



2021年西安世园投资（集团）有限公司公 司债券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。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、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

评级总监： 



2021年西安世园投资（集团）有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-6-28	2021-4-16

评级观点

- 中证鹏元对西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“世园集团”或“公司”）及其 2021 年 4 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：西安市及浐灞区经济保持增长，公司代建工程、房屋销售业务具有一定持续性，获得很大力度的外部支持，陕西信用增进有限责任公司（以下简称“陕西增信”）为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性一般，资金压力、偿债压力均较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得外部支持。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：21 世园债

债券剩余规模：7 亿元

债券到期日期：2028-04-29

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期第 3-7 年末分别按照发行总额 20% 的比例偿还本金

增信方式：保证担保

担保主体：陕西信用增进有限责任公司

联系方式

项目负责人：刘玮
liuw@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@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	480.34	445.59	347.31	261.89
所有者权益	166.44	166.40	138.87	94.64
总债务	--	181.67	156.91	137.29
资产负债率	65.35%	62.66%	60.01%	63.86%
现金短期债务比	--	0.56	0.65	1.24
营业收入	1.85	16.65	13.45	11.47
其他收益	0.00	0.34	0.19	0.14
利润总额	0.18	1.97	1.91	1.74
销售毛利率	5.03%	8.76%	12.33%	3.32%
EBITDA	--	2.51	2.38	2.31
EBITDA 利息保障倍数	--	0.31	0.27	0.36
经营活动现金流净额	-9.82	-8.40	6.42	-16.65
收现比	1.84	1.08	1.58	1.33

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



优势

- **得益于五大主导产业发展带动，西安市经济保持较快发展，综合经济实力较强；浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，经济实力不断提升。**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，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%；浐灞生态区是国家级绿色生态示范区、生态文明先行示范区，近年来GDP保持增长。
- **公司代建工程、房屋销售业务具有一定持续性。**公司是浐灞生态区重要的基础设施项目建设主体，承担了大量项目建设工作，截至2020年末公司主要在建代建项目总投资具有一定规模；预收房屋销售款项规模较大，且在售房地产项目剩余可销售面积较大，公司代建工程、房屋销售业务具有一定持续性。
- **公司获得的外部支持力度很大。**2020年公司股东通过注资方式增加公司实收资本，提升了公司资本实力；此外，2020年公司继续获得政府补助，一定程度提升了利润水平。
- **陕西增信为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，陕西增信主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性一般。**公司资产主要由应收账款、土地和项目成本构成，其中应收账款对资金形成较大占用，土地及项目成本即时变现能力较弱，整体资产流动性一般。
- **公司面临较大的资金压力。**截至2020年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力。
- **公司面临较大偿债压力。**2020年末公司总债务保持增长，偿债能力指标仍较弱，面临较大偿债压力。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保规模较大，且未设置反担保措施，存在较大或有负债风险。

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



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、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年4月发行7年期7亿元公司债券，募集资金计划用于西安丝路国际会议中心项目。截至2021年4月29日，本期债券募集资金专项账户余额为6.92亿元。

三、发行主体概况

2020年，公司股东西安浐灞生态区管理委员会和西安浐灞发展集团有限公司分别向公司增资；2021年3月末，公司注册资本为142.99亿元，实收资本为139.85亿元。公司股东包括西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”）、西安浐灞发展集团有限公司和西安浐灞城市投资建设有限公司，其中浐灞管委会持股比例为81.54%，为公司控股股东及实际控制人，股权结构图见附录二。

公司作为西安浐灞生态区重要的国有资产运营和市政基础设施建设主体之一，承担着当地基础设施项目的投资、融资、建设、运营和管理等职能。2020年纳入公司合并范围的子公司变化情况见表1，2021年1-3月公司合并范围内子公司无变化；截至2021年3月末，公司纳入合并范围的子公司共9家，子公司情况详见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
西安世园国际会展管理集团有限公司	100.00%	5,000.00	会展管理	投资设立
2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
西安世园文化艺术品交易中心股份有限公司	0.00%	1,000.00	文物鉴定拍卖	注销清算

资料来源：公司提供

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，引导金融服务实体经济；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。

行业及区域经济环境

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98,205元，为同期全国人均GDP的135.55%，经济发展水平较好。

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。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%。

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（元）		98,205		92,256
人均 GDP/全国人均 GDP		135.55%		130.14%

注：“-”表示数据未公开披露；2020 年人均 GDP 按照 2019 年末常住人口计算。

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

浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，经济实力不断提升

浐灞生态区位于西安城区东部，北到渭河，南到绕城高速，包括浐、灞两河两岸的南北向带状区域，规划总面积129平方公里，其中集中治理区89平方公里。浐灞生态区是国家级绿色生态示范区、生态文明先行示范区。2019年浐灞生态区地区生产总值增速有所下降，其中第二产业增加值增速保持上升趋势，但第三产业增加值增速呈现下降趋势。2019年浐灞生态区工业增加值保持增长。2019年浐灞生态区固定资产投资增速有所下降且为负。2019年浐灞生态区社会消费品零售总额增速有所下降。

2020年1-9月，浐灞生态区GDP增速较2019年全年增速有所下滑；分产业看，第二产业增加值增速仍保持较高水平，但第三产业增加值增速处于较低水平。2020年1-9月浐灞生态区固定资产投资增速较高。2020年1-9月浐灞生态区社会消费品零售总额增速较2019年全年增速略有下降。2020年浐灞生态区实现公共财政收入24.29亿元，同比增长3.81%。

表3 浐灞生态区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年 1-9 月		2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	224.51	5%	278.69	6.6%	141.74	15.1%
第二产业增加值	75.97	12%	100.06	11.3%	42.59	7.6%
第三产业增加值	148.54	1.6%	178.63	4.3%	99.15	18.3%
工业增加值	-	-	10.04	-	2.02	-
固定资产投资	295.28	17.4%	434.17	-11.2%	489.18	9.2%
社会消费品零售总额	299.37	6.2%	-	6.9%	180.32	13.2%

资料来源：浐灞生态区 2018 年国民经济和社会发展统计公报、浐灞生态区政府网站公开的《浐灞生态区 2019 年经济社会发展情况》、《2020 年三季度国民经济社会发展情况》，中证鹏元整理

五、经营与竞争



公司主要负责西安世园会园区运营管理及其周边基础设施配套项目的建设，2020年收入保持增长，主要来自于工程代建、园区运营管理等。但由于仅少量房地产项目达到确认收入条件，当期房屋销售业务收入大幅减少。毛利率方面，由于盈利能力较强的房屋销售业务收入减少，2020年公司销售毛利率有所降低。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
1.主营业务小计	165,696.89	8.33%	134,402.02	12.35%
代建工程	136,013.60	6.44%	77,966.08	7.00%
园区运营管理	8,210.03	27.89%	7,918.71	33.50%
房屋销售	291.94	12.62%	27,194.06	23.42%
其他	21,181.32	12.83%	21,323.18	9.93%
2.其他业务小计	784.40	100.00%	113.30	-7.35%
合 计	166,481.30	8.76%	134,515.33	12.33%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司代建业务收入大幅增长，主要代建项目总投资具有一定规模，预计收入仍具有一定持续性

公司主要从事灞河右岸区域的项目建设等工作。公司代建业务全部采用成本加成模式，即根据公司与西安浐灞生态区土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订的《2011西安世园会会址及基础配套工程委托代建合同书》，公司对世园会会址及周边基础设施配套项目进行代建，土储中心以项目工程决算金额的一定比例向公司支付代建管理费，当期代建工程投入及代建管理费经业主单位审核确认后按季度计取并支付。公司按照业务单位审定的工程进度来确认代建工程成本，加一定比例代建管理费，两项之和为代建工程收入。由于代建工程量大幅增长，2020年公司代建工程收入大幅增长，来自于世园会会址及基础设施配套项目。

截至2020年末，公司主要代建项目计划总投资具有一定规模，预计后续公司代建业务仍有一定持续性。

表5 截至 2020 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
郭渠村安置房建设项目	6.78	5.00
浐灞生态区集中配建租赁型保障房	5.26	1.60
合计	12.04	6.60

资料来源：公司提供

2020年公司房屋销售业务收入大幅减少，当年末预收房屋销售款规模较大且剩余可售面积较多，该业务未来具有一定持续性，但在建项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力，且需关注房地产市场景气度对公司业务影响



公司房屋销售业务主要由公司本部及子公司西安世园置业有限公司负责，公司项目主要位于西安市浐灞区。由于少量房地产项目达到确认收入条件，2020年公司实现较小规模的房屋销售收入，主要来自于丝路国际创意梦工厂（一期）项目。随着世园樾府项目、滨河酒店配套二期、世园锦绣建设项目等不断对外销售，2020年末公司预收房屋销售款32.91亿元，待项目达到确认收入条件后，可为公司带来较大规模的房屋销售收入。

2020年末公司在售项目剩余可销售面积超过5万平方米，此外公司在建的西安浐灞生态区自贸中心项目为商业综合体，包括酒店、办公、商业、酒店等业态，其中两座公寓计划对外销售，可售面积5.8万平方米。公司房地产项目剩余可销售面积较大，该业务有一定持续性，但需关注房地产市场景气度对该业务影响。

表6 截至 2020 年末公司在售项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建设内容	可销售面积	已销售面积	已销售金额
世园樾府项目	住宅+商铺	住宅:8.6; 商铺:0.46	8.57	11.57
丝路国际创意梦工厂（一期）项目	商业	2.53	1.98	2.95
滨河酒店配套二期（世园林逸）	住宅	6.30	6.30	7.76
世园锦绣建设项目（世园林语）	住宅+商铺	住宅:14.49; 商铺: 0.78	10.90	13.34

注：2020 年滨河酒店配套二期（世园林逸）新增销售金额来自于以往房产销售在 2020 年产生的回款。

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在建自营项目如下表，除房地产项目外，西安丝路国际会展中心、西安丝路国际会议中心（东区）和世园滨河精品酒店项目计划通过出租等方式实现收入。截至2021年5月末，西安丝路国际会议中心项目已基本完工，未来将通过宴会厅、多功能厅、会议室出租实现收入。叠加代建项目资金缺口，公司主要在建项目合计尚需投资33.06亿元，公司面临较大资金压力。

表7 截至 2020 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
丝路国际创意梦工场（一期）项目	8.00	7.79
世园樾府项目	7.50	7.00
西安浐灞生态区自贸中心	19.50	11.54
世园滨河精品酒店项目	9.80	4.84
滨河酒店配套二期项目	5.80	4.63
世园锦绣建设项目	11.00	8.60
西安丝路国际会展中心	44.07	39.01
西安丝路国际会议中心（东区）	37.00	31.64
合计	142.67	115.05

资料来源：公司提供

公司园区运营业务主要由子公司西安世博园运营管理有限公司（以下简称“运营公司”）负责，根



据浐灞管委会与运营公司签订的《西安世博园景区委托管理协议》等相关协议，运营公司受托对世博园园区进行日常运营以及资产管理，管委会按照一定的比例支付管理、维修维护等费用。具体来看，公司园区运营管理业务包括园区管理和园区租赁两部分，其中园区管理收入为该项业务收入的主要来源。管理维护包括保安、保洁、绿化等，所产生的成本由浐灞管委会审核后确认，公司在成本的基础上加计一定比例的费用确认为园区管理收入；租赁收入主要来源于园区内房屋、设备等租赁。2020年公司园区运营管理收入保持相对稳定。

公司获得很大力度的外部支持

作为西安世园会园区运营管理及其周边基础设施配套项目的建设主体，2020年，公司股东西安浐灞生态区管理委员会和西安浐灞发展集团有限公司分别增资18.79亿元和8.00亿元；其中西安浐灞生态区管理委员会出资方式为货币资金出资15.00亿元，土地使用权出资3.79亿元；西安浐灞发展集团有限公司货币出资8.00亿元。公司获得政府补助合计0.36亿元，主要计入其他收益。

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年审计报告以及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年纳入公司合并范围的子公司变化情况见表1，2021年1-3月公司合并范围内子公司未发生变化；截至2021年3月末，公司纳入合并范围的子公司共9家，子公司情况详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增长，以应收账款、项目成本、土地为主，应收账款对资金形成较大占用，项目成本、土地即时变现能力较弱，整体资产流动性一般

随着股东注资及融资规模扩大，2020年末公司资产总额有所增长；随着融资规模继续扩大，2021年3月末资产总额保持增长。2020年末公司流动资产占资产总额比重仍较大，资产仍以流动资产为主。

2020年末公司货币资金主要为银行存款，无受限情况；2021年3月末货币资金有所增长，主要系公司融资规模扩大所致。2020年末公司应收账款有所增长，主要系应收西安浐灞生态区土地储备中心的款项增长所致，主要应收对象为当地政府部门以及国有企业，回款时间易受当地财政资金安排影响，存在较大不确定性。由于政府注入土地、公司新购入土地以及推进项目建设，2020年末公司存货有所增长，包括土地45.04亿元、项目成本78.85亿元；其中土地使用权类型均为出让，用途包括住宅、商业金融、文化用地等。由于公司推进项目建设，2021年3月末公司存货进一步增长。

2020年末公司可供出售金融资产有所增长，主要系公司增加对西安浐灞发展集团有限公司的债权投



资（当期末余额为24.00亿元）所致。2021年3月末，由于财务报表采用最新的会计准则，债券投资科目替代可供出售金融资产科目。公司投资性房地产为四块土地，2020年末账面价值保持相对稳定，其中账面价值4.02亿元的土地已用于抵押。2020年末公司在建工程账面价值大幅增长，主要系公司继续增加对丝路会展中心项目的建设资金投入所致。

整体来看，2020年公司资产规模保持增长，以应收账款、项目成本和土地为主，应收账款对资金形成较大占用，土地及项目成本短时变现能力偏弱，且账面价值合计5.75亿元的资产使用受限，整体资产流动性一般。

表8 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	35.02	7.29%	29.05	6.52%	28.03	8.07%
应收账款	84.36	17.56%	82.73	18.57%	68.49	19.72%
存货	133.83	27.86%	123.89	27.80%	95.34	27.45%
流动资产合计	276.86	57.64%	245.02	54.99%	202.51	58.31%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	24.08	5.40%	16.00	4.61%
债权投资	24.08	5.01%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
投资性房地产	39.03	8.13%	38.49	8.64%	37.23	10.72%
在建工程	113.14	23.55%	110.65	24.83%	63.87	18.39%
非流动资产合计	203.48	42.36%	200.57	45.01%	144.79	41.69%
资产总计	480.34	100.00%	445.59	100.00%	347.31	100.00%

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

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入保持增长，但盈利能力有所降低，利润水平对土地增值有较大依赖

公司主要负责灞河右岸区域的项目建设工作，其中代建业务仍是公司收入的主要来源。2020年公司营业收入保持增长，主要系公司代建工程收入有所增长所致。毛利率方面，由于盈利能力较强的房屋销售收入减少，2020年公司销售毛利率有所下降。2021年1-3月，公司实现营业收入1.85亿元，主要来自于代建工程，毛利率为5.03%。

由于公司代建工程业务回款较少，2020年公司收现比有所降低，但主业回款能力仍较好。由于2021年一季度公司主业回款规模较收入较大，2021年1-3月公司收现比有所提高。

2020年公司投资性房地产中的四块土地评估增值1.27亿元，计入公允价值变动收益，占利润总额的比重较大。此外，公司获得政府补助合计0.36亿元，主要计入其他收益。

受以上因素综合影响，2020年公司利润总额保持相对平稳，但由于公允价值变动收益对利润水平贡献较大，需关注土地市场波动对公司利润水平的影响。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年 1-3 月	2020 年	2019 年
营业收入	1.85	16.65	13.45
收现比	1.84	1.08	1.58
公允价值变动收益	0.54	1.27	1.87
营业利润	0.18	1.95	1.92
其他收益	0.00	0.34	0.19
利润总额	0.18	1.97	1.91
销售毛利率	5.03%	8.76%	12.33%

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

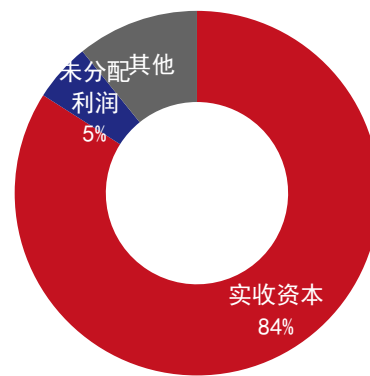
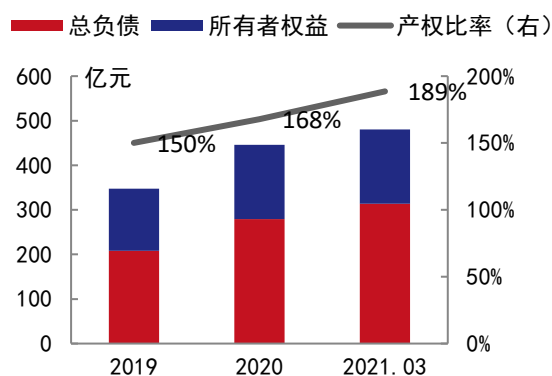
资本结构与偿债能力

公司总债务规模进一步增加，偿债能力指标较弱，面临较大偿债压力

由于公司融资规模保持增长，2020 年末负债总额保持增长；从负债结构来看，由于流动负债增长较快，2020 年末公司流动负债比重有所提高。由于公司长期借款增长较多，2021 年 3 月末公司负债总额持续增长，非流动负债比重有所提高。得益于股东注资及利润累积，2020 年末公司所有者权益有所增长，其中实收资本占比较大。综合来看，公司产权比率不断上升，所有者权益对负债的覆盖能力趋弱。

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 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020 年末，公司已经偿还清了短期借款。2020 年末公司应付账款同比大幅增长，主要系公司应付中建三局集团有限公司、中国建筑股份有限公司、中核西北建设集团有限公司的工程款增长所致。2020 年末公司预收款项 36.37 亿元，其中预收售房款 32.91 亿元，2020 年预收款项保持增长，主要系商品房预收款保持增长所致。2021 年 3 月末，由于财务报表采用最新的会计准则，公司预收款项全部调整至新科目合同负债。2020 年末公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券。

表 10 公司主要负债构成情况（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
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3.60	1.73%
应付账款	40.07	12.77%	40.32	14.44%	10.05	4.82%
预收款项	0.00	0.00%	36.37	13.03%	22.31	10.70%
合同负债	35.05	11.16%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	55.58	17.71%	52.25	18.71%	39.30	18.86%
流动负债合计	150.12	47.82%	143.55	51.42%	88.69	42.55%
长期借款	125.08	39.85%	100.82	36.11%	58.27	27.96%
应付债券	21.50	6.85%	21.50	7.70%	47.43	22.75%
长期应付款	11.05	3.52%	7.30	2.61%	8.52	4.09%
非流动负债合计	163.78	52.18%	135.64	48.58%	119.74	57.45%
负债合计	313.90	100.00%	279.19	100.00%	208.43	100.00%

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

2020年末公司长期借款大幅增长，包括保证借款、信用借款、抵押借款和质押借款。由于公司融资需求增加，2021年3月末公司长期借款继续增长。由于部分债券计入一年内到期的非流动负债，2020年末公司应付债券有所减少，包括2019年发行的债券融资、中期票据等。2020年末公司长期应付款包括融资租赁款和专项应付款，其中专项应付款为会展中心启动资金拨款。2021年3月末公司长期应付款有所增长，主要系公司新增融资租赁款所致。2020年末公司总债务保持增长，且以长期债务为主。

图 3 公司债务占负债比重

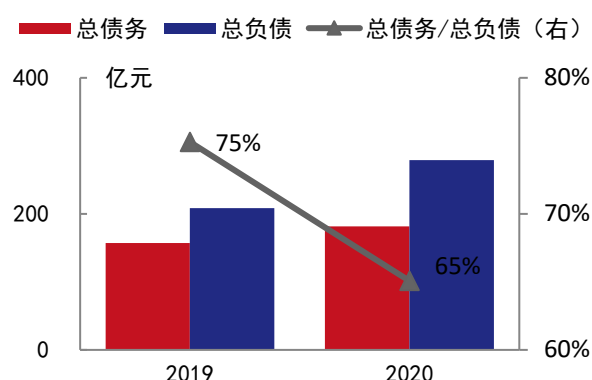
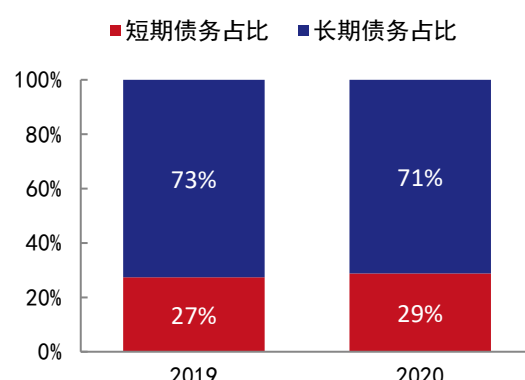


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

由于负债总额增长较快，2020年末公司资产负债率有所提高。2020年末公司现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数保持相对稳定，但偿债能力指标较弱。综合来看，公司总债务保持增长，偿债能力指标较弱，偿债压力加大。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
------	------------	--------	--------



资产负债率	65.35%	62.66%	60.01%
现金短期债务比	-	0.56	0.65
EBITDA 利息保障倍数	-	0.31	0.27

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 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（2021年3月29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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保规模较大，被担保对象虽为当地国有企业，但未设置反担保措施，公司存在较大或有负债风险。

表12 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
西安浐灞发展集团有限公司	15,000.00	2021-10-30	否
	23,000.00	2021-7-4	否
	58,000.00	2021-9-24	否
	9,774.65	2022-9-29	否
	24,000.00	2021-12-26	否
	15,000.00	2022-3-9	否
	39,400.00	2022-3-28	否
	23,370.00	2021-5-30	否
	19,500.00	2022-3-15	否
	13,000.00	2022-3-25	否
	29,800.00	2023-6-15	否
	50,000.00	2023-9-20	否
	20,000.00	2022-6-30	否
	50,000.00	2021-9-26	否
	80,000.00	2023-7-31	否
	4,402.67	2021-8-29	否
合计	479,248.89	-	-

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

陕西增信提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由陕西增信提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用，保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

经本期债券持有人会议批准，本期债券金额、利率、期限、还本付息方式发生变更时，经陕西增信书面同意后，陕西增信继续承担担保函项下的相应责任；未经陕西增信书面同意，陕西增信不对该项变更承担担保函项下任何责任。

陕西增信前身为西安经金融资担保有限公司，2013年1月由西安经开城市投资建设管理有限责任公司（以下简称“西安经开城投”）、西安经济技术开发区管理委员会（以下简称“西安经开区管委会”）、西安经诚风险投资有限责任公司¹共同设立，初始注册资本为15.00亿元。2016年11月，陕西增信更名为陕西扶贫富民融资担保有限公司。2017年8月，西安经开城投将持有陕西增信的50.30%股权转让给陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕西金资”），西安经开区管委会将持有陕西增信的6.67%股权转让给西安经开金融控股有限公司。2017年11月陕西增信更名为陕西投融资担保有限责任公司。2018年8月，陕西增信注册资本由15.00亿元增加至30.00亿元，其中新增13.49亿元注册资本由8名新股东缴纳，新增1.51亿元注册资本由资本公积0.81亿元和未分配利润0.70亿元按原股东出资比例转增。2019年10月，陕西省财政厅将持有陕西增信的16.51%股权无偿划转至陕西财金投资管理有限责任公司（以下简称“陕西财投”），陕西增信更名为现名。2020年陕西增信完成了新一轮增资扩股，共募集资金10亿元，募集资金全部计入实收资本，带动陕西增信实收资本增至40.00亿元，本轮增资扩股中，陕西财投、陕西金资、榆林市财金投资管理有限公司和西咸新区秦汉新城投资控股有限公司分别增资3.77亿元、2.23亿元、3.00亿元和1.00亿元。截至2020年末，陕西增信第一大股东为陕西金资，持股比例为25.43%，实际控制人为陕西省政府，陕西省政府委托陕西省财政厅对公司履行实际管理职能。

表13 截至 2020 年末陕西增信股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
陕西金融资产管理股份有限公司	10.17	25.43%
陕西财金投资管理有限责任公司	8.72	21.81%
西安经开城市投资建设管理有限责任公司	5.74	14.36%
西安经开金融控股有限公司	2.11	5.26%
陕西省水务集团有限公司	3.00	7.50%
榆林市财金投资管理有限公司	3.00	7.50%
陕西延长石油资本控股有限公司	2.11	5.26%
陕西粮农集团有限责任公司	1.05	2.63%
陕西建工集团有限责任公司	1.05	2.63%
宝鸡市金融控股有限公司	1.05	2.63%

¹ 2017年2月，西安经诚风险投资有限责任公司更名为西安经开金融控股有限公司。



西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	1.00	2.50%
天津骏泰企业管理有限公司	0.50	1.24%
西安陕鼓动力股份有限公司	0.49	1.23%
合计	40.00	100.00%

资料来源：陕西增信 2020 年审计报告，中证鹏元整理

陕西增信主要从事信用增进和自有资金投资业务。2020年陕西增信营业收入构成以投资收益为主，同时信用增进服务业务收入规模以及占比同比大幅增长。陕西增信投资收益主要来源于债券、债权融资计划等债权类投资，利息收入主要来源于银行存款，公允价值变动收益来源于货币基金等交易性金融资产，其他收入主要为财务顾问收入，其他收益主要为个税返还手续费。

表14 陕西增信营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信用增进服务收入	6,101.44	17.86%	908.32	4.14%	311.39	1.84%
减：提取未到期责任准备金 ²	0.00	0.00%	0.00	0.00%	-1,062.95	-6.29%
投资收益	24,571.70	71.95%	16,119.27	73.46%	10,390.26	61.53%
利息收入	1,182.90	3.46%	2,577.00	11.74%	3,268.86	19.36%
公允价值变动收益	330.79	0.97%	0.00	0.00%	980.46	5.81%
其他收入	1,965.68	5.76%	2,337.87	10.65%	871.78	5.16%
其他收益	0.86	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
营业收入合计	34,153.37	100%	21,942.46	100%	16,885.70	100%

资料来源：陕西增信 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月31日，陕西增信资产总额为51.98亿元，所有者权益合计45.25亿元；2020年度，陕西增信实现营业收入3.42亿元，净利润2.31亿元。

表15 陕西增信主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
资产总额	51.98	34.41	33.29
所有者权益合计	45.25	33.18	32.03
营业收入	3.42	2.19	1.69
信用增进业务收入	0.61	0.09	0.03
净利润	2.31	1.60	1.56
净资产收益率	5.89%	4.89%	6.48%
期末信用增进余额	27.30	11.20	0.88
非融资担保余额	0.00	0.00	0.01
信用增进责任余额	22.84	10.00	0.67

² 陕西增信 2019 年起调整营业收入、营业成本列示方式，自 2019 年开始提取未到期责任准备金在营业成本中列示。



信用增进放大倍数	0.50	0.30	0.02
当代偿率	0.00%	0.00%	39.01%
拨备覆盖率	103.04%	74.09%	10.97%

资料来源：陕西增信 2018-2020 年审计报告及陕西增信提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，陕西增信主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

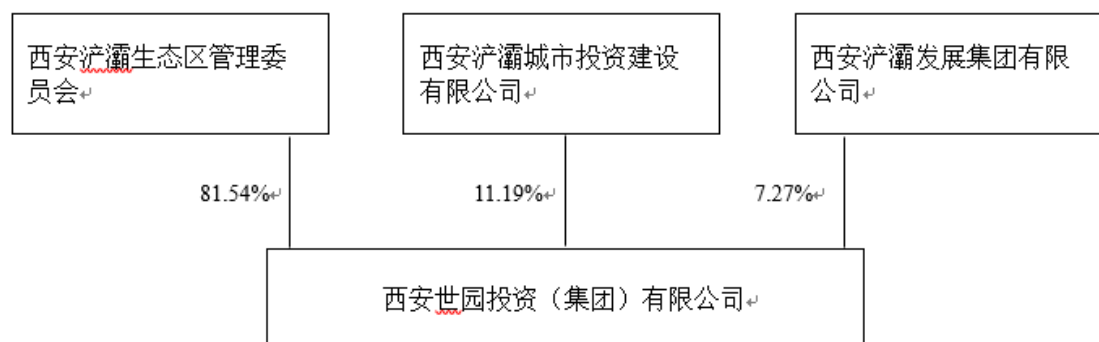


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	35.02	29.05	28.03	38.96
应收账款	84.36	82.73	68.49	63.13
存货	133.83	123.89	95.34	62.08
在建工程	113.14	110.65	63.87	0.01
资产总计	480.34	445.59	347.31	261.89
短期借款	0.00	0.00	3.60	0.00
应付账款	40.07	40.32	10.05	8.72
合同负债	35.05	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	55.58	52.25	39.30	31.53
长期借款	125.08	100.82	58.27	40.60
应付债券	21.50	21.50	47.43	49.19
长期应付款	11.05	7.10	8.32	15.97
负债合计	313.90	279.19	208.43	167.25
总债务	--	181.67	156.91	137.29
所有者权益	166.44	166.40	138.87	94.64
营业收入	1.85	16.65	13.45	11.47
营业利润	0.18	1.95	1.92	1.74
其他收益	0.00	0.34	0.19	0.14
利润总额	0.18	1.97	1.91	1.74
经营活动产生的现金流量净额	-9.82	-8.40	6.42	-16.65
投资活动产生的现金流量净额	-13.08	-31.26	-60.47	4.30
筹资活动产生的现金流量净额	28.87	40.67	43.12	28.06
财务指标	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	5.03%	8.76%	12.33%	3.32%
收现比	1.84	1.08	1.58	1.33
资产负债率	65.35%	62.66%	60.01%	63.86%
现金短期债务比	--	0.56	0.65	1.24
EBITDA（亿元）	--	2.51	2.38	2.31
EBITDA 利息保障倍数	--	0.31	0.27	0.36

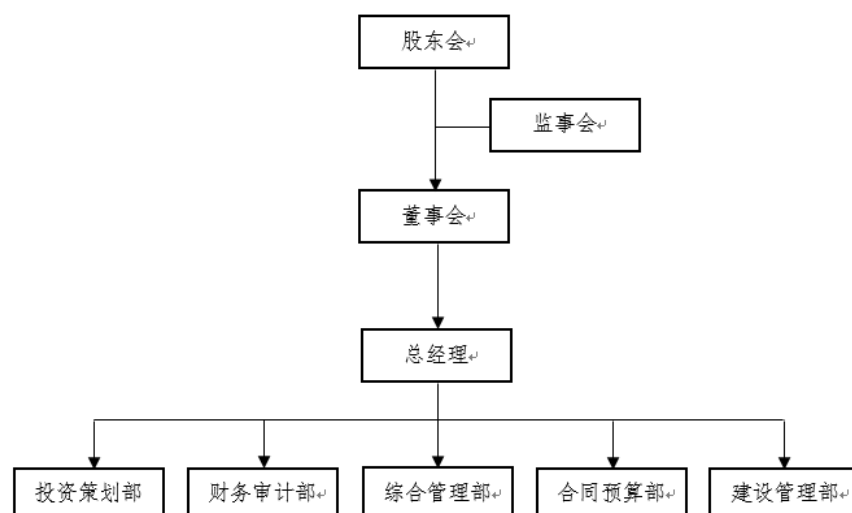
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2021 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
西安世博园运营管理有限公司	公园管理运营	100.00	投资设立
西安世园物业管理有限公司	物业管理	100.00	投资设立
西安世园园林有限公司	园林景观工程	100.00	投资设立
西安世园旅游汽车有限公司	出租车公交客运	100.00	投资设立
西安灞柳驿酒店有限公司	餐饮住宿	100.00	投资设立
西安世园城市开发建设有限公司	建筑市政工程	100.00	投资设立
西安世园置业有限公司	房地产开发销售	100.00	投资设立
西安世园润盈置业有限公司	房地产开发销售	100.00	投资设立
西安世园国际会展管理集团有限公司	会展管理	100.00	投资设立

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
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 ³	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

³ 2020 年 EBITDA 利息保障倍数计算公式为 EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

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。