



西安曲江文化控股有限公司2020年度第一期、2021年度第一期中期票据2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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。

中证鹏元资信评估股份有限公司



西安曲江文化控股有限公司2020年度第一期 、2021年度第一期中期票据2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
20 曲文控 MTN001 等级	AAA	AAA
21 曲文控 MTN001 等级	AAA	AAA
评级日期	2021-6-25	2020-08-20/ 2021-02-18

评级观点

- 中证鹏元对西安曲江文化控股有限公司（以下简称“曲文控”或“公司”）及其 2020 年 9 月发行的一般中期票据（以下简称“20 曲文控 MTN001”）与 2021 年 2 月发行的一般中期票据（以下简称“21 曲文控 MTN001”）的 2021 年度跟踪评级结果为：“20 曲文控 MTN001”、“21 曲文控 MTN001”信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望维持为稳定。
- 上述等级的评定是考虑到西安市文化旅游资源丰富，曲江新区发展定位较高；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，营业收入持续增长；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存在较大偿债压力和资金压力；公司资产中应收款项类和抵质押资产规模较大，对资产流动性产生一定影响；公司经营性业务利润规模较小；公司新并购的超市零售业务经营欠佳；存在较大的或有负债风险、关注子公司无偿划转相关风险等风险因素。

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。

债券概况

债券简称：20 曲文控 MTN001/21 曲文控 MTN001

债券剩余规模：5 亿元/3.5 亿元

到期日期：2025-09-28/2024-02-25

偿还方式：单利按年计息，不计复利，20 曲文控 MTN001 附第 3 末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，21 曲文控 MTN001 附第 2 末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	1,764.37	1,642.06	1,345.02	1,165.46
所有者权益	303.05	305.63	291.31	260.69
总债务	831.46	779.92	611.90	564.13
资产负债率	82.82%	81.39%	78.34%	77.63%
现金短期债务比	0.91	0.81	0.81	1.28
营业收入	43.11	239.04	170.37	135.89
其他收益	0.22	3.63	1.78	1.51
利润总额	-4.98	10.66	11.91	6.80
销售毛利率	23.01%	24.95%	27.15%	18.60%
EBITDA	-	33.23	30.86	23.27
EBITDA 利息保障倍数	-	1.56	1.35	0.88
经营活动现金流净额	-0.93	-84.92	-6.87	53.09
收现比	147.78%	112.31%	116.92%	131.69%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理



优势

- **西安市文化旅游资源丰富，曲江新区系西安市打造旅游城市的重要抓手，发展定位较高，2021 年区域版图进一步扩大。**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，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，2021 年新增西渭东区由西安曲江新区管委会主导建设，区域版图进一步扩大。
- **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商业经营、文化产业（工程）业务、景区基础设施建设、房地产开发等板块，2020 年收入规模持续增长。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项目较多，业务持续性较好，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。**近年来西安曲江新区管理委员会（以下简称“曲江新区管委会”）通过拨付货币资金、划拨股权等方式显著增加了公司资本实力，较大规模政府补助亦有效改善了公司盈利水平。

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，存在较大偿债压力和资金压力。**公司承担的文化产业工程和景区基础设施建设任务较重，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，给公司带来较大资金压力。截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率持续上升至较高水平，有息负债规模较大，非标融资规模有所上升，偿债压力较大。
- **应收类款项和公司抵质押资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。**公司资产中应收款项类账面价值较高，主要系应收政府部门的代建费、回购款以及往来款，回收时间具有一定不确定性，对公司资金形成明显占用。根据公司公告，截至 2021 年 3 月 15 日，公司累计资产抵质押余额为 262.35 亿元，抵押资产规模较大，对公司资产流动性及其变现能力产生一定影响。
- **公司经营性业务利润规模较小，且其中归属于少数股东的损益规模较大。**公司来源于外部或非经常性项目的收益规模较大，实现的经营性收益较小。同时，房地产业务对公司收入和利润形成重要支撑，但公司较多房地产项目和其他公司联合开发，归属于少数股东权益的利润规模较大，且需关注后续公司房地产业务的去化情况。
- **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，2020 年人人乐公司收入规模持续下降，扣非净利润持续亏损，经营不佳。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保规模较大，被担保企业均为当地国有企业，均未设置反担保措施，对外担保规模较大，公司存在较大的或有负债风险。
- **关注公司无偿划转子公司股权相关风险。**2020 年 8 月公司将所持有的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”）36.00%股权无偿划转至曲江新区管委会，本次股权划转完成后，公司持股临潼旅游集团 15%的股权，临潼旅游集团不再纳入公司合并报表。



本次评级适用评级方法和模型

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：上述评级方法和模型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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	7
	GDP 规模	5		资产负债率	1
	GDP 增长率	3		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	5
	公共财政收入	5		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		非常强	财务风险状况等级		很小
指示性信用评分					aa+
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa+
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AAA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AAA	AAA	2021-02-18	龚程晨、杨培峰	城投公司信用评级方法和模型 cspy_ffmx_2019V1.0	阅读全文
AAA	AAA	2020-08-20	龚程晨、杨培峰	城投公司信用评级方法和模型 cspy_ffmx_2019V1.0	阅读全文



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、“20曲文控MTN001”、“21曲文控MTN001”募集资金使用情况

公司于2020年9月发行了5亿元“20曲文控MTN001”、于2021年2月发行了3.5亿元“21曲文控MTN001”，20曲文控MTN001募集资金用于偿还公司有息债务，21曲文控MTN001募集资金用于向西安旅游集团增资，并最终用于下属子公司西安大汉上林苑实业有限责任公司野生动物园提质扩容项目建设。截至2020年底，“20曲文控MTN001”募集资金已全部使用完毕，“21曲文控MTN001”未使用金额为3.50亿元。

三、发行主体概况

2020年公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均为发生变化，截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为100.00亿元，控股股东和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。公司产权及控制关系如附录二所示。

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商业经营、文化产业（工程）项目、景区基础设施建设和房地产开发，2020年公司合并范围变动情况如下表所示。

表1 2020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
2020年	西安出版社有限责任公司	增加	收购
	西安市新华书店有限公司	增加	收购
	西安市电影有限责任公司	增加	收购
	西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	减少	无偿划转

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全



球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导资金服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富

的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

得益于五大主导产业发展带动，2020年西安市经济总量保持增长，综合经济实力较强

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、联合国教科文组织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。

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。2020年，西安市地区生产总值为10,020.39亿元，按可比价格计算，增速为5.2%，增速有所放缓，第三产业是区域主导产业，且其对经济增长的贡献有所提升。2020年西安市人均GDP为7.74万元，为同期全国人均GDP的106.78%。

2020年西安市固定资产投资增速为12.3%，有所提高。2020年西安市固定资产投资增速较快，主要是工业投资增速较快，其中信息传输、软件和信息技术服务业工业投资同比增加29.6%。受2020年第一季度新冠疫情影响，2020年全年西安市社会消费品零售总额同比下滑2.9%，但全年降幅比前三季度收窄2.7个百分点。

表2 西安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	10,020.39	5.2%	9,321.19	7.0%



第一产业增加值	312.75	3.0%	279.13	4.3%
第二产业增加值	3,328.27	7.4%	3,167.44	7.6%
第三产业增加值	6,379.37	4.2%	5,874.62	6.8%
工业增加值	1,828.59	5.8%	1,868.86	6.6%
固定资产投资	-	12.3%	-	1.1%
社会消费品零售总额	4,989.33	-2.9%	-	6.0%
进出口总额	3,473.8	7.2%	3,243.06	-1.8%
存款余额	25,730.51	11.5%	23,340.84	9.8%
贷款余额	25,559.04	14.8%	22,436.65	12.8%
人均 GDP（万元）		7.74		9.22
人均 GDP/全国人均 GDP		106.78%		130.14%

注：“-”表示数据未公开披露；2020 年人均 GDP 按照《西安市第七次全国人口普查主要数据公报》中，以 2020 年 11 月 1 日零时为标准时点进行统计的常住人口计算。

资料来源：西安市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年西安市实现一般公共预算收入724.14亿元，同比增长3.1%，实现政府性基金收入1,207.32亿元，同比增长26.6%。2020年西安市一般公共预算支出1,347.58亿元，同比增长8.1%，财政自给率为53.74%。

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，2021年新增西渭东区由西安曲江新区管委会主导建设，区域版图进一步扩大，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、浐陂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。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。2020年曲江新区实现的地区生产总值持续增长，但经济增速受疫情影响下降明显。

表3 曲江新区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	304.7	2.9%	280.22	7.4%
第二产业增加值	-	-	19.08	15.8%
第三产业增加值	-	-	261.14	7.0%

资料来源：曲江新区管委会及其官方网站，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。财税制度上主要表现为，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。

表4 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
汉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

2021年6月，西安市政府和渭南市政府签订《西安市人民政府渭南市人民政府关于加快推进西渭融合发展规划建设西渭东区的合作协议》，西渭东区由西安市人民政府、渭南市人民政府合作开发建设，具体由西安曲江新区管委会主导建设，未来的西渭东区将成为推动西渭深度融合的新高地。根据渭南市华州区对西渭东区国土空间进行的规划管制，西渭东区规划范围东至石堤河，西至赤水河，南至南塬，北至老西潼公路。2021年渭南市政府工作报告中明确指出全力支持建设西渭东区，在原高新东区的框架和基础上，由西安曲江新区管委会主导建设西渭东区，打造集文化创意、绿色康养、休闲度假、文化旅游为一体的高品质区域发展样板区。渭南市华州区将全力支持西渭东区建设，配合搞好规划制定、征地拆迁、社会事务管理等工作，确保各项建设起步良好、推进顺利。至此，曲江新区版图进一步扩展，但未来曲江新区管委会在西渭东区的具体业务开发模式和财政职权尚未确定。

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。

2020年曲江新区实现公共财政收入40.74亿元，同比下降7.6%，主要原因为受疫情影响，区内文化旅游业、服务业等企业正在逐步恢复营业；同时，落实中省各项减税降费政策等因素也导致收入下降；同期曲江新区公共财政支出49.98亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为81.53%。

2020年西安房地产市场在疫情后得到积极恢复，房地产开发投资增长主要依靠土地购置费增长带动；2020年西安市商品房待售面积持续减少，预计2021年西安市房地产市场保持平稳发展态势

2020年西安房地产市场在疫情后得到积极恢复，全年西安市房地产开发投资2,624.48亿元，同比增长6.5%，增速分别较一季度、上半年和前三季度提高8.1、1.9和3.5个百分点，较上年同期提高8.6个百分点。其中，住宅投资1,782.12亿元，同比下降1.3%；办公楼投资225.60亿元，增长19.0%；商业营业用房投资239.85亿元，增长21.1%。值得注意的是，2020年西安市房地产开发投资同比增长6.5%，其中建安投资增速仅为0.5%，较上年回落0.7个百分点；而同期土地购置费增长22.5%，同比提高29.5个百分点，拉动全市开发投资增速4.8个百分点，土地购置费占全部开发投资的比重为24.5%，较上年提高3.3个百分点，2020年西安市房地产开发投资增长主要依靠土地购置费增长带动。从土地供应层面看，2020年西安市房地产土地出让量价齐增，2020年西安市加大了土地供应，缓解了市场需求，房地产土地成交面积同比增长27.9%，土地出让价格增长约在18%左右，从供给端增加了房价上涨的压力。

从销售来看，2020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11位，较上年后移4位；从房地产开发投资看，西安房地产开发投资总量居副省级城市第7位，与上年持平；增速居第8位，较上年前移7位。得益于省会城市的优势地位和集聚效应，西安房地产开发投资和销售规模占全省的比重始终保持在60%左右，大大高于其他主要经济指标占比。2020年，西安房地产开发投资和商品房销售面积占全省比重分别为59.6%和57.5%，较上年分别下降3.5和2.5个百分点。分区域看，开发区商品房销售好于区县，2020年，全市8个开发区（含西咸新区）房地产开发投资同比增长14.3%，开发区投资总量占到全市的75.6%，占比较上年提高5.2个百分点；商品房销售面积增长4.6%，销售面积占到全市的77.2%，同比提高5.6个百分点。13个区县2020年开发投资和销售面积同比均为下降，占全市比重均回落。

从商品房待售面积看，截至2020年12月末，西安市商品房待售面积149.51万平方米，较上年末减少53.20万平方米，商品房待售面积持续减少。整体来看，2020年西安房地产市场在疫情后得到积极恢复，2021年整体上将延续增长势头，但在“三条红线”融资管控收紧压力以及11.30新政下，房企资金运用将更加审慎，考虑到西安市近几年房地产市场快速发展形成的高基数、全运会停工等因素，预计西安市房地产开发市场将保持平稳发展态势。



五、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商业经营、文化产业（工程）项目、景区基础设施建设和房地产开发，受房地产收入规模快速扩大和人人乐公司并入合并报表新增超市零售收入影响，2020年公司营业收入规模持续快速增长，从收入结构来看，文化旅游经营商业经营、景区基础设施建设和房地产开发收入占比较大。2020年，公司各类业务毛利率均小幅下滑，销售毛利率较上年有所下降，但公司业务整体盈利能力仍尚可。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	236.16	24.44 %	163.17	25.67 %
其中：文化旅游商业经营	94.85	19.81%	39.80	26.96%
文化产业（工程）项目	2.27	23.22%	7.02	26.92%
景区基础设施建设	46.28	6.84%	58.25	8.67%
房地产	92.76	37.98%	58.09	41.68%
其他业务小计	2.88	67.43%	7.21	60.80%
文化旅游其他	2.88	67.43%	7.21	60.80%
合计	239.04	24.95%	170.37	27.15%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 文化旅游商业经营业务

公司打通文化旅游全产业链，业态类型多样，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，综合实力强；2020年受疫情影响公司文化旅游经营业务收入规模有所下滑

公司的文化旅游商业经营业务包括文化旅游经营业务和文化商业及超市零售业务。其中，文化旅游经营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。

表6 公司 2019-2020 年文化旅游经营板块收入构成情况（单位：亿元）

收入领域	2020 年	2019 年
旅游	13.46	17.73
会展	0.89	2.70
电视电影	3.78	1.05
文化演出	0.41	0.97
出版传媒	10.98	0.36
文化金融	1.66	0.54
其他	0.47	5.02
合计	31.65	28.37

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。

公司旅游业务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。2020年7月，子公司曲江文投发布《西安曲江文化产业投资(集团)有限公司关于大唐芙蓉园等景区免费开放的公告》中称，公司运营的大唐芙蓉园景区将于8月1日起实施免费预约入园，楼观生态文化旅游度假区的赵公明文化景区、终南山古楼观历史文化景区、延生观景区、化女泉景区（以下简称“楼观四景区”）等景区将于8月1日起免费对外开放。部分景区门票免费对公司门票收入影响较大，但门票收入占公司整体营业收入比重小，且景区门票免费或将提升景区客流量，带动公司周边商业物业运营收入；同时，2020年7月底，曲江文投下属子公司西安曲江文化旅游股份有限公司（以下简称“曲江文旅”）与西安曲江新区事业资产管理中心签订了《〈大唐芙蓉园委托经营管理协议〉的补充协议》，协议约定了在大唐芙蓉园免费对外开放后公司获取管理酬金的计取和支付方式，一定程度上弥补了大唐芙蓉园免费开放后对公司收入带来的影响。

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。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》，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。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。2020年公司旅游业务实现收入13.46亿元，较上年有所下滑，主要系受2020年一季度疫情影响，公司收费景区及各类景区内的经营业务、酒店餐饮业务、旅游服务(旅行社)及旅游商品销售业务都受到不同程度影响所致。

会展业务主要由子公司西安曲江国际会展（集团）有限公司（以下简称“会展集团”）负责运营，通过承办展会的形式实现收入，公司原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，2019年下半年西安市将展览交流功能转移至浐灞片区，2019年10月，公司将曲江国际会展中心出售给曲江新区管委会，使得2020年会展业务收入大幅下降。

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，公司已累计出品多部电影、电视剧和纪录片作品，2020年公司成功举办了第七届丝路国际电影节。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，2020年公司电视电影领域实现收入3.78亿元，收入规模较上年有所上升，主要是当年西安市电影有限责任公司并入公司合并报表所致。

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、会展馆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。2020年公司文化演出业务实现收入0.41亿元，收入规模不大。

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。2020年公司文化金融领域实现收入1.66亿元，较上年有所增长，但整体收入规模不大。

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。2020年西安市新华书店有限公司纳入公司合并报表及收购三板上市公司陕西新动向传媒股份有限公司（股票代码：873021），且公司以“曲江书城”模式为蓝本，20余家“书店+咖啡+文创”新型业态书店建成开业，2020年公司出版传媒业务实现收10.98亿元，出版传媒业务收入规模大幅增长。

整体来看，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，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，综合实力强。

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

文化商业及超市零售业务包括两部分，一部分是公司对芙蓉新天地、曲江创意谷、大唐不夜城为代表的城市综合商业和主题商业街区进行运营，实现一定文化商业收入。另一部分主要是超市零售收入，



2019年7月，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，曲江文投成为人人乐公司的第一大股东，合计拥有其21.15%的股权和44.00%的表决权。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，2020年实现超市零售收入59.81亿元。

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2020年末，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149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，2018-2020年人人乐分别实现营业收入81.31亿元、76.00亿元和59.81亿元，收入规模持续下降，且近三年扣非净利润持续为负。2020年5月、2020年12月、2021年1月及2021年5月，人人乐公司分别收到深交所的年报问询函或关注函，要求人人乐公司对其年报重大变动、出让资产和转让子公司等事项做出回复，人人乐公司从收入确认方式、扣非净利润变动的合理性等对上述问询进行了相关回复，需关注人人乐公司持续经营情况。

表7 人人乐公司主要营业指标（单位：亿元）

指标	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	47.04	47.48	46.68
净资产	14.61	14.51	14.16
总债务	2.27	2.74	1.00
营业收入	59.81	76.00	81.31
营业利润	0.62	0.18	-3.14
净利润	0.35	0.37	-3.55
扣非净利润	-3.48	-2.00	-3.77
经营活动产生的现金流量净额	-1.13	-1.00	-2.26

资料来源：人人乐公司2019-2020年年报，中证鹏元整理

➤ 文化产业（工程）项目业务

2020年公司文化产业（工程）项目业务收入受建设和结算进度影响有所下滑，在建项目总投资和所需投资规模较大，业务持续性较好，但也给公司带来一定资金压力

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，经营主体包括子公司西安城墙投资（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（以下简称“文商集团”）等。

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。自营项目业务模式是，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。

受项目阶段性完工及项目开发周期影响，2020年公司文化产业（工程）项目实现收入规模较小，且较上年有所下滑。截至2021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等，预计总投资213.34亿元，已投资66.67亿元。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 2021 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）

项目名称	总投资金额	已投资金额	项目功能
皇城坊项目	8.35	9.51	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
尚德映巷项目	4.20	5.69	配套顺城北路区域的商业综合体项目
曲江国际社区	52.00	21.82	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
电竞产业园	34.10	7.32	提供电竞比赛场馆、办公、展览等
小雁塔历史文化片区综合改造项目	26.52	1.74	小雁塔历史文化片区综合改造项
碑林历史文化街区项目	25.17	0.16	碑林历史文化街区改造
易俗社文化街区有机更新项目	23.37	6.66	打造以易俗社为中心，融合秦腔艺术展演、中外戏剧交流、博物馆展示、戏曲教育传承、文化创意为一体的特色文化街区
半山温泉艺术公园	16.52	3.99	总建筑面积 66,804m ² ，包括温泉别院 20,510 m ² ，婚宴广场 6,962m ² ，温泉特色酒店 12,900 m ² ，温泉文化大街 26,432 m ²
曲江文创中心	38.62	9.78	分为曲江文化中心、双创加速器和双创孵化器，业态还盖整个文化产业链
合计	228.85	66.67	-

注：表中小雁塔历史文化片区综合改造项目和碑林历史文化街区项目为基础设施建设工程，通过 PPP 模式建设，公司出资比例为 70%，此外，这两个项目涉及征地安置分别总投资为 56.30 亿元和 71.63 亿元，未列示在上表中。

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

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）、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5.00%-12.00%），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，2020年公司景区基础设施建设实现收入46.28亿元，较上年有所下降，但仍是公司主要收入来源之一。截至2021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等，在建项目较多，总投资规模较大，业务持续性较好。

表9 截至 2021 年 3 月末公司主要景区基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资金额	已投资金额
曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目	832,522.83	523,973.13
站改二期	680,000.00	376,854.23
大华纱厂	343,348.53	221,817.24
楼观新镇	128,800.00	93,642.28
井上华府	190,000.00	82,700.00
中央文化商务区项目	188,200.00	149,282.99
井上村城中村改造项目	136,500.00	98,562.00
西安市护城河及环城公园综合改造工程项目	70,000.00	66,245.38
大明宫遗址公园整体景观提升改造项目（EPC）	29,600.00	8,184.43



经九路（北二环-太元路、含元路-啤酒路、凤城二路-凤城四路、东前进东西规划路-太元路）	16,268.26	14,112.79
秦始皇帝陵铜车马	10,344.50	2,465.15
麟德一路（未央路-建强路）	6,704.00	3,122.90
建强路（龙首北路东段—麟德一路）	6,230.00	4,285.29
开元路（纬二十七街-二府庄路）	1,632.00	372.9
遗址区道路设施提升改造工程	1,454.12	1,341.87
小计	2,641,604.24	1,646,962.58

资料来源：公司提供

整体来看，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，且公司在建项目较多，尚需投资规模较大，给公司带来一定资金压力。

➤ 房地产业务

2020年公司房地产板块收入持续快速增长，毛利率水平有所下降但仍保持较高水平，公司在建房产项目较多，短期内公司房地产业务收入的可持续较好

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。目前公司主要在开发房地产项目有两种开发方式，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2020年末公司已完工公开销售商品房项目包括永和坊、曲江大城等，大部分项目已基本销售完毕或者销售进入尾声。

表10 公司已完工公开销售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	开发模式	类别	总可售面积	截至 2021 年 3 月末累计 销售面积	截至 2021 年 3 月末累计 销售金额	销售进度	已回款金额
永和坊项目	自主开发	商业\住宅	64.03	61.52	58.90	96.08%	58.74
曲江大城	共同开发	住宅	24.32	24.11	43.33	99.14%	43.33
上和郡	自主开发	住宅	20.60	16.07	12.16	78.02%	11.86
林邑	自主开发	住宅	23.84	19.62	14.15	82.30%	14.09
瑞和·大唐府邸	自主开发	住宅	19.48	18.25	13.70	94.00%	13.58

资料来源：公司提供

截至2021年3月末，公司在建的独立开发房地产项目主要包括OC国际和雁泊台，其他项目均为联合开发项目，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%。2019年，子公司曲江文投下属公司西安曲江文化产业资本运营管理有限公司（以下简称“文化资本运营公司”）与重庆新鸥鹏教育产业发展（集团）有限公司共同出资组建西安曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司（简称“曲江新鸥鹏”），两者分别持股51%和49%，2019年下半年起，公司陆续于杭州、北海、潍坊竞得商住用地用于建设新鸥鹏教育小镇以及教育文化产业综合体，并在重庆市和杭州市拥有较多在建商业项目，包括重庆·璧山·凤凰城、央著天域、久境府、久雍府和中央公园项目。

表11 截至 2021 年 3 月末公司主要公开销售房地产在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发主体	项目所在地	项目类别	项目建设期	总投资金额	已投资金额
东方传奇	西安曲江雁顺置业有限公司	西安市金花路以东	住宅、商业	2015-2020	28.55	27.74
雁翔新城 A 地块	西安合汇兴尚置业有限公司	西安市曲江新区	住宅	2017-2020	24.56	19.99
雁翔新城 C 地块	西安嘉润荣成置业有限公司	西安市曲江新区	住宅	2018-2021	41.30	30.50
华润九里项目	西安秦尚置业有限责任公司	西安市曲江新区	住宅、商业	2018-2021	37.00	29.67
曲江中心风华项目	西安朔坤房地产开发有限公司	西安市曲江新区	住宅	2017-2021	32.30	25.03
OC 国际	西安瑞房企业管理有限公司	西安市高新区	办公	2015-2022	9.50	5.25
雁泊台	西安曲江观骊置业有限公司	西安市临潼区	住宅	2018-2023	14.21	9.33
重庆·璧山·凤凰城	重庆璧锦地产发展有限公司	重庆市璧山区	住宅、商业	2012-2023	47.89	37.92
央著天域	重庆创盈锦玺置业有限公司	重庆市江北嘴 CBD	住宅商业配套学校	2014-2025	67.81	44.30
久境府	杭州曲江新鸥鹏文化发展管理有限公司	杭州市余杭区	住宅商业配套学校	2020-2023	39.91	23.89
久雍府	杭州曲江新鸥鹏企业运营管理有限公司	杭州市余杭区	住宅商业配套	2010-2024	41.70	21.16
中央公园	重庆新鸥鹏远观地产有限公司	重庆市潼南区	住宅	2014-2022	41.60	34.71
御湖蓝湾	西安荣国置业有限公司	西安市鄠邑区	住宅	2018-2021	11.53	6.18
合计			-	-	437.86	315.67

资料来源：公司提供

销售方面，2018年以来公司房地产开发步入回收期，同时西安整体房价仍处于上涨态势，2020年公司房地产销售金额持续快速增长，业务毛利率较上年有所下降，但仍保持较高水平，盈利能力较好，对公司盈利带来良好支撑。目前公司在建项目储备较多，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，短期内公司房地产业务收入可持续较好，但在房地产行业政策趋紧的背景下，后续持续关注公司房地产项目的去化情况。

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。2020年公司收到各类政府补助资金 3.73 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 78.76 亿元，有效提升了公司的资本实力。

表12 近年公司资产注入/划转情况（单位：亿元）

年份	资产类别	金额
2020 年	西安曲江新区财政局拨付公司项目资本金补助、资本性拨款，子公司收到棚改专项资金增加资本公积	4.99
	西安曲江新区管理委员会将其持有的西安曲江秦腔剧院有限公司 100%股权无偿划转至子公司西安演艺集团有限公司，增加资本公积	1.25
	西安曲江新区管理委员会将公司持有的临潼旅游集团 36%股权无偿划转至西安曲江新区管理委员会，减少资本公积	-5.61
	其他引起资本公积变动的事项	0.77
	小计	1.40
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海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管委会，减少资本公积	-9.24
小计	39.16

资料来源：公司2016-2020年审计报告，中证鹏元整理

根据公司2020年8月28日出具的董事会决议，公司拟将所持有的临潼旅游集团36%股权以基准日为2020年3月31日经审计的账面值无偿划转给曲江新区管委会，本次股权划转完成后，临潼旅游集团不再纳入公司合并报表。本次无偿划转后公司账面总资产减少100.76亿元，占公司2019年末总资产的7.49%；负债减少82.07亿元，占公司2019年末负债的7.79%；净资产减少18.69亿元，占公司2019年末净资产的6.42%。此外，无偿划转临潼旅游集团36%股权后，公司对临潼旅游集团及其子公司的担保由系统内变成系统外担保，致使公司对外担保金额也大幅增加。公司对子公司的管控情况受曲江新区管委会影响较大。

六、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2019-2020年审计报告及2021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2020年末，公司合并范围一级子公司11家，详见附录四，2020年度公司合并报表范围变化详见表1。

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

2020公司总资产规模持续增长，一方面是由于公司业务规模、融资规模扩大所致，另一方面是由于子公司曲文投下属公司西安曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司（简称“曲江新鸥鹏”）少数股东以实物资产出资并入合并报表及项目持续投入建设所致。资产结构上，公司资产以流动资产为主。

公司货币资金规模较大，占总资产的比重呈下降趋势，截至2020年末使用受限货币资金为5.52亿元，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，2020年末公司应收账款主要应收对象为西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室等，前五名占应收账款总额的比重为86.70%，应收账款对象较为集中，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，2020年预付延



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结算，预付款项规模较上年大幅下降。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，主要应收对象包括西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室等，2020年末对前五大应收对象应收款项合计占其他应收款总额比例为70.47%。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，且其他应收款规模较大，对公司资金产生较大占用。

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、基础设施及文化产业项目为主的开发成本，以及已竣工的各类项目为主的开发产品等构成。2019年下半年来曲江新鸥鹏陆续于杭州、北海、潍坊竞得商住用地用于建设新鸥鹏教育小镇以及教育文化产业综合体，曲江新鸥鹏少数股东以实物资产出资（主要在重庆和杭州拥有较多的商业项目）并入合并报表，以及公司其他各类项目持续投入建设，2020年公司存货规模快速增长。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	202.36	11.47%	173.95	10.59%	197.51	14.68%
应收账款	104.32	5.91%	102.36	6.23%	99.67	7.41%
预付款项	39.73	2.25%	38.85	2.37%	75.46	5.61%
其他应收款	488.21	27.67%	460.86	28.07%	363.10	27.00%
存货	479.79	27.19%	450.06	27.41%	310.69	23.10%
流动资产合计	1,336.83	75.77%	1,245.15	75.83%	1,062.27	78.98%
长期股权投资	83.70	4.74%	83.33	5.07%	48.62	3.61%
投资性房地产	72.91	4.13%	74.49	4.54%	57.92	4.31%
固定资产	109.22	6.19%	108.92	6.63%	98.20	7.30%
在建工程	51.68	2.93%	49.33	3.00%	10.30	0.77%
非流动资产合计	427.55	24.23%	396.91	24.17%	282.75	21.02%
资产总计	1,764.37	100.00%	1,642.06	100.00%	1,345.02	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020年公司新增对深圳市中集产城发展集团有限公司投资22.90亿元，使得长期股权投资规模持续增长。投资性房地产主要系公司持有可供经营、出租的物业资产，以公允价值计量，其中成本合计59.41亿元，公允价值变动合计15.07亿元。截至2020年末，公司大额投资性房地产项目主要包括白鹿仓、芙蓉新天地等，2020年公司投资性房地产增加主要是子公司曲江文投下属西安明澜文盛商业运营管理合伙企业（有限合伙）收购西安曲江华平置业有限公司、西安华城置业有限公司及西安金悦隆旅游开发有限责任公司股权后新增合并范围所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物，随着在建工程转入、收购人人乐并入合并报表及购买房产，固定资产账面价值持续增长。2020年公司的在建工程较往年增长较快，主要系新增曲江新区希尔顿酒店项目、曲江新区言又几商业项目等所致。

截至2020年末，公司所有权受到限制的资产账面价值合计243.28亿元，占期末总资产的比例14.82%，



占期末所有者权益的比重为79.60%。根据公司公告，截至2021年3月15日，公司累计资产抵质押余额为262.35亿元，抵质押资产包括各类房屋建筑物及曲江旅游集团、文商集团等子公司股权。公司资产抵质押规模较大，对公司资产流动性及其变现能力产生一定影响。

表14 截至2020年末公司所有权受到限制的资产情况（单位：亿元）

资产类型	受限金额	占各类资产2020年末账面价值的比重
货币资金	5.52	3.2%
应收账款	6.51	6.4%
存货	126.15	28.0%
固定资产	42.99	39.5%
在建工程	8.21	16.6%
无形资产	1.51	7.7%
投资性房地产	49.91	67.0%
其他非流动金融资产	2.48	19.7%
小计	243.28	-

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

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。

收入质量与盈利能力

2020年公司收入规模持续增长，但经营性业务利润规模仍较小，且其中归属于少数股东的损益规模较大，投资收益、公允价值变动收益和政府补贴对盈利贡献较大

2020年公司营业收入规模快速增长，主要受房地产收入规模快速扩大和人人乐公司全年收入并入合并报表所致。从收入结构和业务盈利能力来看，文化旅游经营、景区基础设施建设、房地产开发收入和超市零售收入占比仍较大，文化旅游经营业态类型多样，其中旅游业务受2020年疫情影响有所减少，其他各细分类业务规模有所波动，但2020年文化旅游经营整体收入规模有所增长，业务盈利能力尚可；景区基础设施建设在建项目规模多，2020收入规模随项目进度和当年结算情况有所下降，毛利率水平仍较低；随着前期投资的房地产项目进入销售回款期，2020年公司房地产业务收入规模快速增长，且房地产业务毛利率水平整体较高，成为公司重要收入和利润来源，但值得注意的是，公司较多房地产项目和其他公司联合开发，整体收入和利润纳入公司合并报表，但归属于少数股东权益的利润规模较大，且须持续关注后续公司房地产项目的去化情况。

2020年公司来源于外部或非经常性项目的收益规模较大，2020年公司获得政府补助占利润总额的34.98%，改善了公司利润水平；公司投资收益主要来自转让部分投资公司股份款及联营企业贡献的投资收益等，公允价值变动收益主要系投资性房地产和金融资产增值，2020年合计占利润总额的84.39%。公司2020年净利润规模有所下降，且归属于母公司所有者的净利润规模较小。

总体而言，公司经营性业务利润规模较小，且其中归属于少数股东的损益规模较大，投资收益、公

允价值变动收益和政府补贴对盈利贡献较大。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
营业收入	43.11	239.04	170.37
收现比	1.48	1.12	1.17
营业利润	-4.93	11.48	11.00
其他收益	0.22	3.63	1.78
投资收益	0.08	6.39	4.20
公允价值变动收益	0.00	2.61	3.31
利润总额	-4.98	10.66	11.91
净利润	-5.67	5.51	7.54
少数股东损益	-0.33	4.74	6.05
归属于母公司所有者的净利润	-5.34	0.77	1.49
销售毛利率	23.01%	24.95%	27.15%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

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，资产负债水平较高，总债务规模持续增长，存在较大偿债压力

2020年公司债务规模随业务扩张不断增长，受益于未分配利润积累、股东注资和少数股东权益增长，公司所有者权益规模持续上升，但总负债规模上升速度快于所有者权益上升速度，2020年公司产权比率持续上升至较高水平，所有者权益对负债的保障程度较低。

图 1 公司资本结构

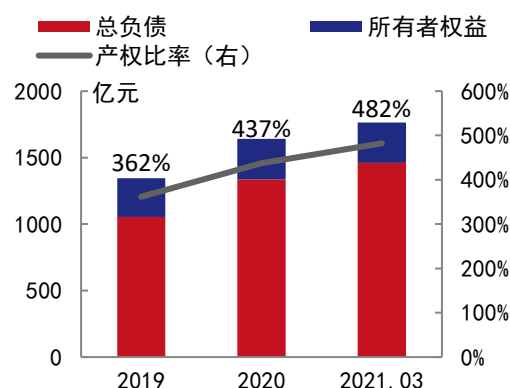
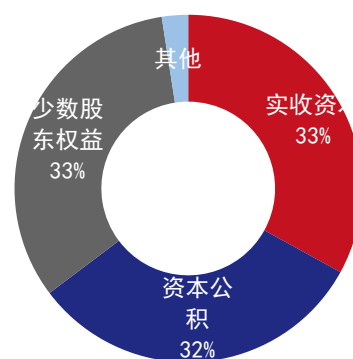


图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

债务结构上，由于公司房地产业务规模快速增长，预收款项增长较快，使得近年流动负债增长较快。

为满足业务规模不断扩大所产生的对流动资金的需求，2020年公司短期借款规模持续上升。应付账款主要为应付工程款。预收款项主要是房地产开发项目的预收售房款。其他应付款主要是应付西安城投

投资发展有限公司的棚改贷款及其他单位的往来款，规模较大且不断上升。一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款和应付债券，2020年末规模有所下降。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	92.44	6.33%	86.94	6.51%	50.01	4.75%
应付账款	104.74	7.17%	107.11	8.02%	77.69	7.37%
预收款项	193.66	13.25%	186.83	13.98%	177.14	16.81%
其他应付款	230.88	15.80%	197.50	14.78%	164.14	15.58%
一年内到期的非流动负债	123.11	8.42%	122.24	9.15%	192.81	18.30%
流动负债合计	792.67	54.24%	742.23	55.54%	678.02	64.35%
长期借款	329.29	22.53%	305.21	22.84%	276.31	26.22%
应付债券	232.23	15.89%	222.40	16.64%	80.75	7.66%
长期应付款	48.27	3.30%	36.91	2.76%	10.30	0.98%
非流动负债合计	668.65	45.76%	594.20	44.46%	375.69	35.65%
负债合计	1,461.32	100.00%	1,336.43	100.00%	1,053.71	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

非流动负债方面，公司长期借款规模较大，2020年公司本部发行了20曲文控MTN001、20曲文控01、20曲文控02等多期债券，子公司曲江文投发行了20曲文投PPN001、20曲文投MTN001等多期债券，子公司大明宫集团发行了20明宫01、20明宫02等，使得公司应付债券规模快速增长。2020年及2021年一季度公司新增应付融资租赁款规模较大，使得长期应付款规模快速增长。

2020年公司总债务规模持续增长，其中长期有息债务占比较高且进一步上升。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。

图3 公司债务占负债比重

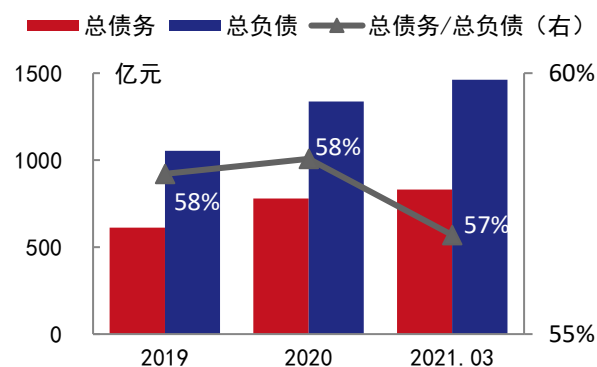
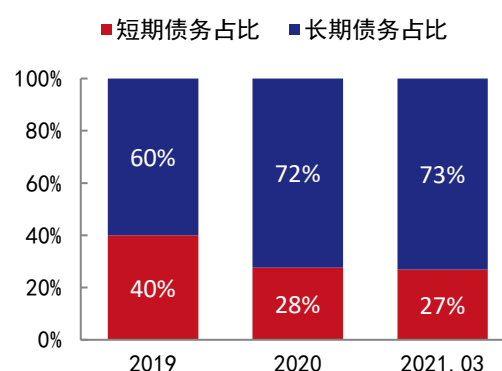


图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年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，

但短期有息债务规模亦较大，现金短期债务比一般；2020年公司EBITDA利息保障倍数持续上升，公司盈利对利息的保障程度有所加强。截至2020年末，公司已获得国家开发银行、中国工商银行等综合授信额度总额为963.62亿元，其中，已用授信额度总额为608.95亿元，未用授信额度总额为354.67亿元，公司备用流动性情况尚可。整体来看，公司总债务规模持续增长，绝对规模较大，资产负债水平较高，公司面临较大的偿债压力。

表17 公司偿债能力指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	82.82%	81.39%	78.34%
现金短期债务比	0.91	0.81	0.81
EBITDA 利息保障倍数	-	1.56	1.35

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2021年6月11日）、子公司曲江文投（报告查询日为2021年5月12日）、子公司大明宫投资公司（报告查询日为2021年4月19日）和子公司西安城墙投资（集团）有限公司（报告查询日为2021年3月4日）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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额共计120.02亿元，占当期所有者权益的比重为39.27%，被担保企业均为当地国有企业，公司对外担保规模较大，且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表18 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保余额	截止日期	担保方式
西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	80,000.00	2023年12月	连带责任保证担保
	40,000.00	2024年7月	连带责任保证担保
	8,183.24	2024年8月	连带责任保证担保
	18,000.00	2023年6月	连带责任保证担保
	26,100.00	2025年5月	连带责任保证担保
	12,517.38	2023年5月	连带责任保证担保
	20,000.00	2021年11月	连带责任保证担保
	50,000.00	2022年10月	连带责任保证担保
西安开元临潼投资发展有限公司	60,000.00	2022年1月	连带责任保证担保
	50,000.00	2022年9月	连带责任保证担保



	7,930.00	2022年8月	连带责任保证担保
	7,930.00	2022年8月	连带责任保证担保
	32,500.00	2022年9月	连带责任保证担保
	19,337.00	2035年5月	连带责任保证担保
	20,000.00	2035年5月	连带责任保证担保
	50,000.00	2022年11月	连带责任保证担保
	52,182.00	2023年2月	连带责任保证担保
	15,000.00	2025年8月	连带责任保证担保
	15,000.00	2021年11月	连带责任保证担保
	14,718.00	2034年2月	连带责任保证担保
曲江文化园区建设开发有限公司	2,000.00	2035年4月	连带责任保证担保
	6,600.00	2035年7月	连带责任保证担保
西安曲江文化金融控股有限公司	23,500.00	2024年2月	连带责任保证担保
	25,000.00	2024年6月	连带责任保证担保
	44,500.00	2026年9月	连带责任保证担保
	30,000.00	2021年5月	连带责任保证担保
	35,000.00	2022年5月	连带责任保证担保
	20,000.00	2021年6月	连带责任保证担保
	15,000.00	2022年6月	连带责任保证担保
	55,000.00	2022年12月	连带责任保证担保
	10,000.00	2022年6月	连带责任保证担保
	30,000.00	2022年12月	连带责任保证担保
	16,000.00	2021年6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	10,000.00	2021年3月	连带责任保证担保
深圳市中集产城发展集团有限公司	14,278.00	2024年7月	连带责任保证担保
重庆北鹏教育科技有限公司	69,475.00	2026年12月	抵押+连带责任保证担保
重庆建筑科技职业学院	12,500.00	2023年7月	抵押
重庆新鸥鹏教育投资（集团）有限公司/重庆新鸥鹏地产（集团）有限公司	20,000.00	2022年7月	抵押+连带责任保证担保
西安曲江临潼文化旅游发展有限公司	7,400.00	2023年3月	连带责任保证担保
西安曲江北城建设有限公司	96,500.00	2021年9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	392.00	2021年1月	连带责任保证担保
	13,671.00	2024年1月	连带责任保证担保
	465.50	2021年6月	连带责任保证担保
	6,000.00	2021年3月	连带责任保证担保
西安环城建设旅游开发总公司	6,500.00	2022年6月	连带责任保证担保
	6,000.00	2021年6月	连带责任保证担保



	5,000.00	2023年12月	连带责任保证担保
	5,000.00	2021年1月	连带责任保证担保
	15,000.00	2022年5月	连带责任保证担保
合计	1,200,179.12	-	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、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。公司业务板块涵盖文化旅游商业经营、文化产业（工程）业务、景区基础设施建设、房地产开发等板块，2020年收入规模持续增长。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项目较多，业务持续性较好，预计短期内能为公司收入提供较好支撑。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。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础设施建设任务较重，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，给公司带来较大资金压力。截至2021年3月末，公司资产负债率持续上升至较高水平，有息负债规模较大，现金短期债务比较低，偿债压力较大。

九、结论

综上，中证鹏元维持西安曲江文化控股有限公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“20曲文控MTN001”、“21曲文控MTN001”信用等级为AAA。



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：亿元）	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	202.36	173.95	197.51	254.88
其他应收款	488.21	460.86	363.10	300.57
其他应收款	488.21	458.47	361.28	298.55
存货	479.79	450.06	310.69	253.09
流动资产合计	1,336.83	1,245.15	1,062.27	944.84
非流动资产合计	427.55	396.91	282.75	220.62
资产总计	1,764.37	1,642.06	1,345.02	1,165.46
短期借款	92.44	86.94	50.01	20.93
预收款项	193.66	186.83	177.14	107.50
其他应付款	230.88	197.50	164.14	146.51
其他应付款	230.88	191.46	159.75	142.36
一年内到期的非流动负债	123.11	122.24	192.81	176.18
流动负债合计	792.67	742.23	678.02	532.85
长期借款	329.29	305.21	276.31	309.23
应付债券	232.23	222.40	80.75	53.80
长期应付款	48.27	36.72	9.81	1.34
非流动负债合计	668.65	594.20	375.69	371.92
负债合计	1,461.32	1,336.43	1,053.71	904.77
总债务	831.46	779.92	611.90	564.13
所有者权益	303.05	305.63	291.31	260.69
营业收入	43.11	239.04	170.37	135.89
营业利润	-4.93	11.48	11.00	6.87
其他收益	0.22	3.63	1.78	1.51
利润总额	-4.98	10.66	11.91	6.80
经营活动产生的现金流量净额	-0.93	-84.92	-6.87	53.09
投资活动产生的现金流量净额	-11.86	-89.16	-60.16	-34.49
筹资活动产生的现金流量净额	41.38	147.40	17.96	-28.17
财务指标	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	23.01%	24.95%	27.15%	18.60%
收现比	147.78%	112.31%	116.92%	131.69%
资产负债率	82.82%	81.39%	78.34%	77.63%
现金短期债务比	0.91	0.81	0.81	1.28
EBITDA（亿元）	-	33.23	30.86	23.27
EBITDA 利息保障倍数	-	1.56	1.35	0.88

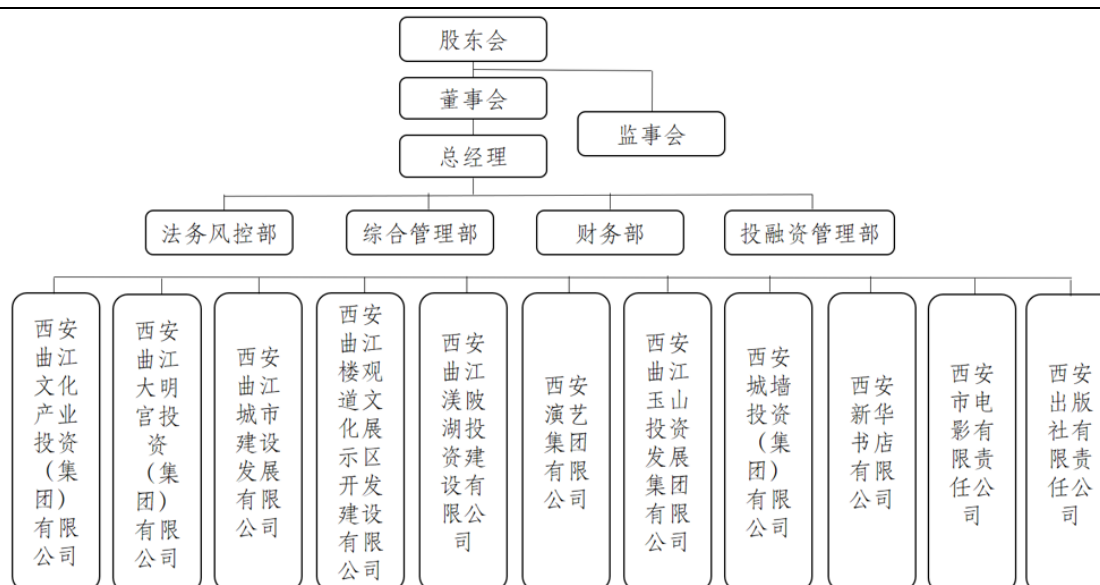
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	实收资本	持股比例	主营业务
西安曲江文化产业投资（集团）有限公司	83.00	100.00%	景区投资管理、文化体育设施等
西安曲江大明宫投资（集团）有限公司	39.66	94.73%	大明宫遗址区保护改造区域的土地开发整理
西安曲江城市建设发展有限公司	24.00	80.00%	景区、游乐设施及基础设施建设等
西安曲江楼观道文化展示区开发建设有限公司	10.00	100.00%	楼观道文化展示区域的投资、开发、建设等
西安曲江浹陂湖投资建设有限公司	5.00	60.00%	基础设施建设建设、开发等
西安演艺集团有限公司	5.05	100.00%	演艺文化及其衍生品的开发
西安城墙投资（集团）有限公司	14.00	100.00%	文化旅游基础设施的投资开发等
西安曲江玉山投资发展集团有限公司	0.20	100.00%	旅游项目、文化产业等
西安出版社有限责任公司	5.34	100.00%	图书、报刊的零售刊发
西安市新华书店有限公司	0.11	100.00%	图书出版
西安市电影有限责任公司	0.99	100.00%	电影发行；电影发行

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。