增长率	4
		地区人均 GDP/全国人均 GDP	4
		公共财政收入	5
		区域风险状况调整分	0
		区域风险状况等级	最低
		业务竞争力	6
		业务持续性和稳定性	7
		业务多样性	4
		经营状况等级	非常强
财务风险状况	很小	有效净资产规模	6
		资产负债率	2
		EBITDA 利息保障倍数	6
		现金短期债务比	7
		收现比	7
指示性信用评分			aaa
调整因素			调整幅度
无			0
独立信用状况			aaa
外部特殊支持调整			0
城投公司信用等级			AAA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
无	-	-	-	-	-

一、发行主体概况

公司是由曲江新区管委会和西安曲江文化产业发展中心共同投资设立的国有控股公司，成立于2012年10月16日，初始注册资本10.00亿元；其中曲江新区管委会以货币形式认缴出资9.90亿元，股权占比99.00%，西安曲江文化产业发展中心以货币形式认缴出资额0.1亿元，股权占比1.00%。2012年10月19日，曲江新区管委会对公司增资8.00亿元，同时将持有的西安曲江文化产业投资（集团）有限公司（以下简称“曲江文投”）股权出资40.02亿元和西安曲江楼观道文化展示区开发建设有限公司（以下简称“楼观道文化公司”）股权出资1.98亿元向公司出资，本次增资完成后，公司注册资本增加至60.00亿元。后经历次增资，截至2020年5月末，公司注册资本和实收资本均为100.00亿元，实际控制人为曲江新区管委会，曲江新区管委会系西安市人民政府的派出机构，在辖区范围内履行市级管理权限，全面负责曲江新区的规划、建设、开发、管理等工作，属市政府直属事业单位，局级建制，由西安市人民政府任命。公司产权及控制关系见附录二。

公司主营业务包括旅游经营、文化产业（工程）项目、景区基础设施建设和房地产开发业务，2019年7月收购人人乐公司进入超市零售业务，截至2019年末，公司纳入合并范围一级子公司共9家，具体情况见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：西安曲江文化控股有限公司2020年度第一期中期票据；

发行总额：注册金额25亿元，本期发行5亿元；

债券期限和利率：5年期，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，本期中期票据采用固定利率方式；

还本付息方式：单利按年计息，不计复利，到期一次还本。

三、本期债券募集资金用途

本期债券发行规模5亿元，拟全部用于偿还有息债务。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有

望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、财政部联合发布《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，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。3 月，财政部发布《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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善

解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）行业及区域环境

西安市经济保持较快发展，综合经济实力较强；西安市政府积极促进文化旅游产业融合发展，文旅产业有望成为西安市具有核心竞争力的重要支柱产业，为公司文化旅游业务的发展提供了较好的契机

西安市是陕西省省会，是国家明确建设的3个国际化大都市之一、全国第9个国家中心城市、国家重要的科研、教育和工业基地、联合国科教文组织1981年确定的“世界历史名城”。西安市是“一带一路”上的重要支点城市、新亚欧大陆桥中国段的西部中心城市，位于中国的几何中心和大地原点，地处关中平原中部，北濒渭河，南依秦岭，八水绕长安。全市下辖新城、碑林、莲湖、雁塔、灞桥、未央、阎良、临潼、长安、高陵、鄠邑11个区，蓝田、周至2个县。西安市总面积1.01万平方公里，市区规划面积865平方公里，城市建成区面积565.75平方公里，截至2019年末，全市常住人口1,020.35万人。

近年来，西安市委、市政府确立了“五大主导产业”（高新技术产业、装备制造业、旅游产业、现代服务业、文化产业）的发展重点和“五区一港两基地”（国家级西安高新技术产业开发区、国家级西安经济技术开发区、曲江国家文化产业示范园区、浐灞生态区、沣东新城、西安国际港务区、西安阎良国家航空高技术产业基地、西安国家民用航天产业基地）的发展格局。2017-2019年西安市地区生产总值分别为7,469.85亿元、8,349.86亿元和9,321.19亿元，按可比价格计算，增速分别为7.7%、8.2%和7.0%，2019年经济增速在全

国9个国家中心城市中排名第二，经济保持较快发展。其中，2019年西安市第一产业增加值为279.13亿元，同比增长4.3%；第二产业增加值3,167.44亿元，同比增长7.6%；第三产业增加值5,874.62亿元，同比增长6.8%。三次产业结构由2017年的3.8：34.7：61.5调整为2019年的3.0：34.0：63.0，第三产业是区域主导产业，且其对经济增长的贡献不断提升。2019年西安市人均GDP为92,256元，为同期全国人均GDP的130.14%，经济发展水平较好。

从拉动经济增长的三大要素来看，2017-2019年西安市固定资产投资增速分别为12.9%、8.4%和1.1%，呈现明显下滑趋势。2019年房地产开发投资同比下降2.1%，其中住宅投资增长9.0%，办公楼投资下降9.0%，商业营业用房投资下降39.4%，商业性房地产开发投资收缩幅度较大。

消费是近年支撑西安市经济增长的重要因素，2017-2019年西安市社会消费品零售总额增速分别为10.5%、9.6%和6.0%，增速逐年下滑。按零售的商品类型分类，2019年零售总额中粮油、食品类、化妆品类、金银珠宝类、家具类、建筑及装饰类增长较多，汽车类、石油及制品类、通讯器材类、家用电器和音像器材类有所下降。

旅游相关收入是西安市消费增长的重要支撑，近年西安市围绕《长恨歌》《梦长安》等大唐文华打造了多个旅游热点，临潼区成为国家首批全域旅游示范区，曲江新区荣获5A级景区，其中大唐不夜城入选全国首批高品位步行街试点。2019年西安市累计接待国内外游客3.01亿人次，比上年增长21.7%，实现旅游业总收入3,146.05亿元，增长23.1%，获评全球20个热门旅游目的地和全国夜间经济十强城市。2019年12月，西安市政府出台了西安市关于加强文化建设促进文化旅游融合发展实施意见》（以下简称“《实施意见》”）和《西安市加强文化建设促进文化旅游产业融合发展三年行动方案（2020-2022年）》（以下简称“《方案》”），在《实施意见》中明确提出，西安市文旅融合的发展目标是将文旅产业成为全市具有核心竞争力的重要支柱产业，努力使西安成为丝路文化高地、国际文化旅游中心、传承中华文化的世界级旅游目的地城市，到2022年，文化产业和旅游业增加值占GDP15%以上，全年接待境内外游客突破3.5亿人次，旅游业总收入达到5,000亿元。

《方案》明确了未来三年西安加强文化建设促进文化旅游产业融合发展的三大目标：2020年深化文化旅游供给侧结构性改革，加快建设国家全域旅游示范市；2021年深入推进文化旅游产业融合发展，建成一批引领全国、国际知名的文旅品牌，初步建立特色鲜明、附加值高、成长性好的文旅融合现代产业体系；到2022年，高质量发展的文旅融合现代产业体系基本形成，文旅产业成为西安具有核心竞争力的支柱产业，基本建成国际文化旅游中心、传承中华文化的世界级旅游目的地城市。但2020年初新冠疫情对个人出行造成了较大不便，且当前海外疫情形势依然严峻，预计对西安市旅游相关经济造成一定不利影响。

整体上看，近年西安市经济体量不断增长，经济发展水平较好，总体实力较强，但拉动经济增长的主要动力有所减弱。西安积极促进文化旅游产业融合发展，打造国际文化旅游中心、传承中华文化的世界级旅游目的地城市，西安市政府积极促进文化旅游产业融合发展，目标将文旅产业打造成西安市具有核心竞争力的重要支柱产业，为公司文化旅游业务的发展提供了较好的契机。

表1 西安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	9,321.19	7.0%	8,349.86	8.2%	7,469.85	7.7%
第一产业增加值	279.13	4.3%	258.82	3.3%	281.12	4.6%
第二产业增加值	3,167.44	7.6%	2,925.61	8.5%	2,596.08	5.5%
第三产业增加值	5,874.62	6.8%	5,165.43	8.3%	4,592.65	9.2%
工业增加值	1,868.86	6.6%	1,874.36	9.0%	1,677.48	5.8%
固定资产投资	-	1.1%	-	8.4%	7,556.47	12.9%
社会消费品零售总额	-	6.0%	4,658.72	9.6%	4,329.51	10.5%
进出口总额	3,243.06	-1.8%	3,303.87	29.6%	2,545.41	39.1%
存款余额	23,340.84	9.8%	21,266.72	4.4%	20,378.11	4.6%
贷款余额	22,436.65	12.8%	19,891.60	16.0%	17,155.11	10.4%
人均 GDP（元）		92,256		85,114		78,346
人均 GDP/全国人均 GDP		130.14%		131.67%		131.32%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：西安市 2017-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年西安市实现一般公共预算收入702.56亿元，同比增长10.8%，其中税收收入580.75亿元，占一般公共预算收入的比重为82.66%。2019年西安市一般公共预算支出1,247.99亿元，同比增长8.3%，财政自给率为56.30%。

曲江新区管委会作为西安市的派出机构，所管辖区打破地理限制，横跨多个行政区域，未来发展空间较大；曲江新区作为首批国家级文化产业示范园区，文化产业及旅游产业发展迅速，系西安打造旅游城市的重要抓手

曲江新区位于西安市东南部，是陕西省、西安市确立的以文化产业和旅游产业为主导的城市发展新区，是西安建设国际化大都市的重要承载区，是国家文化部授予的首个国家级文化产业示范区。曲江新区原名西安曲江旅游度假区，是陕西省人民政府于1993年批准设立的省级旅游度假区，原规划面积15.88平方公里，2009年西安市政府扩大曲江新区建设管理区域至51.5平方公里。2003年7月，经西安市人民政府批准，西安曲江旅游度假区更名为西安曲江新区，定位为以发展文化产业、旅游产业为主导产业的现代城市发展新区。

2005年曲江新区被列为陕西省十大文化产业基地之一，2006年曲江文化产业投资集团成为国家级文化产业示范基地，2007年曲江新区晋升为首批国家级文化产业示范园区，2008年荣获首届中国文化产业创新奖，2010年被住房和城乡建设部授予“中国人居环境范例奖”，2011年被国家旅游局授予国家5A级景区，2012年被科技部、中宣部等五部委联合授予“国家级文化和科技融合示范基地”。曲江新区已跃升为西部最重要的文化、旅游集散地，陕西文化、旅游产业发展的标志性区域。

曲江新区作为首个国家级文化产业示范区，新区管委会是西安市人民政府的派出机构，在辖区范围内履行市级管理权限，全面负责曲江的规划、建设、开发、管理等工作，属市政府直属事业单位，局级建制，由西安市人民政府任命。曲江新区以“文化+旅游+城市”为基本模式，以“文化立区、旅游兴区、产业强区”的文化驱动发展的思路进行开发建设。2002年以来，曲江新区整合西安市文化旅游资源，先后打造了大雁塔北广场、大唐不夜城、大唐芙蓉园、曲江池遗址公园等一系列知名的文化新地标；同时打破行政区划限制，积极拓宽发展空间和产业内涵，辐射带动了大明宫遗址区、西安城墙景区、临潼旅游休闲度假区、楼观道文化展示区、浐浐湖水系生态文化旅游区、西安文化商务区、玉山文化旅游区及小雁塔、碑林等历史文化片区。

目前曲江新区核心区域规划面积51.5平方公里，同时辐射带动大明宫遗址保护区、临潼旅游休闲度假区、楼观道文化展示区等区域，管理面积接近300平方公里。其中，核心区建设的重大项目主要包括曲江雁翔路国家级文化产业聚集区（QCIC）和西安中央文化商务区（CCBD），投资规模近千亿元，涉及基础设施、现代服务、战略新兴产业等领域，将打造出涵盖文化旅游、文化创意、商务办公、生态休闲、居家生活、健康医疗等新型城市综合体及社区。辐射区域重大项目建设方面，目前在建的项目主要有小雁塔历史文化片区综合改造项目、碑林历史文化街区项目等，投资规模超百亿元。

近年曲江新区按照“资源资本化、资本产业化、产业效益化、效益价值化”的总体思路对地方经济进行规划与建设，新区经济社会发展整体发展速度较快，对新区周边区域有一定辐射带动作用，已成为西部地区乃至全国最具活力的城市发展新区之一。2017-2019年曲江新区实现地区生产总值227.94亿元、264.34亿元和280.22亿元，按可比价格计算，分别同比增长14.4%、8.6%和7.4%，经济增速有所放缓但仍保持较高水平。产业结构上，曲江新区主导产业以文化旅游、影视传媒、商贸会展、房产开发等第三产业为主，近年第三产业占GDP的比重在90%以上。

表2 曲江新区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年	2018年	2017年
----	-------	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	280.22	7.4%	264.34	8.6%	227.94	14.4%
第二产业增加值	19.08	15.8%	13.67	24.2%	21.05	12.1%
第三产业增加值	261.14	7.0%	256.05	7.0%	206.89	14.6%

资料来源：曲江新区管委会，中证鹏元整理

曲江新区成立之初，其核心区域规划面积为15.88平方公里，位于行政区雁塔区内，之后随着新区建设发展不断完善，空间规划亟需外延扩展，新区核心区域面积遂增至51.5平方公里，同时辐射多个飞地景区，管理范围内所涉及的行政区包括雁塔区、碑林区、未央区、新城区、莲湖区、临潼区、周至县等。为保障曲江新区在管理区域内的稳定发展，西安市政府先后出台了多项文件，为曲江新区的顶层建设奠定了基础，从制度上为新区重大文化园区建设、重大文化旅游项目开发提供了支持。

表3 曲江新区管辖区域明细表

区域名称	所涉及行政区域	是否飞地
曲江新区核心区	雁塔区	否
大明宫遗址保护区	未央区、新城区、莲湖区	是
临潼国家旅游休闲度假区	临潼区	是
楼观道文化展示区	周至县	是
浹陂湖水系生态文化旅游区	鄠邑区	是
西安城墙景区	碑林区	是

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据1996年西安市人民政府发布的《西安曲江旅游度假区管理暂行办法》，原曲江新区总规划面积15.88平方公里，新区管委会在市政府的领导下行使市级相关经济管理权限，新区内的各项基础设施建设和入区项目的开发建设均由管委会统一管理，管委会按照市人民政府批准的总体规划及控制性规划，编制详细街区规划并组织实施。曲江新区内的土地征用，由管委会提出用地计划，报批市人民政府后由管委会负责实施，新区内的土地使用权的出让、转让和房产的预售、出售、出租、抵押以及拆迁安置工作均由管委会负责，代发国有土地使用权证和房产证、拆迁许可证。曲江新区内开发建设应缴纳的有关土地出让金、综合配套费、基金等费用，由管委会统一收取，全部用于新区的基础设施建设，对于市政道路的建设和维护，所需资金不足部分，用市城建资金补贴。

根据2007年西安市政府办公厅发布的《西安市人民政府办公厅关于曲江新区管理机制及有关问题的通知》，西安曲江国际会展中心项目交由曲江新区管理和实施，该项目占地面积约3,700亩。曲江新区15.88平方公里和西安曲江国际会展中心项目规划范围内（约3,700亩）的工商税收及附加由雁塔区人民政府和曲江新区管委会分成，曲江新区15.88平

方公里和西安曲江国际会展中心项目规划范围内的契税收入为曲江新区固定收入，由新区财政局征管。

同年市办公厅印发《大明宫遗址区保护改造实施方案》，文件明确大明宫遗址区保护改造规划面积为19.16平方公里，跨未央、新城、莲湖三个行政区，其中大明宫国家遗址公园为3.2平方公里，周边改造区域为12.76平方公里，北二环以外集中安置区为3.2平方公里，规划建设文化旅游区、商贸服务区、商务核心区、改造示范区、中央居住区、集中安置区等六个功能区。大明宫遗址区保护改造项目由曲江新区管委会全面负责，管委会受市委、市政府委托，对大明宫遗址保护改造区内相关事宜，按曲江新区管委会现行管理职能和权限进行管理。

2009年9月西安市人民政府第14届常务会议原则同意扩大曲江新区建设管理区域，由曲江新区管委会、临潼区政府合作共建规划面积为24.60平方公里的临潼国家旅游休闲度假区，相关利于分配机制、社会事务管理权责分工等事宜有关事项仍按《西安市人民政府办公厅关于曲江新区管理机制及有关问题的通知》的规定执行。

根据2010年西安市政府办公厅印发的《西安楼观中国道文化展示区规划建设实施方案》，西安楼观中国道文化展示区项目规划面积约22.7平方公里，其中生态保护区5平方公里，农业旅游观光区10平方公里，重点建设区7.7平方公里。管理体制上，成立西安曲江楼观道文化展示区管理办公室（以下简称“曲江楼观管理办”），作为曲江新区管委会的常设派出机构，受周至县人民政府委托，在项目规划区内发展改革、外经外贸、招商引资、建设规划、国土资源及房屋管理等相关县级管理权限。

根据2018年西安市政府办公厅印发的《西安浹陂湖水系生态文化旅游区规划建设实施方案》，浹陂湖旅游区分为核心区和扩展区，总规划面积约69平方公里。管理体制上，成立西安曲江浹陂湖水系生态文化旅游区管理办公室，作为曲江新区管委会派出机构，负责浹陂湖旅游区内的发展改革、外经外贸、招商引资、建设规划、国土资源及房屋管理等相关工作。

表4 曲江新区政策支持情况

区域名称	文件名称	政策内容
曲江新区15.88平方公里及曲江新区国际会展中心	《西安市人民政府办公厅关于曲江新区管理机制及有关问题的通知》	曲江新区15.88平方公里范围内所有内外资企业缴纳的工商税收及附加收入，双方按5:5的比例分成；西安曲江国际会展中心规划范围内原有企业缴纳的工商税收及附加收入全部归雁塔区，新建企业缴纳的工商税收及附加收入，双方按5:5比例分成。曲江新区15.88平方公里和西安曲江国际会展中心项目规划范围内的契税收入为曲江新区固定收入，由新区财政局征管
大明宫遗址保护区	《大明宫遗址区保护改造实施方案》	大明宫遗址区保护改造项目由曲江新区管委会全面负责，管委会受市委、市政府委托，对大明宫遗址保护改造区内相关事宜，按曲江新区管委会现行管理职能和权限进行管理。大明宫遗址区保护改造规划范围内的土地管

		理和土地开发，由曲江新区管委会负责，土地开发收入全部留归曲江新区管委会，用于征地拆迁、基础设施和大明宫国家遗址公园建设
临潼国家旅游休闲度假区	-	按《西安市人民政府办公厅关于曲江新区管理机制及有关问题的通知》的规定执行
楼观道文化展示区	《西安楼观中国道文化展示区规划建设实施方案》	受周至县人民政府委托，在项目规划区内享有发展改革、外经外贸、招商引资、建设规划、国土资源及房屋管理等相关县级管理权限，项目规划区内的税收全部划归周至县（契税除外）。项目规划区内的土地出让和土地、房屋权属登记由管理办公室负责，土地出让收益（含契税）全部归曲江新区管委会，配套费收入全部归管理办公室用于展示区建设
灞陂湖水系生态文化旅游区	《西安灞陂湖水系生态文化旅游区规划建设实施方案》	负责灞陂湖旅游区内的发展改革、外经外贸、招商引资、建设规划、国土资源及房屋管理等相关工作。灞陂湖旅游区规划范围内的土地管理和土地开发由曲江新区管委会负责，土地出让金收入全部留归曲江新区管委会，用于灞陂湖旅游区的征地拆迁、基础设施建设；灞陂湖旅游区规划范围内新建项目和涉及变更项目的税收收入（除契税）及附加收入，由曲江新区管委会和鄠邑区政府按 5:5 的比例分成

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体上看，曲江新区作为西安建设国际化大都市的重要承载区，以及首个国家级文化产业示范区，西安市赋予的发展定位较高，提供的政策支持也较多。目前曲江新区所管理区域内的土地出让金及契税收入全部归新区管委会，其他税收按规定同当地政府分成，较稳定的财税体制为曲江新区的建设发展提供了资金保障。

2019 年曲江新区实现公共财政收入 44.09 亿元，同比增长 5.05%，其中税收收入 40.59 亿元，占比 92.06%；上级补助收入中，一般性转移支付收入 15.64 亿元，同比增长 8.01%；实现政府性基金收入 66.22 亿元，同比下降 17.53%；同期曲江新区公共财政支出 44.45 亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 99.19%，财政自给程度较高。

2019 年以来中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，在因城施策的机制下存在一定的结构化宽松空间

2019 年中央层面延续了房地产调控政策的连续性，4 月中央政治局重提“房住不炒”，5 月住建部预警过热城市，银保监会要求商业银行、信托等金融机构不得违规进行房地产融资，7 月中央政治局提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，12 月中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”，落实因城施策和三稳目标。2019 年以来，我国经济下行压力持续凸显，GDP 增长率逐季回落，全年 GDP 增速为 6.1%，同比下降 0.5 个百分点。在经济下行压力加大的背景下，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，上半年区域市场需求依旧旺盛、过热城市的调控政策持续升级加码，丹东、苏州和西安等城市陆续出台了限购及限售政策。2019 年第三季度我国 GDP 同比增长 6%，增速创有历史记录以来的新低，在内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力下，经济下行压力不断加大。进入三季度以来，粤港澳大湾区、天津、南京、徐州和海南等地区纷纷对当地房地产调控政策进行了微调。

2020年2月，央行重提不将房地产作为短期刺激手段，明确表示保持房地产金融政策连续性、一致性及稳定性，落实好房地产长效管理机制。地方层面上，受COVID-19疫情影响，地方政府在疫情蔓延压力下存在适度放松房地产调控的动力，各地政府陆续出台延缓土地出让金缴纳、调整预售条件等供给端措施，因城施策将继续深化，预计部分土地财政依赖度较高、受疫情影响较大的城市存在调控政策进一步边际放松的空间。

2019年西安市房地产市场调控政策效应深化，房产市场趋于理性，投资稳中趋缓，商品房销量保持平稳、库存量有所不足，房地产市场整体运行情况良好

2019年，房地产市场在内外经济发展环境压力较大的背景下，西安市继续加强房地产调控力度，房地产开发市场呈现出投资稳中趋缓，商品房销售量趋于理性，房价涨势趋缓，商品库存量不足，投机性购房得到一定遏制。

从房地产开发投资来看，西安市房地产市场在经历了2017-2018年连续两年的快速增长后，投资市场趋于平缓。2019年，西安市房地产开发投资2,464.78亿元，同比下降2.1%，增速低于上年10.0个百分点，低于全市固定资产投资3.2个百分点。从施工进度来看，2019年，全市房地产开发房屋新开工面积3,114.12万平方米，同比增长7.4%，增速较上年回落3.2个百分点。其中，住宅新开工面积2,234.11万平方米，增长4.9%；办公楼增长37.2%；商业营业用房下降14.6%。西安市通过加快施工调控，为稳定市场供给奠定了坚实基础。从销售来看，2019年，西安市商品房销售面积总量居15个副省级城市第3位，仅少于成都和武汉，较上年持平；增速居第7位，较上年后移5位，2019年全市商品房销售面积2,638.69万平方米，同比下降2.8%，增速较上年回落10.9个百分点，增速分别低于全国、全省2.7和9.7个百分点。截至12月底，全市商品房待售面积202.71万平方米，较上年减少37.33万平方米，商品房待售面积去化周期约为11.3个月，处于12-18个月合理周期下限。其中，住宅去化周期约为5.2个月，低于合理下限6.8个月。2019年西安市房地产市场总体平稳，8月开始，西安新建商品住宅销售价格同比、环比涨幅逐步回落，房价过快上涨势头基本得到遏制。从12月国家统计局公布70个大中城市商品住宅销售价格指数看，2019年西安新建商品住宅销售价格指数同比增长14.2%，较年内高点的7月回落11.1个百分点。2019年西安市房地产市场调控政策效应深化，房产市场趋于理性，整体运行情况良好。

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》和其他相关法律规定，制定了《西安曲江文化控股有限公司章程》，公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，股东会会议由董事会召集，

董事长主持，董事长不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上董事共同推举一名董事主持。公司设董事会，董事会由三名董事组成，董事会设董事长一人，由董事会选举产生，董事经股东会选举产生，董事每届任期三年，董事任期届满，可以连任。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘，经理对董事会负责。公司设监事会，监事会由三人组成，其中，非职工代表监事一人，职工代表监事二人，由职工代表大会民主选举产生。公司以此建立决策、执行、监督和防范风险机制，完善法人治理结构及内部控制机制。公司建立了与自身业务相适应的组织架构，主要包括法务风控部、综合管理部、财务部和投融资管理部4个职能部门，负责公司的日常事务与经营活动。截至2020年5月末，公司组织结构图见附录三。

六、经营与竞争

公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，业务板块包括文化旅游项目的经营与管理、文化产业(工程)项目、景区基础设施建设、房地产开发和超市零售业务，2017-2019年公司分别实现营业总收入96.75亿元、135.89亿元和170.37亿元，公司营业收入规模持续快速增长；2020年1-3月公司实现营业收入35.46亿元，同比大幅增长88.42%，主要系人人乐公司并入合并报表所致。从收入结构来看，文化旅游经营、景区基础设施建设和房地产开发收入占比较大，公司文化产业(工程)项目和景区基础设施建设项目主要在年末结算，2020年一季度实现的收入较少。从毛利率来看，2017-2019年公司综合毛利率分别为20.44%、18.60%和27.15%，2019年房地产业务收入规模较大且毛利率较高，使得2019年公司综合毛利率上升至27.15%，公司业务整体盈利能力较好。

表5 2017-2019年及2020年1-3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	349,606.86	20.15%	1,631,666.02	25.67%	1,244,376.21	17.67%	943,314.18	19.01%
文化旅游经营	36,549.31	4.81%	283,733.88	27.17%	255,153.83	18.61%	204,761.21	18.78%
文化产业(工程)项目	1,635.45	-43.64%	70,204.99	26.92%	23,800.93	48.38%	40,951.28	22.72%
景区基础设施建设	52,092.88	6.45%	582,539.16	8.67%	658,753.33	11.81%	505,693.66	13.58%
房地产	47,649.46	35.95%	580,892.58	41.68%	306,668.13	27.08%	191,908.03	32.76%
超市零售收入	211,679.76	23.10%	114,295.42	26.44%	-	-	-	-
其他业务小计	4,949.85	90.16%	72,080.24	60.80%	114,550.01	28.75%	24,150.19	76.17%
合计	354,556.71	21.12%	1,703,746.27	27.15%	1,358,926.22	18.60%	967,464.37	20.44%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司旅游资源良好，旅游业态类型丰富，文化旅游经营板块收入稳定增长，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，该业务板块短期承压

公司的文化旅游经营业务主要由全资子公司曲江文投运营，收入来源主要包括旅游、会展、电影电视、出版传媒、文化金融等多个领域，其中旅游领域收入占比最大。2017-2019 年公司分别实现文化旅游经营业务收入 20.48 亿元、25.52 亿元和 28.37 亿元，收入规模持续增长。同期公司文化旅游业务毛利率分别为 18.78%、18.61% 和 27.17%，2019 年文化旅游板块中毛利率较高的会展、酒店经营等业务收入占比提高，使得文化旅游经营业务毛利率显著提高，业务盈利能力有所提升。2020 年 1-3 月，公司实现文化旅游经营收入 3.65 亿元，同比下降约 39.7%，主要受 2020 年一季度新冠疫情影响，国内旅游相关需求大幅下降所致。

表 6 公司 2017-2019 年文化旅游经营板块收入构成情况（单位：亿元）

收入领域	2019 年	2018 年	2017 年
旅游	17.73	17.04	13.85
会展	2.70	2.69	1.38
电视电影	1.05	1.97	1.43
文化演出	0.97	0.39	0.50
出版传媒	0.36	0.41	0.41
文化金融	0.54	0.23	0.26
其他	5.02	2.80	2.65
合计	28.37	25.52	20.48

资料来源：公司提供

公司旅游领域主要由子公司曲江文投下属的西安曲江旅游投资（集团）有限公司（以下简称“曲江旅游集团”）负责运营，负责大雁塔北广场、大唐芙蓉园、西安城墙景区、大明宫遗址公园、唐大慈恩寺遗址公园、秦二世遗址公园、寒窑遗址公园、唐城墙遗址公园、曲江池遗址公园、赵公明财神文化景区、延生观景区、化女泉景区、贞观文化广场及曲江海洋馆的管理和运营，其中大唐芙蓉园、曲江海洋馆、秦二世遗址公园、寒窑遗址公园、赵公明财神文化景区、道文化景区、延生观景区和化女泉景区为收费类景区（西安城墙景区和大明宫遗址公园收费不归属于公司，公司负责运营管理，通过景区周边商业物业运营获利），其他为开放式景区。公司运营管理的景区资源丰富，除曲江新区核心区外辐射多个飞地景区，多为西安市标志性旅游景点。

公司旅游业收入来源包括景区门票收入、旅游景区的餐饮酒店收入、景区旅游项目的经营收入、旅行社经营收入和开发旅游商业收入五类。景区门票收入的实现方式是：归属于政府的文化旅游景区交由公司代为经营管理，双方签订景区管理服务协议，约定一定限

额的经营收入补偿公司运营管理成本，超过限额部分由公司与政府分成，不同景区分成比例不同；对于公益性景区，公司与曲江新区管委会签订代管协议，管委会每年向公司支付景区管理和运营补贴，2017-2019年公司分别实现景区门票收入2.59亿元、2.69亿元和2.68亿元。景区餐饮酒店收入通过旅游投资集团旗下拥有的御宴宫（仿唐御宴）、阅江楼、金缘阁（婚庆主题酒店）及芳林苑等唐文化主题酒店营业实现，2017-2019年分别实现2.80亿元、3.39亿元和3.86亿元。公司旅游领域收入占比最大的业务来自景区旅游项目，包括公司继承开发陕西非物质文化遗产基地“曲江胡店”、世界非物质文化遗产《东仓鼓乐》、大型唐代歌舞剧《梦回大唐》，举办央视《中秋晚会》、国际流行音乐节、上巳节、国际光影艺术节等重大节事活动获取收入，2017-2019年公司分别实现景区旅游项目收入7.66亿元、8.84亿元和9.26亿元。旅行社经营收入主要来自文化旅游集团下属三个旅行社，开辟国内、国际多条旅游线路，销售旅游景点门票、旅游艺术品，代订火车、飞机等交通票务及策划组织各类文化艺术交流活动。此外，公司通过设立曲江嘉年华大型游乐场、出租场地设立酒吧、古玩、刺绣、陶艺、儿童游乐场及出售旅游纪念品的零售摊位等方式实现少量开发旅游商业收入。

表7 公司 2019 年主要收费景点门票收入及客流量情况

收费景区	2019 年		
	门票价格（元）	门票收入（万元）	客流量（万人）
大唐芙蓉园	全价 120 半价 60	13,196.42	273.12
曲江海洋极地公园	全价 190 半价 95	12,914.58	111.86
赵公明财神文化景区	60	488.49	16.98
道文化景区	70	151.05	12.75
延生观景区	30	22.43	3.68
化女泉景区	30	22.38	2.39
合计	-	26,830.48	420.80

资料来源：公司提供

公司会展领域业务主要由曲江文投下属子公司西安曲江国际会展（集团）有限公司负责运营，经营西北地区规模最大的西安曲江国际会议中心和大型现代化场馆西安曲江国际会展中心，公司已累计举办了会展集团展览、会议、宴会及演出等近4,000场，其中，展览1,400余场，会议、宴会及演出2,500余场。展会形式包括自主策划展会、承接国内外各种展览、在外地展会承包等，在西安市会展业具有较强的竞争力。2017-2019年公司分别实现会展收入1.38亿元、2.69亿元和2.70亿元，近年西安市招商引资情况较好，公司承办展览交流活动增多，公司会展业务收入持续增长。

公司影视领域业务主要由曲江文投下属的西安曲江影视投资（集团）有限公司、西安

曲江大秦帝国文化传播有限公司、西安曲江丫丫影视文化股份有限公司等经营。近年来，依托西安市雄厚的文化旅游资源和曲江新区优惠的扶持政策，公司已累计出品电影30部，电视剧33部1,200余集，纪录片15部，累计荣获加拿大蒙特利尔国际电影节评审团大奖、中国电影华表奖、电视剧飞天奖和白玉兰奖、国际纪录片金熊猫奖等多个奖项，出品了《功夫瑜伽》、《白鹿原》、《一树桃花开》、《那年花开月正圆》和《初婚》等多部知名度较高的电影电视剧。目前，公司正积极筹备电视剧《好工人四十年》、《寻找北极星》、《那年花开月正圆2》等电视剧项目。从业务模式来看，公司的影视业务以电影、电视剧和纪录片的投资、制作、发行为主，分为自主运作或与其他影视公司合作的方式，通过电视电影的承制、发行、植入广告及衍生品获得销售收入。此外，公司积极拓展全影视产业链，子公司曲江文投和西安曲江大明宫投资（集团）有限公司经营多家电影院，包括西北地区第一巨幕影厅的曲江国际影城大雁塔店、曲江国际影城临潼店、曲江国际影城西北影城店和西北地区首家IMAX影院——大明宫IMAX影院等，实现影院票房及影院卖品收入。2017-2019年公司电视电影领域分别实现收入1.43亿元、1.97亿元和1.05亿元，收入规模有所波动。

公司文化演出业务主要由曲江文投所属子公司西安曲江文化演出（集团）有限公司经营，负责演出的组织、票务的销售、演员的管理等，演出场地除自有的西安曲江大唐芙蓉园凤鸣九天剧院、会馆B1-B4、西安易俗大剧院、曲江国际会议中心、西安音乐厅等外，还租用陕西省体育场、西安城市运动公园等西安市知名演出场所。文化演出板块的经营收入包括大型演出的门票销售收入、广告赞助收入和出租灯光音响器材等租赁收入。2017-2019年公司文化演出业务分别实现收入0.50亿元、0.39亿元和0.97亿元。

公司文化金融领域主要由曲江文投子公司西安曲江文化产业风险投资有限公司（以下简称“风投公司”）负责，风投公司是从事文化产业投资的创投机构，业务模式为“股权+项目+基金”的投资模式，通过创业投资运作机制，进行项目投资与项目孵化。目前风投公司累计完成近260个项目投资，累计投资额达80多亿元，扶持发展区内中小文化企业70余家。2017-2019年公司文化金融领域分别实现收入0.26亿元、0.23亿元及0.54亿元。

公司出版传媒领域业务主要由曲江文投下属子公司西安曲江出版传媒投资集团有限公司（以下简称“曲江出版传媒公司”）经营。曲江出版传媒公司出版业务包含传统出版模式和新媒体出版模式，传统出版方面，曲江出版传媒公司出版发行了大批文化图书，如《大西安印象》丛书及摄影集、《中国丝路文化样态研究》等，盈利模式主要是自营图书销售，销售模式包括图书批销及终端零售；新媒体出版方面，曲江出版传媒公司主要承接数字出版业务，打造新一代广电网络资源整合公共服务平台。此外，曲江出版传媒公司

综合业务方面完成了陕鼓感恩节晚会策划、楼观花季形象建设与策划等业务。2017-2019年公司出版传媒业务实现收入0.41亿元、0.41亿元及0.36亿元。

整体来看，公司文化旅游领域业态类型丰富，负责经营的旅游景区资源良好，大多为西安市标志性旅游景点，近年文化旅游经营板块收入呈现稳定增长态势。值得关注的是，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，旅游相关需求短期出现较大幅度下滑，公司该部分业务短期承压。

公司文化产业（工程）项目业务收入呈现有所波动，在建项目总投资和尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力，但业务的长期发展前景向好

公司文化产业（工程）项目业务块主要是建设集多功能于一体的新型城市综合体，一方面，通过结合区域历史文化背景，依托历史遗迹和对应的时代艺术风格吸引消费人群，增加整个商业的吸引力和品牌知名度；另一方面，根据曲江新区的文化产业布局，公司开发相关孵化器、经营场所等文化产业配套设施，通过政府或入区的文化类企业的购买或租赁实现盈利。公司文化产业项目及配套设施包括建设文化商业购物中心、时尚餐饮、星级酒店、会展、商业休闲、公园、区域文化历史展示等，近年公司先后承担了大雁塔北广场、曲江戏曲大观园、贞观文化广场、音乐厅、美术馆、电影城等一批重大文化建设项目，经营主体包括子公司西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司（以下简称“临潼旅游集团”）、西安城墙投资（集团）有限公司下属的西安城墙文化投资发展有限公司（以下简称“城墙文化公司”）、曲江文投下属西安曲江建设集团有限公司和西安曲江大唐不夜城文化商业（集团）有限公司等。

公司文化产业项目业务的运营模式包括回购以及自营两种。其中回购的具体运营模式为：公司与曲江新区管委会或曲江社会管理中心等政府部门签署回购协议，公司负责项目的立项、规划设计、报建报批、建设、管理、资金筹措等，项目竣工验收后，分期确认项目进度，项目竣工验收后，移交曲江新区管委会或其他政府机关，回购款根据项目进度分阶段支付（回购总价款分为两部分，第一部分为建设总成本，第二部分为综合管理费，综合管理费一般为建设总成本（扣除相关税费、利息等）的 8%-25%左右），采取回购模式建设的项目，项目完成建设并对外开放后，其经营、维护等由公司负责，政府让渡相关经营性项目的部分收益权，对于公益性项目则由政府支付相应的运营管理补贴，此类模式建设项目包括大雁塔北广场、戏曲大观园、音乐厅和陕西大剧院等。自营模式为：公司根据曲江新区的文化产业布局，建设相关文化产业配套设施，项目建设资金主要由公司负责筹集，项目建成后，由公司通过对外出售或出租的方式运营，客户主要面向曲江管委会以及入区的文化类企业，公司已完工自营模式文化产业项目主要有西安芙蓉新天地项目，截至

2019年末已确认收入金额为1.65亿元，已出售面积占比为75%，已出租面积占比为78.72%。

公司文化产业项目业务前期主要采取回购模式，后随着曲江新区建设的逐渐成熟，业务模式逐步向自营方式转变，2016年及以后建设的项目基本为自营项目。2017-2019年公司实现文化产业（工程）项目业务收入4.10亿元、2.38亿元和7.02亿元，2017年和2018年，受项目阶段性完工及项目开发周期影响，该板块收入规模不大，2019年芙蓉新天地项目实现销售收入规模较大，公司实现文化产业（工程）项目业务收入7.02亿元。

截至2020年3月末，公司主要在建的文化产业项目包括曲江国际社区和小雁塔历史文化片区综合改造项目等，预计总投资147.37亿元，公司实际承担建设资金139.41亿元（小雁塔历史文化片区综合改造项目中基础设施建设工程通过PPP模式建设，子公司城墙文化公司对项目公司的出资比例为70%，按比例承担基础设施建设PPP项目建设资金），已投资68.85亿元，尚需投资超70.56亿元。公司在建文化工程项目规模较大，业务持续性较好。

表8 截至2020年3月末公司主要在建自营模式文化产业项目情况（单位：亿元）

项目	总投资金额	已投资金额	项目功能
皇城坊项目	8.35	8.82	西安地区首个反映西安历史文化特色及商业形态创新的标志性文化商业项目，项目建设内容以商业建筑、传统大宅、精品酒店、立体车库等为主
尚德映巷项目	4.20	4.24	配套顺城北路区域的商业综合体项目，建设内容包括沿街商业、餐饮、青年旅社、停车场等
曲江国际社区	52.00	18.24	集办公、行政公寓、商业为一体，打造企业、私人订制、总部办公、配套生活基地
小雁塔历史文化片区综合改造项目	82.82	37.55	该项目是西安市人民政府推动的重大建设项目，通过综合改造，提升小雁塔片区城市品质，打造西安重要的唐文化展示区、丝路文化交流基地。项目分为征地安置（预计总投资56.30亿元）和基础设施PPP项目（预计总投资26.52亿元）两部分。
合计	147.37	68.85	-

资料来源：公司提供

截至2020年3月末，公司拟建文化产业项目主要系碑林历史文化街区项目，其中征收安置工程由公司负责实施，基础设施建设工程通过PPP模式建设，该项目已经纳入“财政部政府和社会资本合作中心项目库”。碑林历史文化街区项目预计总投资96.77亿元，公司实际承担建设资金89.22亿元（子公司城墙文化公司对项目公司的出资比例为70%，按比例承担基础设施建设PPP项目建设资金），尚需投资规模较大。

表9 截至2020年3月末公司主要拟建文化产业（工程）项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目建设内容	预计总投资	已投资	是否已签订协议	预计开工时间
------	--------	-------	-----	---------	--------

碑林历史文化街区项目	征收安置	71.60	-	否	取决于征收安置的进展
	基础设施建设 PPP 项目	25.17	-	是	
	小计	96.77	-	-	

资料来源：公司提供

总体来看，受公司战略规划及业务模式的调整，公司实现的文化产业项目业务收入规模有所波动。公司自建文化产业（工程）项目总投资和尚需投资规模较大，面临一定的资金压力，通过政府或入区的文化类企业购买或租赁实现盈利，投资回收速度较慢，但其主要系契合曲江新区文化产业布局和反映西安历史文化特色及商业形态创新的标志性文化商业项目，具有较好的商业发展前景，业务的长期发展前景向好。

景区基础设施建设在建、拟建项目投资规模较大，但资金回笼情况受当地政府财政资金安排具有一定不确定性，未来公司存在一定的资本支出压力

公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，承担了大量的文化旅游产业相关配套基础设施及公共文化服务设施建设任务，运营主体主要包括西安曲江浐陂湖投资建设有限公司（以下简称“浐陂湖建设公司”）（浐陂湖生态文化旅游区）、城墙文化公司（城墙景区）、西安曲江大明宫投资（集团）有限公司（以下简称“大明宫投资公司”）（大明宫遗址区）、临潼旅游集团（临潼旅游度假区）、西安曲江楼观道文化展示区开发建设有限公司（楼观道文化展示区）、曲江文投下属西安曲江建设集团有限公司（以下简称“曲江建设公司”）（曲江新区核心区）等，不同子公司主要负责区域运作范围各自不同。公司成立以来，主要参与了雁塔南路、雁南一路、雁南二路、玄武路、太华南路等城市道路的修建，基本完成了一期 15 平方公里文化旅游区域的配套市政基础设施建设。此外，公司还与政府及相关部门合作，参与了文化广场建设和公共遗址公园建设，包括建成开放大明宫国家遗址公园、唐城墙遗址公园、曲江池遗址公园、秦二世陵遗址公园、大秦寺等，辐射多个飞地景区。

公司的景区基础设施建设板块的业务模式主要是委托代建的方式，由政府或相关部门作为委托方委托公司进行区域内城市及景区基础设施及配套项目建设并签署合同，建设内容涉及该区域的土地整理、基础设施、城市配套、景观工程、中小学校、城中村拆迁改造及安置小区建设项目等。具体来看，委托代建合同主要分为两种，一种系不需要前期垫付资金的委托代建业务，建设过程中，项目工程款由委托机构支付，直接支付给施工单位，公司作为代建单位按照项目总投资额（扣除融资成本）的一定比例收取工程代建管理费（一般为 5%-12%），涉及项目如西安城墙环城文化休闲体验区综合提升改造（建国门-朱雀门）工程项目、曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目等；另一种系需要前期垫付资金的委托代建业务，公司对项目进行建设管理和垫付部分资金，前期投入的建设资金在

其他应收账款中归集，结算后应获取的综合管理费确认为代建收入，涉及项目如中央文化商务区项目等。此外，公司早期的景区基础设施项目采用投资建设-回购的业务模式，政府机构或相关部门作为业主方，委托公司建设区域内道路等基础设施工程并签署合同，涉及项目如经九路（凤城四路-凤城五路）等，此类合同签订时间较早，目前公司以委托代建为主。

公司景区基础设施建设业务涉及西安市多个区域，截至2020年3月末，公司主要在建景区基础设施建设项目包括曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目、临潼旅游度假区道路及征地拆迁和易俗项目等，在建项目预计总投资额达491.46亿元，已完成投资301.43亿元，尚需投资190.03亿元。公司已投资景区基础设施建设规模较大，未来景区基础设施建设收入较有保障，但景区基础设施建设业务资金回笼相对滞后，且资金回笼情况受当地政府财政资金安排具有一定不确定性。

表10 截至2020年3月末公司主要景区基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目		总投资金额	已投资金额
代建项目	曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目	723,854.83	458,105.00
	西安市护城河及环城公园综合改造工程项目	70,000.00	48,529.66
	经九路	16,268.26	12,081.53
	凤城四路（太华北路-南北三号路）	2,966.45	2,304.22
	大华纱厂一期、二期	354,468.72	170,298.86
	中央文化商务区项目	188,200.00	104,278.37
	站改二期	680,000.00	261,737.31
	井上村城中村改造项目	136,500.00	93,210.00
	易俗项目	233,737.78	6,089.80
	春临村项目	154,000.00	126,281.89
	羊头镇项目	160,000.00	108,425.87
	瓦胡同小区	204,544.00	185,171.51
	瓦胡同小区东区	56,000.00	46,554.24
	小计	2,980,540.04	1,623,068.26
回购项目	临潼度假区征地拆迁	450,000.00	422,750.00
	临潼度假区基础设施建设	430,000.00	415,251.00
	购物中心	103,800.00	91,974.73
	骊山新家园安置小区 E3 区	2,060.00	1,573.91
	骊祥苑（骊山新家园 F 区）	82,685.00	21,155.80
	井上华府	178,769.11	20,734.00
	裴家控小区	245,200.00	45,601.64
	孟村小区	95,000.00	82,601.21

	余王碓小区	135,300.00	98,175.36
	曲江保障房	211,200.00	191,400.00
	小计	1,934,014.11	1,391,217.65
	合计	4,914,554.15	3,014,285.91

资料来源：公司提供

近年公司房地产板块收入持续快速增长，毛利率水平较高，但在建房产项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力

公司房地产开发业务主要由大明宫投资公司及曲江文投下属曲江旅游集团、曲江建设公司等子公司承担。公司的房地产开发项目均为商品房开发项目，分为定向销售和面向市场公开销售两种。其中，定向销售是将整栋商品房销售给政府机构，销售价格系在核定建设成本的基础上由双方协商制定，一般较市场公开销售的价格偏低，利润空间偏小；面向市场公开销售的房地产有两种开发方式，即公司独立开发和与其他房地产公司联合开发，联合开发项目公司一般以土地作价进行初始投入，后续不再继续承担开发建设资金，项目收益按股权分配。公司承接项目所用土地均通过“招拍挂”的方式获得。

截至2019年末，公司主要已完工项目包括金水湾等三个定向开发项目和永和坊1个联合开发项目，其中永和坊为曲江文旅与西安紫薇房地产开发有限公司合作，公司享有90%收益，西安紫薇房地产开发有限公司现金出资1亿元，并负责项目开发销售，享有10%收益；公司已完工房地产项目建筑面积共计136.64万平方米，已基本销售完毕。公司房地产业务收入主要来自于住宅销售，2017-2019年公司房地产板块分别实现收入19.19亿元、30.67亿元和58.09亿元。

表11 2017-2019年公司房地产板块营业收入构成情况（单位：万元）

收入领域	2019年	2018年	2017年
住宅	580,892.59	306,668.13	172,505.13
商业地产	-	-	11,985.42
一级土地开发	-	-	7,417.48
车位	-	-	-
合计	580,892.59	306,668.13	191,908.03

资料来源：公司提供

截至2020年3月末，公司独立开发房地产项目包括瑞和·大唐府邸、林邑和上和郡等，合计总投资59.67亿元，已投资43.83亿元，尚需投资15.84亿元；公司在建的联合开发房地产项目主要包括东方传奇、雁翔新城和华润九里项目等，其中，东方传奇为曲江建设公司和西安万科企业有限公司联合开发，曲江建设公司以土地作价出资持股51%，西安万科企业有限公司出资49%，并负责项目开发销售，利润按持股比例进行分配；雁翔新城项目包

括三个地块，系公司和中海地产集团公司合作开发项目，公司和中海地产各出资50%，中海地产负责项目的开发销售，项目收益按股权分配；华润九里项目为曲江文投子公司曲江旅游集团与成都润盈执业有限公司（股东是华润置地控股有限公司）合作开发项目，曲江文投持股51%。

表12 截至 2020 年 3 月末公司主要公开销售房地产在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

运营主体	项目	建筑面积	总投资	已投资	项目类型
西安曲江大明宫投资（集团）有限公司及其下属公司	瑞和·大唐府邸	19.48	12.90	9.75	独立开发
	林邑	27.00	12.48	11.64	独立开发
	上和郡	22.70	11.26	9.68	独立开发
	OC 国际	4.95	9.06	4.92	独立开发
	雁泊台	17.99	13.97	7.84	独立开发
西安曲江文化产业投资（集团）有限公司及其下属公司	东方传奇	49.76	27.26	25.04	联合开发
	雁翔新城 A 地块	30.56	24.56	19.65	联合开发
	雁翔新城 B 地块	45.68	32.36	18.23	联合开发
	雁翔新城 C 地块	63.49	42.98	20.44	联合开发
	华润九里项目	54.93	37.00	23.37	联合开发
	曲江中心风华项目	40.28	32.30	19.24	联合开发
	御湖蓝湾	18.81	9.99	3.96	联合开发
合计		395.62	266.12	173.76	-

资料来源：公司提供

销售方面，近三年公司房地产销售面积有所波动。2017-2019年，公司签约销售金额分别为42.74亿元、67.89亿元和122.23亿元，2018年以来公司房地产开发步入回收期，同时当年西安整体房价仍处于上涨态势，销售金额持续快速增长。

表13 公司 2017-2019 年房地产业务经营数据（单位：万平方米、亿元）

收入领域	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积	17.25	3.30	25.77
竣工面积	54.23	13.44	23.10
签约销售金额	122.23	67.89	42.74

资料来源：公司提供

总体来看，2017-2019年公司房地产业务分别实现收入19.19亿元、30.67亿元和58.09亿元，呈现持续增长态势，同期毛利率水平分别为32.76%、27.08%和41.68%，均显著高于同期公司综合毛利率。目前公司定向开发的房地产项目已基本完工和销售完毕，在建项目储备较多，以面向市场销售的项目为主，易受房地产行业景气度、项目建设量以及项目建设周期影响，但目前公司在建房地产项目区域位置较好，预计未来能为公司提供较好的

房地产收入回报。

公司收购人人乐公司进入超市零售业，人人乐公司近三年营业收入持续下滑，扣非净利润持续为负，需关注人人乐持续经营情况

2019年7月23日，子公司曲江文投与人人乐公司控股股东深圳市浩明投资管理有限公司（以下简称“浩明投资”）就受让人人乐公司20%股权及22.86%股权对应的表决权委托事项签署了《股份转让协议》及《表决权委托协议》。历经股东决定及各项审批流程，2019年11月8日，本次股份协议转让已通过了深圳证券交易所合规性审核，且已办理完成股份过户登记手续。本次股份转让后，曲江文投直接持有人人乐公司股份93,038,866股（含曲江文投在要约收购期间收购的部分小股东股份），占总股本的21.15%。同时，根据双方签署的《表决权委托协议》，曲江文投还拥有人人乐公司100,579,100股股票（占其总股本的22.86%）对应的表决权，合计拥有人人乐公司193,617,966股的表决权，占总股本的44.00%，成为人人乐公司的第一大股东。公司将人人乐公司2019年11-12月收入纳入合并报表，实现超市零售收入11.43亿元。

人人乐公司主营业务为商品零售连锁经营，经过长期发展经营，目前已形成新型大卖场Le supermarket、精品超市Le super、社区生活超市Le life、社区生鲜超市Le fresh、百货实体业态与人人乐园app和“人人乐乐到家”小程序服务相结合的线上线下融合的发展格局，主要通过直营连锁店开展业务经营，实体门店主要以租赁为主。截至2019年12月31日，人人乐业务覆盖广东、广西、福建、湖南、成都、重庆、西安、天津8个省市自治区和30余个城市，合计开设实体门店144家。

公司收购人人乐公司，主要系依托于其拥有的线下销售渠道，拓展文化旅游经营业务产业链，发挥文旅板块与零售板块的协同效应，但目前实体零售受宏观经济环境、消费者预期、具体商品需求、季节等多重因素影响，零售业面临线下同质化竞争、成本不断上升以及网络零售消费分流的挑战。在此背景下，2017-2019年人人乐分别实现营业收入88.55亿元、81.31亿元和76.00亿元，2017-2018年人人乐净利润呈现亏损，2019年11月人人乐将所持广州市人人乐商品配销有限公司100%股权的转让给西安乐丰行公司，实现投资收益1.92亿元，使得净利润转为0.37亿元，但2019年人人乐扣非净利润持续为负。2020年5月25日，公司收到深交所《关于对人人乐连锁商业集团股份有限公司2019年年报的问询函》，要求人人乐对其经营活动产生的现金流量净额与净利润变动方向不一致的原因、近三年扣非后净利润均为负数的具体原因以及主营业务持续经营能力是否存在重大不确定性、是否依赖于非经常性损益、是否影响会计报表编制的持续经营基础、以及拟采取的改善经营业绩的具体措施等问题进行做出书面回复。人人乐公司于2020年6月10日对上述问题进行了

书面回复。在宏观经济环境和线上零售分流的持续影响下，叠加2020年初爆发的新冠疫情，需关注人人乐持续经营情况。

表14 人人乐 2017-2019 年及 2020 年 3 月末主要营业指标（单位：亿元）

指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	45.60	47.48	46.68	52.48
净资产	14.58	14.51	14.16	17.69
营业收入	21.17	76.00	81.31	88.55
营业利润	0.22	0.18	-3.14	-4.30
净利润	0.22	0.37	-3.55	-5.38
扣非净利润	-	-2.00	-3.77	-4.72
经营活动产生的现金流量净额	0.71	-1.00	-2.26	2.01

资料来源：人人乐2017-2019年年报及2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司其他业务收入持续增长，为公司收入形成有益补充，但其他业务收入的实现具有一定不稳定性

公司其他业务收入主要为利息收入、资金占用费收入和资产处置收入等。2018年公司实现其他业务收入规模较大，为11.46亿元，主要包含小雁塔历史文化片区综合改造项目委托征收安置收益6.44亿元、转让海鲜城实现收入0.85亿元，以及实现的利息和资金占用费。2019年公司实现其他业务收入12.24亿元，主要包括处置会展中心A馆资产实现收入2.18亿元及各子公司实现的利息收入等收入。总体来看，2017-2019年公司其他业务收入分别为2.42亿元、11.46亿元和12.24亿元，收入规模持续增长，为公司收入形成有益补充，但其他业务收入的实现具有一定的不确定性。

此外，2019年11月21日，曲江文投与供销大集集团股份有限公司（以下简称“供销大集”）全资子公司西安曲江海航购物中心有限公司（以下简称“曲江购物中心”）、西安民生百货管理有限公司（以下简称“民生百货”）分别签署《股份转让协议》，转让曲江购物中心、民生百货所持有的西安曲江华平置业有限公司（以下简称“华平置业”）、西安华城置业有限公司（以下简称“华城置业”）100%股权。其中，华平置业100%股权交易价格为783,385,466.78元，华城置业100%股权交易价格为402,314,710.39元，交易金额合计为1,185,700,177.17元。华平置业、华城置业位于西安曲江新区，华平置业主营商铺租赁及物业管理业务，华城置业主营商业百货业务。华平置业和华城置业在曲江大唐不夜城商圈持有一定的经营性物业，公司拟改造后对外租赁。

公司作为西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，持续得到政府较大力度的外部支持，有效提升了公司的资本实力

公司作为西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，得到了政府较大力度的支持。2017-2019 年公司收到各类政府补助资金分别为 1.38 亿元、1.59 亿元和 3.00 亿元，近五年曲江新区管委会通过资产划拨等方式，合计增加公司资本公积 86.17 亿元，2017-2019 年分别增加公司资本公积 31.85 亿元、3.49 亿元和 2.98 亿元，其中，2017 年主要为划拨公司资本性财政拨款及临潼旅游等公司的股权，2018 年主要为划拨公司资本性财政拨款，2019 年资本公积增加主要系曲江新区管理委员会将五家文化事业单位净资产分别作价增资至公司子公司演艺集团西安演艺集团有限公司旗下，有效提升了公司的资本实力。

表15 近年公司资产注入/划转情况（单位：亿元）

年份	资产类别	金额
2019 年	西安曲江新区管理委员会将五家文化事业单位净资产分别作价增资至公司子公司演艺集团西安演艺集团有限公司下属五家公司，公司按持有比例增加资本公积	2.91
	其他	0.07
	小计	2.98
2018 年	西安曲江新区财政局拨付资金，增加公司资本公积	1.13
	经西安曲江新区管理委员批准，将其持有的西安交响乐团有限公司 100%的股权无偿划转至公司，增加资本公积	0.14
	经西安市政府审议，将西安市财政局持有的西安鑫正实业有限公司 94.04%的股权无偿划转至公司，增加资本公积	2.11
	其他	0.10
	小计	3.49
2017 年	西安曲江新区财政局拨付资金，增加公司资本公积	9.05
	西安曲江新区管理委员无偿划拨给公司西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司 51%的股权	7.95
	西安曲江新区管理委员无偿划转西安音乐厅、西安曲江现代美术馆和曲江国际会展中心 B 馆三项实物资产至公司	14.03
	其他	0.82
	小计	31.85
2016 年	西安曲江新区财政局拨付资金，增加公司资本公积	18.93
	西安曲江新区管理委员无偿划转西安开元中央文化投资发展公司 66.67%的股权、西安曲江文化产业风险投资 100%的股权至公司	26.92
	西安曲江新区管理委员将天平洋影城无偿划转至公司	1.04

	西安市人民政府将西安大华纺织有限责任公司无偿移交至子公司大明宫投资公司管理，增加资本公积	1.44
	其他	0.07
	西安曲江新区管理委员会将公司持有的临潼旅游66.67%的股权无偿划转至西安曲江临潼国家旅游度假区休闲区管委会，减少资本公积	-9.24
	小计	39.16
2015年	西安曲江新区财政局拨付资金，增加公司资本公积	4.31
	西安曲江新区管理委员会将土地储备中心的曲江观光轻轨及配套设施设备（含土地使用权）无偿划入公司，待工程完成结算和财务决算后，以决算后数据调整无偿划拨入账价值	4.39
	临潼管委会将贾平凹艺术馆和大唐华清城停车场划入子公司	1.44
	其他	0.03
	将公司持有的西安曲江临潼旅游商业发展有限公司48%的股权无偿划转至临潼管委会，减少资本公积	-1.36
	小计	8.81

资料来源：公司 2015-2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，截至2019年末，公司合并范围一级子公司9家，详见附录四，2017-2019年度公司合并报表范围变化情况详见下表。

表16 2017-2019 年公司合并报表范围变化情况

年份	子公司名称	变动情况	变动原因
2017年	西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	增加	划转
2018年	西安曲江文化金融控股有限公司	增加	新设
	西安曲江玉山文化旅游有限公司	增加	新设
2019年	西安曲江文化金融控股有限公司	减少	持股比例下降
	西安城墙投资（集团）有限公司	增加	新设
	西安曲江玉山投资发展集团有限公司	增加	新设

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模不断增长，资产结构总体稳定，但应收款项及存货占比较高，对公司资金形成较大规模占用，整体资产流动性一般

近年公司总资产规模逐年增长，2017-2019年分别为1,102.52亿元、1,165.46亿元和1,345.02亿元，年均复合增长10.45%；2020年3月末，公司资产总额进一步增长至1,427.45亿元。资产结构上，公司资产以流动资产为主。

截至2019年末，公司货币资金账面余额197.51亿元，其中银行存款195.11亿元，其他货币资金2.28亿元，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、银行按揭保证金及冻结资金。受限货币资金占比较小。

公司应收账款主要来自政府部门的代建费、回购款以及相关工程款，随着主营业务的持续开展，近年公司应收账款规模不断上升，2017-2019年账面价值分别为72.29亿元、87.56亿元和99.67亿元，年均复合增长17.42%。2019年末公司应收账款前五大客户分别为西安曲江新区土地储备中心、曲江新区管委会、西安曲江大明宫遗址区保护改造办公室、西安曲江楼观道文化展示区管理办公室和西安曲江新区事业资产管理服务中心，前五名欠款合计88.79亿元，占应收账款总额的比重为84.70%，考虑到应收对象主要为区域内政府单位和国有企业，回收风险较小，但部分款项账龄较长，回收期限存在不确定性，对公司造成较大的资金占用。

公司预付款项主要为资产未移交和项目未完工形成的预付款以及预缴的土地诚意金，该款项近年规模增长较快，2017-2019年账面价值分别为20.52亿元、37.43亿元和75.46亿元，年均复合增长91.75%。预付的前五大对象主要为西安曲江新区土地储备中心、延安慧泽文化创意有限公司、西安曲江新区事业资产管理中心、西安曲江楼观道文化展示区管理办公室和西安临潼国家旅游休闲度假区建设协调指挥部，预付合计53.05亿元，占总预付款的70.30%，整体上看预付款项的兑现风险可控，但从账龄上看，1年以上的款项占比超过40%，账龄较长，主要系预付延安慧泽文化创意有限公司的位于大唐不夜城的酒店资产收购款，或对公司项目正常资金周转造成一定不利影响。

公司其他应收款主要系与曲江新区管委会及其下属派出机构间的往来款，2017-2019年账面价值分别为312.81亿元、300.57亿元和363.10亿元，其中2019年末占总资产比重为27.00%，系目前公司最主要的资产构成。其中前五名应收单位分别为西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室、西安曲江新区土地储备中心、西安城墙景区管理委员会、西安曲江新区管理委员会和曲江楼观管理办，合计占其他应收款总额比例为72.61%。考虑

到其他应收款欠款对象主要为区域内政府单位和国有企业，回收风险可控，但回款时间存在一定不确定性，一定程度上影响公司资金利用效率，提升资金使用成本。

存货系公司资产的主要构成部分，主要由土地使用权、在建房产项目为主的开发成本，以及竣工未转结房产项目为主的开发产品等构成，其中，2019年末公司开发成本主要包括西安曲江九里1期、曲江国际社区、火车站周边棚改项目、雁翔新城B一期、大华纱厂棚改项目等，开发产品主要为道教文化区商业街、紫薇永和坊、金水湾项目、曲江SOHO项目、银座二标段等。截至2019年末，公司存货中因担保、质押而使用受限的账面价值为18.60亿元，占同期全部存货比例为5.99%。

表17 2017-2019年及2020年3月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,003,610.63	14.04%	1,975,091.31	14.68%	2,548,766.40	21.87%	2,699,584.11	24.49%
应收账款	1,050,229.43	7.36%	996,738.11	7.41%	874,735.53	7.51%	722,887.10	6.56%
预付款项	744,662.20	5.22%	754,625.46	5.61%	374,285.21	3.21%	205,234.24	1.86%
其他应收款	3,744,178.23	26.23%	3,631,003.43	27.00%	3,005,715.66	25.79%	3,128,131.27	28.37%
存货	3,643,925.48	25.53%	3,106,929.65	23.10%	2,530,857.90	21.72%	2,381,055.20	21.60%
流动资产合计	11,371,970.32	79.67%	10,622,720.74	78.98%	9,448,370.03	81.07%	9,230,139.35	83.72%
长期股权投资	508,678.02	3.56%	486,155.96	3.61%	276,060.37	2.37%	161,121.75	1.46%
投资性房地产	578,065.54	4.05%	579,177.34	4.31%	588,218.58	5.05%	320,372.46	2.91%
固定资产	1,001,499.67	7.02%	982,013.99	7.30%	772,947.12	6.63%	809,870.52	7.35%
非流动资产合计	2,902,537.20	20.33%	2,827,525.51	21.02%	2,206,241.59	18.93%	1,795,100.31	16.28%
资产总计	14,274,507.52	100.00%	13,450,246.24	100.00%	11,654,611.62	100.00%	11,025,239.66	100.00%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

非流动资产中，长期股权投资主要为对西安曲江文化金融控股有限公司（以下简称“曲江文化金控公司”）、陕西文化产业投资控股有限公司、西安曲江新区英雄量子股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“曲江量子股权公司”）、西安中央文化商务区控股有限公司等单位的股权投资，2017-2019年账面价值分别为16.11亿元、27.61亿元和48.62亿元，年均复合增长73.70%，其中2018年增长主要系新增对西安曲江创意谷文化产业园区开发有限公司、曲江量子股权公司等9家企业的股权投资，2019年增长主要系对西安曲江文化金融控股有限公司追加投资所致。2019年公司长期股权投资计提减值准备0.16亿元，同期现金红利为0.12亿元。

投资性房地产主要系公司持有可供经营、出租的物业资产，2017-2019年公司投资性

房地产账面价值分别为32.04亿元、58.82亿元和57.92亿元，其中2018年增长较多，主要系购置投资性房地产及自用房地产转为投资性房地产所致。截至2019年末，公司大额投资性房地产项目主要包括华清城商建、芙蓉新天地、曲江新区政务服务中心、白鹿仓、曲江文化大厦、雅致酒店等，其中成本合计46.27亿元，公允价值变动合计12.55亿元。截至2019年末，公司投资性房地产中因担保、质押而使用受限的账面价值为27.72亿元，占同期全部投资性房地产比例为47.87%，受限比例较高。

公司固定资产主要为房屋及建筑物，2017-2019年其账面价值分别为80.99亿元、77.29亿元和98.20亿元，其中2019年大幅增长主要系合并范围变化所致，即收购人人乐连锁商业集团股份有限公司合并增加31.99亿元。同期减少主要系会展中心A、B馆拆除导致。截至2019年末，公司固定资产中因担保、质押而使用受限的账面价值为48.69亿元，占同期全部固定资产比例为49.58%，受限比例较高。

截至2019年末，公司所有权受到限制的资产主要涉及货币资金、存货、固定资产、无形资产、投资性房地产等科目，受限资产账面价值合计101.73亿元，占总资产的7.56%。

总体来看，近年公司资产规模不断增长，资产结构总体稳定，但应收款项和存货占比较大，对公司造成较大的资金占用，整体资产流动性一般。

盈利能力

公司综合盈利能力不断增强，但经营性业务利润规模较小，投资收益成为公司利润总额最主要来源

随着合并范围的不断扩大以及经营规模的不断增长，近年公司总体收入规模持续增加，2017-2019年，公司分别实现营业总收入96.75亿元、135.89亿元和170.37亿元，年均复合增长32.70%；2020年1-3月公司实现营业收入35.46亿元，同比大幅增长88.42%，主要系人人乐公司并入合并报表所致。从收入结构来看，随着曲江新区景区基础设施建设及文化项目建设的不断完善，公司文化旅游经营业务收入保持较快增长，2017-2019年复合增长率达17.71%。景区基础设施建设业务为公司最主要的收入来源之一，近年该板块收入规模维持在50亿元以上，但收入稳定性受项目建设进度影响有一定波动。除景区基础设施建设外，文化产业（工程）项目收入受项目实际开展进度及项目周期影响亦波动较大。由于公司文化产业（工程）项目和景区基础设施建设项目主要在年末结算，2020年一季度实现收入规模较少。公司近年来开盘数量较多且西安市房地产市场较为活跃，房价上涨较快，2017-2019年，公司分别实现房地产收入19.19亿元、30.67亿元和58.09亿元，收入规模逐年增长。目前公司在手尚未销售的房产较多，且房产项目所在区位较好，预计短期内能够为

该业务收入提供支撑。此外，2019年公司新增超市零售收入11.43亿元，主要系合并人人乐公司增加的新业务。

毛利率方面，2017-2019年，公司营业毛利率分别为20.44%、18.60%和27.15%，有所波动，其中2018年综合毛利率下滑主要系收入占比较高的景区基础设施建设业务毛利率有所下滑，以及房地产业务毛利率下降导致，综合毛利率较上年小幅下滑1.84个百分点。2019年公司房地产业务收入规模较大且毛利率较高，带动综合毛利率同比回升8.55个百分点。具体分业务来看，2017-2018年公司文化旅游经营毛利率相对平稳，2019年文化旅游板块中毛利率较高的会展、酒店经营等业务收入占比提高，使得2019年公司文化旅游经营业务毛利率显著提高。文化产业（工程）项目和景区基础设施建设毛利率因投资建设的项目不同而表现较大差异，一般来说，代建或回购项目毛利率偏低，而自营项目毛利率相对较高，2018年公司文化产业（工程）项目毛利率水平较高，主要系芙蓉新天地商铺销售毛利率较高，近年景区基础设施建设业务毛利率持续下滑，主要系各年度结转的项目不同所致。房地产业务毛利率近年也有所波动，该业务毛利率水平与同期所销售的项目关联较大，但整体上看，目前公司房地产业务项目开发类型由定向开发逐步向联合开发转变，项目盈利空间较大，并且近年来西安市房地产市场行情较好，该板块毛利率维持在较高水平。2019年公司新增零售业务，该板块主要系通过超市等线下渠道开展商品零售，业务毛利率水平尚可。但值得关注的是，2017-2019年人人乐营业收入持续下滑，扣非净利润持续为负，需持续关注公司收购人人乐公司后持续经营情况。

公司来源于外部或非经常性项目的收益规模较大，2017-2019年，公司其他收益分别为1.35亿元、1.51亿元和1.78亿元，主要系公司文旅板块参与拍摄纪录片、电影、电视剧等作品获得的补贴收入以及地方政府拨付的经营补贴收入。2017-2019年，公司投资收益分别为5.57亿元、5.21亿元和4.20亿元，主要来自转让部分投资公司股份款及联营企业陕文投公司等贡献的投资收益等。2017-2019年，公司公允价值变动收益分别为2.67亿元、1.98亿元和3.31亿元，该部分收益主要系投资性房地产增值所致，其中2019年该收益增长较多，主要系公司持有的金融资产增值所致。综上，2017-2019年公司实现营业利润4.17亿元、6.87亿元和11.00亿元，利润规模增长较快，叠加政府补助、非流动资产毁损报废利得及其他利得等营业外收入因素，同期公司利润总额分别为5.21亿元、6.80亿元和11.91亿元，综合盈利能力不断增强。

总体而言，公司综合盈利能力不断增强，但经营性业务利润规模较小，投资收益、公允价值变动收益和政府补贴成为公司利润总额的重要补充。

表18 2017-2019年及2020年1-3月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	354,556.71	1,703,746.27	1,358,926.22	967,464.37
其他收益	3,345.31	17,804.97	15,052.35	13,524.38
投资收益	3,795.96	41,997.94	52,104.82	55,743.63
公允价值变动收益	0.00	33,127.70	19,798.45	26,746.69
营业利润	-52,480.92	110,007.30	68,719.12	41,694.25
营业外收入	1,897.41	20,145.88	1,768.80	12,263.26
利润总额	-51,151.96	119,062.15	68,031.85	52,139.08
综合毛利率	21.12%	27.15%	18.60%	20.44%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流净额波动较大，未来面临一定的资金压力

近年公司经营现金回款情况较好，2017-2019年公司收入收现比分别为1.00、1.32和1.17，2018年以来公司房地产板块步入回收期，前期开发商品住宅实现较大规模资金回笼，公司整体收现情况较好。

经营活动方面，2017-2019年，公司经营活动净现金流分别为-41.82亿、53.09亿元和-6.87亿元，波动幅度较大，主要系公司的文化产业项目、基础设施建设以及房地产开发类项目单个项目的投资规模较大，大规模的开发投入计入经营性支出，导致经营活动现金流出规模较大，且开发周期长，经营活动现金流出和流入存在阶段性的不匹配。同时公司资金往来活动较为频繁，往来对象主要为代建、回购项目主管部门及下属企业，对公司经营活动现金流的稳定性有一定影响。2017年公司临潼旅游度假区综合项目等在建项目投入较多，故2017年经营活动现金流出规模大幅增长，导致当期经营活动现金流缺口较大。2018年公司经营活动净现金流正向流入53.09亿元，系收到景区基础设施建设回款、房地产业务前期开发商品住宅实现较大规模资金回笼及往来款相较去年较多，且开发项目建设支出增幅相对不大所致，经营活动现金回流情况呈现阶段性改善。2019年经营活动现金流净流出6.87亿元，主要系同期往来款净流出规模大幅增长所致。

投资活动方面，2017-2019年，公司投资活动现金净流量分别为18.49亿元、-34.49亿元和-60.16亿元，近两年呈加速净流出态势。其中2017年公司投资支出及投资收益较为正常，但西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司纳入报表合并日货币资金记入收到其他与投资活动有关的现金，故2017年公司投资活动净现金流有所增加。2018年公司投资活动现金流呈净流出，主要系对西安曲江创意谷文化产业园区开发有限公司、西安曲江新区英雄量子

股权投资合伙企业（有限合伙）、西安曲江复地文化商业管理有限公司等联营企业以及下属子公司增资所致。2019年投资活动现金流净流出规模进一步扩大，主要系对西安曲江文化金融控股有限公司追加投资及购置固定资产、在建工程及投资性房地产等长期资产支出规模较大所致。整体上看，扣除子公司合并因素后近年公司投资活动现金流入规模有限，但股权投资、购建资产等流出项较多，投资活动资金缺口较大。

筹资活动系公司平衡内部资金周转的重要渠道，公司每年会根据当年经营及投资需要的资金量，规划安排外部筹资力度，2017-2019年公司筹资活动净现金流分别为172.54亿元、-28.17亿元和17.96亿元，波动较大。近年来，公司通过企业债券、中期票据等多种方式募集资金，保持了较大的融资力度，同时公司偿还债务和利息所支付的现金亦保持在较大规模。其中2017年公司吸收投资收到现金较多，主要系公司收到大额曲江新区财政局资本性拨款，2017年公司对外借款增加较多，同时偿债规模略有下降，筹资活动现金净流入规模较大。2018年公司筹资活动净现金流由正转负，主要系依托经营活动净现金流阶段性改善，当年公司对外筹资力度下降，同时偿债规模较大所致。2019年公司外部筹资力度大幅上升，但同期偿还债务规模亦明显加大，全年筹资活动现金净流入17.96亿元。

总体来看，近年公司经营活动现金流净额波动较大，投资活动资金缺口不断扩大，对外部筹资的依赖较高，截至2020年3月末公司主要在建及拟建项目尚需投资365.65亿元，未来面临一定的资金压力。

表19 2017-2019年及2020年1-3月公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
收现比	1.32	1.17	1.32	1.00
销售商品、提供劳务收到的现金	469,196.88	1,992,077.52	1,789,560.52	968,680.50
收到其他与经营活动有关的现金	474,947.94	1,844,353.59	958,227.16	718,696.22
经营活动现金流入小计	946,703.98	3,836,744.85	2,747,804.23	1,687,376.72
购买商品、接受劳务支付的现金	514,255.65	1,530,696.79	1,151,744.82	1,039,291.19
支付其他与经营活动有关的现金	740,119.19	2,059,720.11	831,513.06	874,104.40
经营活动现金流出小计	1,369,112.13	3,905,487.39	2,216,929.90	2,105,530.54
经营活动产生的现金流量净额	-422,408.14	-68,742.54	530,874.33	-418,153.82
投资活动产生的现金流量净额	-189,566.45	-601,566.98	-344,859.45	184,850.36
筹资活动产生的现金流量净额	621,375.68	179,553.54	-281,675.87	1,725,416.78
现金及现金等价物净增加额	9,667.15	-491,064.65	-95,661.00	1,492,113.14

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司承担的文化产业工程和景区基建任务较重，投资回收期较长，债务规模未来或将

进一步上升

近年公司债务规模随业务扩张不断增长，2017-2019年末账面余额分别为850.61亿元、904.77亿元和1,053.71亿元，年复合增长率11.30%。公司所有者权益规模持续上升，2017-2019年分别为251.92亿元、260.69亿元和291.31亿元，年复合增长率7.54%；2020年3月末公司所有者权益规模上升至311.90亿元，主要系公司持股51%的西安曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司并入合并报表，少数股东权益增长所致。综合影响下，公司产权比率由2017年的337.65%上升至2019年末的361.71%，所有者权益对负债的保障程度较低。

表20 2017-2019年及2020年3月末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	11,155,482.91	10,537,115.41	9,047,687.17	8,506,057.23
所有者权益	3,119,024.61	2,913,130.84	2,606,924.45	2,519,182.43
产权比率	357.66%	361.71%	347.06%	337.65%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

债务结构上，近年流动负债增长较快，2017-2019年年复合增长率32.80%，债务结构逐步由非流动负债向流动负债转变，截至2019年末，流动负债账面余额合计678.02亿元，占负债总额的64.35%，占比较2017年增长19.15个百分点。

为满足业务规模不断扩大所产生的对流动资金的需求，近年公司短期借款规模持续上升，截至2019年末，公司短期借款50.01亿元，其中保证借款40.30亿元，理财直融借款5.00亿元，抵押借款3.21亿元，抵押物主要为芙蓉新天地、会展中心等自持物业，信用借款1.50亿元，借款银行主要包括国有银行、股份制银行及融资租赁公司。2020年3月末公司短期借款进一步上升至64.62亿元。应付账款主要为应付工程款，2017-2019年账面余额分别为67.97亿元、73.05亿元和77.69亿元，账款规模逐年上升，其中账龄在一年内和1-2年的应付账款余额分别为42.12亿元和10.68亿元，占全部应付账款的比例为54.22%和13.75%。公司预收款项主要是房地产开发项目的预收售房款，2017-2019年账面余额分别为47.58亿元、107.50亿元和177.14亿元，年均复合增长92.95%，占同期全部负债的16.81%，但该款项的偿还主要以房屋交付实现，实际偿付压力弱于账面表现。其他应付款主要是应付银行借款、企业债券的利息及关联单位的往来款，2017-2019年公司其他应付款账面余额分别为143.90亿元、146.51亿元和164.14亿元，其中2019年末应付往来款及棚改资金规模159.75亿元，占其他应付款总额的97.32%，账龄上1年以内、1-2年及2-3年的款项占比分别为39.37%、26.39%和26.26%。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债192.81亿元，其中一年内到期的长期借款127.62亿元、应付债券63.00亿元、长期应付款2.19亿元。

表21 2017-2019年及2020年3月末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	646,207.13	5.79%	500,067.99	4.75%	209,290.00	2.31%	145,400.00	1.71%
应付账款	767,132.63	6.88%	776,854.16	7.37%	730,547.60	8.07%	679,739.03	7.99%
预收款项	1,969,249.92	17.65%	1,771,394.85	16.81%	1,074,954.82	11.88%	475,798.01	5.59%
其他应付款	1,422,322.66	12.75%	1,641,391.77	15.58%	1,465,075.31	16.19%	1,438,971.85	16.92%
一年内到期的非流动负债	1,823,360.56	16.34%	1,928,051.35	18.30%	1,761,753.75	19.47%	1,036,897.64	12.19%
流动负债合计	6,725,584.75	60.29%	6,780,218.16	64.35%	5,328,488.78	58.89%	3,844,490.08	45.20%
长期借款	3,145,530.35	28.20%	2,763,085.45	26.22%	3,092,313.45	34.18%	3,648,161.73	42.89%
应付债券	1,022,902.50	9.17%	807,472.00	7.66%	538,000.00	5.95%	928,000.00	10.91%
非流动负债合计	4,429,898.16	39.71%	3,756,897.25	35.65%	3,719,198.38	41.11%	4,661,567.15	54.80%
负债合计	11,155,482.91	100.00%	10,537,115.41	100.00%	9,047,687.17	100.00%	8,506,057.23	100.00%
有息负债	6,815,868.61	61.10%	6,096,790.93	57.86%	5,614,722.36	62.06%	5,770,103.04	67.84%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

非流动负债方面，2017-2019年公司长期借款账面余额分别为364.82亿元、309.23亿元和276.31亿元，占全部负债比重由2017年的42.89%下滑至2019年末26.22%，仍是公司负债的主要构成。2019年末应付债券包括19曲文投PPN001、19曲文控MTN001、19曲文控MTN002、陕西省2015年第一批定向承销置换债券、陕西省2016年第一批定向承销置换债券等，详见下表。2020年一季度，公司及子公司新发行20曲文控SCP001、20曲文投PPN001等债券，使得公司应付债券余额进一步上升至102.29亿元，较2019年末上升了26.68%。

表22 2019年末公司应付债券明细表（单位：亿元）

债券名称	发行金额	发行日期	债券期限	期末余额
19曲文投PPN001	15.00	2019-12-11	三年	15.00
19曲文控公司债三期	15.00	2019-01-21	三年	15.00
19年债权融资计划	6.00	2019-05-24	七年	6.00
19年非公开发行公司债券	10.00	2019-06-14	三年	10.00
19曲文控MTN001	10.00	2019-03-27	五年	10.00
19曲文控海外债	13.95	2019-09-25	三年	13.95
19曲文控MTN002	5.00	2019-12-18	五年	5.00
陕西省2015年第一批定向承销置换债券	2.80	2015-08-11	三至十年	2.80
陕西省2016年第一批定向承销置换债券	3.00	2016-03-25	三至十年	3.00

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

2017-2019年公司有息负债分别为577.01亿元、561.47亿元和609.68亿元，2020年3月末公司有息负债规模上升至681.59亿元，一年内到期的有息负债本金金额为246.96亿元。公

司有息负债规模较大承担的文化产业工程和景区基建任务较重，投资回收期较长，未来债务规模或将进一步上升。

2017-2019年公司资产负债率从77.15%逐年上升至78.34%，公司资产负债率持续上升且处于较高水平。从短期偿债指标来看，公司账面货币资金较多，但随着公司有息债务规模的持续扩大，现金短期债务比持续下降，公司短期偿债压力上升；近年公司利润总额持续上升，2017-2019年公司EBITDA利息保障倍数在持续小幅上升，公司盈利对利息的保障程度有所加强，但绝对值仍保持较低水平，公司盈利对利息的保障程度一般。

表23 2017-2019年及2020年3月末公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	78.15%	78.34%	77.63%	77.15%
现金短期债务比	0.81	0.81	1.28	2.23
EBITDA 利息保障倍数	-	1.35	0.88	0.80
有息债务/EBITDA	-	19.76	24.13	28.72

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2019 年末，公司对外担保金额共计 42.44 亿元，占 2019 年末所有者权益的比例为 14.57%，被担保企业均为西安曲江新区内国有企业，均未提供反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表24 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	金额	担保截止日期	担保方式
西安曲江大秦帝国影业投资有限公司	10,000.00	2020年12月	连带责任保证担保
西安环城建设旅游开发总公司	6,000.00	2020年2月	连带责任保证担保
	5,000.00	2020年5月	连带责任保证担保
西安曲江复地文化商业管理有限公司	588.00	2021年1月	连带责任保证担保
	7,301.00	2024年1月	连带责任保证担保

	6,468.00	2020年1月	连带责任保证担保
西安曲江北城建设有限公司	116,500.00	2021年9月	连带责任保证担保
西安曲江临潼文化旅游发展有限公司	9,000.00	2020年3月	连带责任保证担保
	6,753.11	2021年8月	连带责任保证担保
	12,000.00	2022年3月	连带责任保证担保
	11,845.84	2022年11月	连带责任保证担保
	16,463.91	2024年2月	连带责任保证担保
	5,000.00	2020年1月	连带责任保证担保
	5,000.00	2020年1月	连带责任保证担保
西安曲江文化金融控股有限公司	24,500.00	2024年2月	连带责任保证担保
	30,000.00	2020年6月	连带责任保证担保
	29,000.00	2024年6月	连带责任保证担保
	20,000.00	2020年5月	连带责任保证担保
	50,000.00	2026年9月	连带责任保证担保
西安曲江楼观旅游农业开发有限公司	3,000.00	2020年11月	连带责任保证担保
西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室	20,000.00	2020年7月	连带责任保证担保
	30,000.00	2021年3月	连带责任保证担保
合计	424,419.86		

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

九、抗风险能力分析

公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，近年来区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。公司主要业务板块包括文化旅游项目的经营与管理、文化产业（工程）项目、景区基础设施建设、房地产开发和超市零售业务，截至2020年3月末合计总投资达779.76亿元，业务持续性较好；2017-2019年公司分别实现营业总收入96.75亿元、135.89亿元和170.37亿元，营业收入规模持续快速增长。并且公司持续获得较多的政府补助，提升了公司的利润水平，整体来看，公司综合实力较强。截至2020年3月末，公司有息负债总额达到681.59亿元，其中一年内到期的有息负债本金达246.96亿元，公司有息负债规模较大，考虑到公司承担的文化产业工程和景区基建任务较重，投资回收期较长，债务规模未来或将进一步上升。

十、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源和风险主要包括以下几个方面。

(1) 公司营业收入规模持续增长，公司主营业务收入和资金回笼可为本期债券偿还提供一定保障。2017-2019年，公司分别实现营业收入96.75亿元、135.89亿元和170.04亿元，营业收入快速增长。公司景区基础设施建设、文化产业（工程）项目和房地产业务在建和拟建项目较多，截至2020年3月末合计总投资达779.76亿元，业务持续性较好；西安市房地产市场较为活跃，公司在手尚未销售的房地产项目较多，且所在区位较好，预计短期内能为公司收入提供较好支撑；2017-2019年公司收入收现比分别为1.00、1.32和1.17，经营活动现金回款情况较好，可为本期债券偿还提供一定保障。

(2) 公司资产变现收入可为本期债券偿还提供一定保障。截至2020年3月末，公司长期股权投资账面价值50.87亿，投资性房地产账面价值为57.81亿元，固定资产账面价值为100.15亿元。但值得关注的是，长期资产变现速度较慢且部分资产使用受限，变现时间具有一定不确定性。

十一、结论

综上，中证鹏元评定西安曲江文化控股有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于发行主体年度报告披露后3个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将通过监管部门指定的网站和公司官网披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2018年期初数	2017年
货币资金	2,003,610.63	1,975,091.31	2,548,766.40	2,699,584.11	2,699,584.11
应收账款	1,050,229.43	996,738.11	874,735.53	722,887.10	722,887.10
预付款项	744,662.20	754,625.46	374,285.21	205,234.24	205,234.24
其他应收款	3,744,178.23	3,631,003.43	3,005,715.66	3,128,131.27	3,128,131.27
存货	3,643,925.48	3,106,929.65	2,530,857.90	2,381,055.20	2,381,055.20
流动资产合计	11,371,970.32	10,622,720.74	9,448,370.03	9,230,139.35	9,230,139.35
长期股权投资	508,678.02	486,155.96	276,060.37	161,121.75	161,121.75
投资性房地产	578,065.54	579,177.34	588,218.58	320,372.46	320,372.46
固定资产	1,001,499.67	982,013.99	772,947.12	809,870.52	809,870.52
非流动资产合计	2,902,537.20	2,827,525.51	2,206,241.59	1,795,100.31	1,795,100.31
资产总计	14,274,507.52	13,450,246.24	11,654,611.62	11,025,239.66	11,025,239.66
短期借款	646,207.13	500,067.99	209,290.00	145,400.00	145,400.00
应付账款	767,132.63	776,854.16	730,547.60	679,739.03	679,739.03
预收款项	1,969,249.92	1,771,394.85	1,074,954.82	475,798.01	475,798.01
其他应付款	1,422,322.66	1,641,391.77	1,465,075.31	1,438,971.85	1,438,971.85
一年内到期的非流动负债	1,823,360.56	1,928,051.35	1,761,753.75	1,036,897.64	1,036,897.64
流动负债合计	646,207.13	6,780,218.16	5,328,488.78	3,844,490.08	3,844,490.08
长期借款	3,145,530.35	2,763,085.45	3,092,313.45	3,648,161.73	3,648,161.73
应付债券	1,022,902.50	807,472.00	538,000.00	928,000.00	928,000.00
非流动负债合计	4,429,898.16	3,756,897.25	3,719,198.38	4,661,567.15	4,661,567.15
负债合计	11,155,482.91	10,537,115.41	9,047,687.17	8,506,057.23	8,506,057.23
有息债务	6,815,868.61	6,096,790.93	5,614,722.36	5,770,103.04	5,770,103.04
所有者权益	3,119,024.61	2,913,130.84	2,606,924.45	2,519,182.43	2,519,182.43
营业收入	354,556.71	1,703,746.27	1,358,926.22	967,464.37	967,464.37
其他收益	3,345.31	17,804.97	15,052.35	13,524.38	13,524.38
营业利润	-52,480.92	110,007.30	68,719.12	41,694.25	41,694.25
营业外收入	1,897.41	20,145.88	1,768.80	12,263.26	12,263.26
利润总额	-51,151.96	119,062.15	68,031.85	52,139.08	52,139.08
经营活动产生的现金流量净额	-422,408.14	-68,742.54	530,874.33	-462,618.82	-418,153.82
投资活动产生的现金流量净额	-189,566.45	-601,566.98	-344,859.45	184,850.36	184,850.36
筹资活动产生的现金流量净额	621,375.68	179,553.54	-281,675.87	2,537,966.62	1,725,416.78
财务指标	2020年3	2019年	2018年	2017年	

	月			
综合毛利率	21.12%	27.15%	18.60%	20.44%
收现比	1.32	1.17	1.32	1.00
产权比率	357.66%	361.71%	347.06%	337.65%
资产负债率	78.15%	78.34%	77.63%	77.15%
现金短期债务比	0.81	0.81	1.28	2.23
EBITDA (万元)	-	308,596.13	232,704.89	200,900.76
EBITDA 利息保障倍数	-	1.35	0.88	0.80
有息债务/EBITDA	-	19.76	24.13	28.72

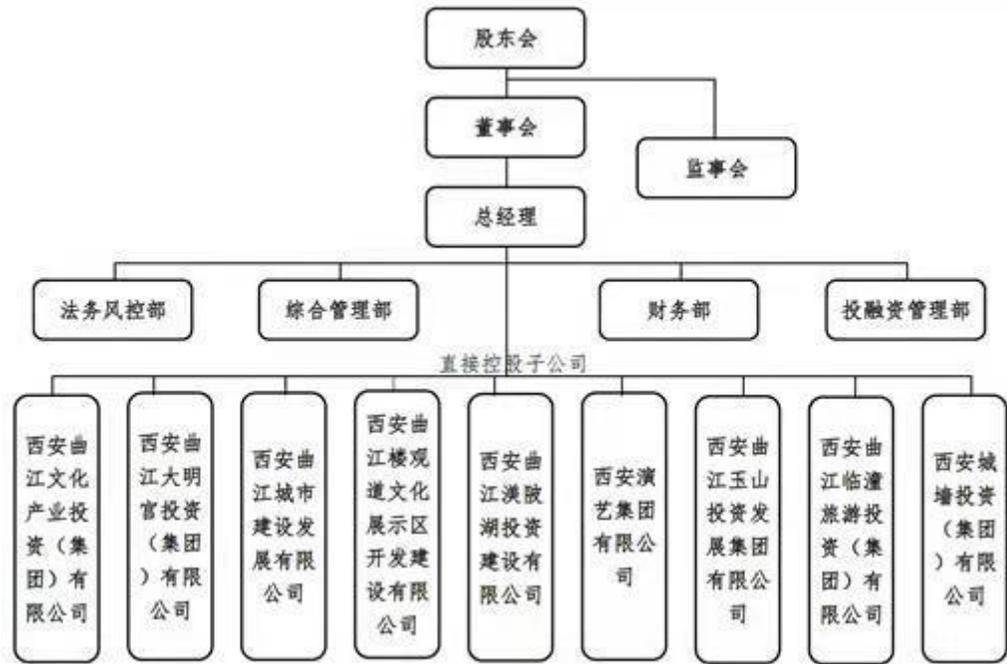
资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 截至 2019 年末纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

子公司名称	实收资本	持股比例	子公司级别
西安曲江文化产业投资（集团）有限公司	830,000.00	100.00%	一级
西安曲江大明宫投资（集团）有限公司	382,000.00	93.87%	一级
西安曲江城市建设发展有限公司	240,000.00	80.00%	一级
西安曲江楼观道文化展示区开发建设有限公司	103,000.00	100.00%	一级
西安曲江浹陂湖投资建设有限公司	50,000.00	60.00%	一级
西安演艺集团有限公司	31,200.00	91.81%	一级
西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	150,000.00	51.00%	一级
西安城墙投资（集团）有限公司	110,000.00	100.00%	一级
西安曲江玉山投资发展集团有限公司	1,891.92	100.00%	一级

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息所支付的现金
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中付息部分

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。