



2021年西安世园投资(集团)有限公司公司债券2023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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
21世园债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到西安市经济财政实力较强，浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，近年来经济持续增长，为西安世园投资(集团)有限公司(以下简称“世园集团”或“公司”)的发展提供了有力支撑。公司主要从事的西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设业务发展稳定且可持续性较好，2022年公司收到股东货币注资，资本实力有所增强，陕西信用增进投资股份有限公司(以下简称“陕西信用增进”)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“21世园债”的信用水平；同时中证鹏元关注到公司存在一定规模的未办妥权证及受限资产，资产流动性不佳，面临一定资本性支出和短期偿债压力，存在较大或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司从事的西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设业务持续性较好，且公司近年来资本实力显著增强，综合考虑，给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2023年6月28日

联系方式

项目负责人：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	538.30	529.68	500.02	445.59
所有者权益	180.15	180.03	170.52	166.40
总债务	--	238.39	211.66	181.67
资产负债率	66.53%	66.01%	65.90%	62.66%
现金短期债务比	--	0.38	0.73	0.56
营业收入	5.41	25.90	29.82	16.65
其他收益	0.00	0.22	0.30	0.34
利润总额	0.17	1.50	2.70	1.97
销售毛利率	6.92%	8.05%	12.09%	8.76%
EBITDA	--	2.15	3.36	2.51
EBITDA利息保障倍数	--	0.22	0.29	0.31
经营活动现金流净额	-8.46	-26.69	-10.41	-8.40

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **西安市经济财政实力较强，浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，近年来经济持续增长。**西安市旅游产业优势突出，且在六大支柱产业的带动下，地区经济实力不断增强；浐灞生态区以第三产业为主，近年地区生产总值保持增长。
- **公司主要在建基础设施建设项目和自营项目较多，业务可持续性较好。**公司主要从事西安世园会运营管理及周边基础设施配套项目建设业务，截至 2022 年末，公司共有在建基础设施项目 3 个，自营项目 7 个，基础设施建设和房屋销售业务可持续性较好。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**2022 年，公司分别收到股东西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”）和西安浐灞发展集团有限公司货币注资 942.78 万元和 8.5 亿元，资本实力有所增强，此外，2022 年公司收到政府补助 0.22 亿元，有效提升了公司利润水平。
- **陕西信用增进为“21 世园债”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“21 世园债”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，陕西信用增进主体信用等级为 AAA，其为“21 世园债”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“21 世园债”的信用水平。

关注

- **项目开发成本和期限较长的应收性质款项对公司资产形成了较大规模的占用，整体资产流动性不佳。**截至 2022 年末，公司存货、应收账款和其他应收款合计占总资产的 54.66%，其中存货主要为公司在建项目的开发成本，上述资产的变现能力均不佳，此外公司存在一定规模未办妥产权证的房屋及建筑物资产，以及一定规模的受限资产。
- **公司在建项目所需投资规模较大，预计后续将面临一定的资本支出压力。**截至 2022 年末，公司在建的代建基础设施项目和自营项目合计尚需投资超过 35 亿元，叠加近年公司经营性现金流净额持续为负，未来随着项目推进，公司将面临较大的资本支出压力。
- **公司存在一定短期偿付压力和较大或有负债风险。**随着公司短期债务规模进一步扩张，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数表现持续下降，仍面临较大短期偿付压力；此外，截至 2023 年 3 月末，公司对关联方担保余额合计 111.71 亿元，且均未设置反担保措施，此外对购房个人也提供了较大规模担保，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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	7/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	7/7		财务状况	4/7
	行政层级	4/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				-2
个体信用状况					a+

外部特殊支持	2
主体信用等级	AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司为承担西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设的重要主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，西安市政府提供特殊支持的意愿强，主要体现在公司与西安市政府的联系紧密度低以及对西安市政府非常重要。同时，中证鹏元认为西安市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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
AA/稳定	AAA/21 世园债	2022-6-29	刘炜、罗力	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)	阅读全文
AA/稳定	AA/14 世园投资债/14 世园债	2014-8-4	严素华、李飞宾	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 世园债	7.00	7.00	2022-6-29	2028-4-29

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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2023年4月24日，“21世园债”募集资金专项账户余额为1,109,062.29元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2022年，公司股东浐灞管委会以货币资金对公司增资942.78万元，股东西安浐灞发展集团有限公司以货币资金对公司增资8.50亿元。截至2022年末，公司注册资本、实收资本均为151.58亿元。股东为浐灞管委会、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，其中控股股东浐灞管委会持股比例为76.98%，为公司的实际控制人，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。2022年，公司新增8家子公司纳入合并范围，未减少纳入合并范围的子公司。截至2022年末，公司纳入合并范围内的子公司共18家，具体明细情况详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内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	主营业务	合并方式
西安世园创新建设发展有限公司	100.00%	20,000.00	房地产业	投资设立
西安世园城开实业发展有限公司	100.00%	40,000.00	房地产业	投资设立
西安世园右岸开发建设建设有限公司	100.00%	19,000.00	房地产业	投资设立
西安世园滨水实业发展有限公司	100.00%	49,000.00	房地产业	投资设立
西安世园滨水开发建设建设有限公司	100.00%	23,000.00	房地产业	投资设立
西安世园雁鸣实业发展有限公司	100.00%	52,000.00	房地产业	投资设立
西安世园雁鸣开发建设建设有限公司	100.00%	16,000.00	房地产业	投资设立
西安世园鸿城开发建设建设有限公司	100.00%	23,000.00	房地产业	投资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要

在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发〔2022〕20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

西安市战略定位较高，经济财政实力较强，拥有电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药六大支柱产业，同时旅游产业优势突出，2022年西安市固定资产投资明显回暖，当前旅游业复苏势头渐显，但债务率处于偏高水平，且需关注政府性基金收入的稳定性

区位特征：西安市是陕西省省会、国家明确建设的3个国际化大都市之一、国家中心城市和西安都市圈核心区域，战略定位较高。西安市是全国第9个国家中心城市、国家重要的科研、教育和工业基地，也是国家明确建设的3个国际化大都市之一和联合国教科文组织1981年确定的“世界历史名城”。西安市是我国“一带一路”的重要支点城市、新亚欧大陆桥中国段的西部中心城市，地处关中平原中部，北濒渭河，南依秦岭。2022年3月，国家发展改革委批复同意了《西安都市圈发展规划》，这是继南京、福州、成都、长株潭都市圈规划之后，国家批复的第5个都市圈规划。西安都市圈以西安主城区、咸阳主城区及西咸新区为核心，渭南中心城区、铜川中心城区、杨凌示范区为副中心，是陕西省发展的核心区域。西安市总面积10,108平方千米，其中市区面积3,582平方千米，下辖11个区（新城区、碑林区、莲湖区、灞桥区、未央区、雁塔区、阎良区、临潼区、长安区、高陵区、鄠邑区）、2个县（蓝田县、周至县）、8个国家级开发区/新区（西安高新技术产业开发区、西安经济技术开发区、曲江新区、浐灞生态区、阎良国家航空高技术产业基地、国家民用航天产业基地、西安国际港务区和西咸新区）。截至2022年末，全市常住人口1,299.59万人，较上年末增长12.99万人。

汉中市	1,905.45	4.3%	5.98	49.08	43.69
安康市	1,268.65	2.0%	5.13	31.37	43.41
商洛市	902.56	3.3%	4.46	26.89	25.33
铜川市	505.55	4.3%	7.17	22.24	11.76

注：铜川市人均GDP根据2022年末常住人口计算，其他地级市数据均来自国民经济和社会发展统计公报。
 资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 西安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	11,486.51	4.4%	10,688.28	4.1%	10,020.39	5.2%
固定资产投资	-	10.5%	-	-11.6%	-	12.0%
社会消费品零售总额	4,642.11	-5.2%	4,963.42	0.8%	4,989.33	-2.9%
进出口总额	4,474.10	0.8%	4,399.96	26.5%	3,473.80	7.2%
人均GDP（万元）		8.88		8.37		7.74
人均GDP/全国人均GDP		103.63%		103.35%		106.78%

注：2020年人均GDP系根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：西安市2020-2022年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：西安市拥有电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药六大支柱产业，同时旅游产业优势突出，2023年以来区域旅游业复苏势头渐显。按照集群化发展思路，西安市支柱产业企业分布在各大园区内。规划以集成电路、智能终端和新型电子元器件等为重点，打造电子信息制造产业集群，“十四五”重点项目包括三星12英寸闪存芯片二期、8英寸功率器件生产线、奕斯伟硅产业基地、比亚迪高端智能终端生产二期、西安中兴新思南科技产业基地、海康威视西安科技园等。规划以新能源汽车、节能汽车和关键零部件等为重点，打造汽车产业集群，“十四五”重点项目包括陕汽重卡扩能、开沃纯电动车和零部件产业园等。规划以飞机制造、航空发动机和航天运载动力等为重点，打造航空航天产业集群。规划以超特高压输配电设备、工程机械和轨道交通装备等为重点，打造高端装备产业集群。规划以超导材料、铝镁新材料和太阳能光伏等为重点，打造新材料新能源产业集群。规划以现代食品、生物医药和医疗器械等为重点，打造食品和生物医药产业集群。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》等大唐文化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，西安曲江大雁塔·大唐芙蓉园景区荣获国家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。2021年11月，西安市政府发布了《西安市“十四五”文化和旅游发展规划》，规划中提出，西安市以建设国家中心城市、国际消费中心城市和建成具有历史文化特色的国际化大都市为目的定位，到2025年，文化旅游及相关产业增加值占GDP比重达到16%，全年接待境内外游客突破4.0亿人次，旅游业总收入达到5,000亿元。此外，2022年9月，西安市政府发布了《西安国际消费中心城市培育创建三年行动方案（2022-2024年）》，提出力争到2024年，西安市旅游总收入突破4,000亿元。当前西安文旅全面复苏，2023年春节假期，西安市监测的15家重点旅游景区累计接待227.79万人次，同比增长160%，恢复至2019年同期水平。

财政及债务水平：按自然口径计算，近年西安市一般公共预算收入波动增长，政府性基金收入规模较大，但2022年有所下降，需关注其稳定性，目前广义债务率偏高。2022年西安市一般公共预算收入为834.09亿元，同口径增长9.7%，增幅在全国15个副省级城市排第1位，但考虑退税减税降费等因素后，从自然口径来看，2022年西安市一般公共预算收入同比略有下降，财政自给率表现一般，一般公共预算收入质量仍较好。房地产行业景气度下行，2022年西安市政府性基金收入同比有所下降，未来仍需关注其稳定性。西安市的地方政府债务余额规模较大，但考虑到其政府性基金收入较大，规模远超省内其他各市，整体债务压力可控。截至2021年末，西安市广义政府债务率¹为402.52%，处于偏高水平。

表4 西安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	834.09	855.96	724.14
税收收入占比	72.45%	79.73%	78.94%
财政自给率	53.02%	58.05%	53.74%
政府性基金收入	1,262.94	1,460.39	1,207.32
地方政府债务余额	3,625.51	2,506.04	2,810.14

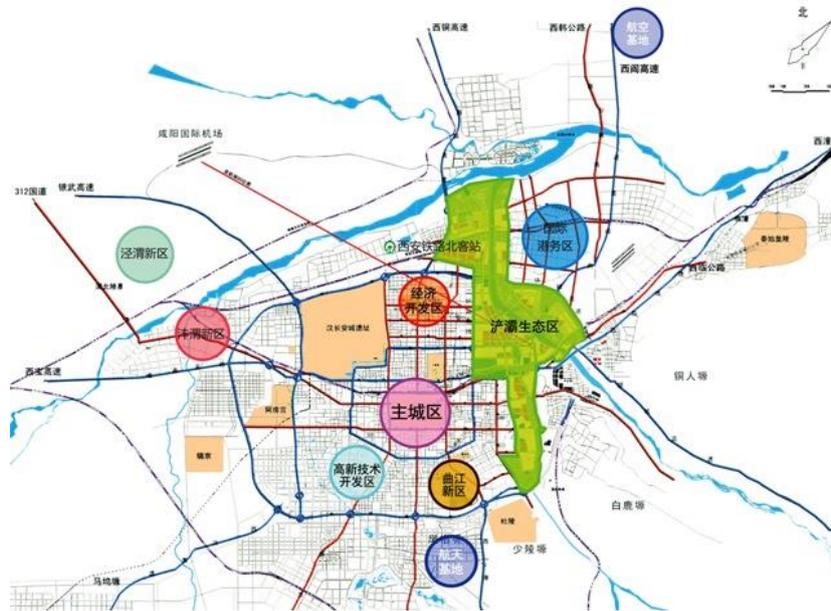
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：西安市政府网站，中证鹏元整理

浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，以会议会展、文化旅游、现代金融产业为主导，近年地区生产总值持续增长，财政收入保持稳定，但政府性基金收入波动较大

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、灞河两河四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。根据第七次全国人口普查结果公布，辖区常住人口55.00万人，较2010年增长97.34%。

¹ 广义政府债务率=（地方政府直接债务余额+地区已发城投有息债务）/（公共财政收入+政府性基金收入+上级补助收入）

图2 浐灞生态区地理区位图


资料来源：西安浐灞生态区管理委员会网站

经济发展水平：浐灞生态区以第三产业为主，近年地区生产总值保持增长，2022年经济增速回暖。近年浐灞生态区地区生产总值持续增长，2022年经济增速回暖，同年全区三次产业结构为0.0:39.7:60.3，以第三产业为主。从拉动经济的大三要素来看，浐灞生态区对外贸易规模不大，2022年固定资产投资基本与上年持平，全区有省市级重点项目37个（19个续建，4个新开工，14个储备），全年累计完成投资350亿元，完成年度计划投资的119%，社会消费品零售总额同比下降5.0%。

表5 2022年西安市主要开发区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入	政府性基金收入
西安高新技术产业开发区	3,104.30	10.1%	137.67	219.21
西安经济技术开发区	1,125.01	6.5%	53.97	39.71
西咸新区	624.85	3.5%	95.04	-
西安航天基地（陕西航天经济技术开发区）	396.98	8.8%	44.17	20.79
曲江新区	-	-	42.00	63.69
浐灞生态区	343.96	6.0%	25.15	18.39
西安国际港务区	-	8.1%	32.68	72.71
西安阎良国家航空高技术产业基地	55.82	9.3%	2.12	4.81

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：各开发区政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表6 浐灞生态区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值(GDP)	343.96	6.0%	306.87	1.4%	301.34	4.8%
固定资产投资	-	0.1%	401.72	-17.9%	489.31	12.7%
社会消费品零售总额	433.21	-5.0%	455.82	5.9%	430.5	6.8%

注：“-”系数据未公布。

资料来源：西安浐灞生态区管理委员会网站，中证鹏元整理

产业情况：浐灞生态区以会议会展、文化旅游、现代金融产业为主导。“十三五”期间，浐灞生态区以会议会展、生态旅游、绿色金融为主的现代服务业骨架雏形初现。西安国际会展中心二期部分区域启动建设，浐灞生态区荣获首批全国生态旅游胜地、文旅融合特色地标奖，推动前海金融中心建成，灞柳基金小镇获评中国最具影响力基金小镇。“十四五”期间全区将着力构建形成以大会议会展为核心，文化（生态）旅游与现代（绿色）金融为重点，以数字经济为融合加速器的生产性服务业发展体系。到2025年，形成会议会展、文化旅游、现代金融三大百亿级产业的主导地位。

财政及债务水平：浐灞生态区财政收入较为稳定且收入质量较好，政府性基金收入波动较大。近年浐灞生态区一般公共预算收入较为稳定，税收占比虽有波动但一般公共预算收入质量整体较好，2022年财政自给率大幅提升。近年全区政府性基金收入波动较大，需关注其稳定性，地方政府债务余额持续增长。

表7 浐灞生态区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	25.14	23.56	24.29
税收收入占比	77.17%	85.35%	78.64%
财政自给率	92.09%	83.68%	84.68%
政府性基金收入	57.35	81.78	58.77
地方政府债务余额	131.43	131.12	96.22

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：西安浐灞生态区管理委员会网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为承担西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设的重要主体，在建基础设施和自营项目较多，代建工程和房地产销售业务持续性较好，但也面临资本性支出压力；同时公司房地产销售业务受房地产市场波动影响较大，收益亦存在一定不确定性

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，2022年，受代建工程业务结算回款较少和房屋销售收入下降影响，公司营业收入较2021年有所下滑。毛利率方面，代建工程业务毛利率稳中有增，2022年园区运营管理业务毛利率实现大幅上涨，因园区运营管理收入主要在年末确认，2023年1-3月该业务毛利率为负；受当期结转收入项目收入下降导致的房屋销售业务毛利率下降影响，公司2022年综合毛利率有所下降。受园区运营管理毛利率为负影响，2023年1-3月销售毛利率亦略

有下滑。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
1.主营业务	54,054.62	100.00%	6.92%	258,948.88	99.99%	8.05%	298,215.55	99.99%	12.09%
代建工程	33,474.27	61.93%	6.40%	129,605.85	50.05%	7.02%	156,120.30	52.35%	6.82%
园区运营管理	1,128.75	2.09%	-33.56%	8,424.92	3.25%	28.64%	8,571.20	2.87%	26.02%
房屋销售	12,420.43	22.98%	8.74%	95,525.62	36.89%	10.28%	108,187.88	36.28%	20.91%
其他	7,031.17	13.01%	12.66%	25,392.50	9.81%	-1.93%	25,336.17	8.50%	2.13%
2.其他业务	0.00	-	0.00%	23.58	0.01%	0.00%	16.67	0.01%	100.00%
合计	54,054.62	100.00%	6.92%	258,972.47	100.00%	8.05%	298,232.23	100.00%	12.09%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司代建业务收入有所下降，但主要代建项目投资规模较大，业务仍具有较好的可持续性

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。2022年受代建项目结算量影响，公司代建工程收入有所下降。

截至2022年末，公司主要代建项目计划总投资规模较大，预计后续代建业务持续性较强。

表9 截至2022年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	是否签订代建协议
灞河右岸基础配套项目	67.51	44.70	是
郭渠村安置房建设项目	6.78	6.70	是
西安浐灞生态区集中配建租赁型保障房一期项目	6.72	4.48	是
合计	81.01	55.88	-

注：“灞河右岸基础配套项目”共包含“西安浐灞生态区世园园区配套基础设施建设项目”、“灞河生态区灞河右岸配套品质提升项目一期”及“灞河生态区灞河右岸配套品质提升项目二期”三个子项目，总投资分别为49.30亿元、8.58亿元和9.63亿元

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司房屋销售收入有所下降，当年末预收房屋销售款规模、剩余可售面积有限，该业务未来收入存在一定不确定性；公司在建项目尚需投资规模较大，存在一定资金压力，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，项目主要位于西安市浐灞区。2022年公司房屋销售收入有所下滑。随着滨河酒店配套一期、世园锦绣建设项目等不断对外销售，

2022年末公司预收房屋销售款21.61亿元，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。截至2022年末，公司滨河酒店配套一期、二期项目已经销售完毕，目前仅有世园锦绣建设项目的部分尾盘在售，剩余可销售面积有限，未来收入存在一定不确定性。

截至2022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计划通过出租等方式实现收入。截至2022年末，本期债券募投项目西安丝路国际会议中心项目已完工，尚未实现出租收入。叠加代建项目资金缺口，公司主要在建代建及自营项目合计尚需投资额超35亿元，且2020年以来，公司经营活动净现金流为负值，公司面临一定资金压力。

表10 截至 2022 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	2022 年末已投资
丝路国际创意梦工厂（一期）项目	8.00	7.90
丝路国际创意梦工厂（二期）项目	3.00	1.20
西安浐灞生态区自贸中心	19.50	13.20
滨河酒店配套一期项目	3.95	4.14
滨河酒店配套二期项目	5.80	5.13
世园锦绣建设项目	14.50	12.50
西安丝路会展中心项目	117.48	119.96
合计	172.23	164.03

注：西安丝路会展中心项目中包含本期债券募投项目西安丝路国际会议中心，计划总投资 36.04 亿元，截至 2022 年末该项目已完工，此外，西安丝路会展中心项目不断追加投资，目前已投资规模已超过计划总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，浐灞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。2022年公司园区运营管理收入基本保持稳定，受益于公司管理质量提升带动管理成本下降，该项业务毛利率较上年有所提升。但因该业务收入主要在年末确认，2023年1-3月该业务毛利率为负值。

近年来公司得到股东的大力支持，资本实力和利润水平均有效提升

2022年公司合计收到股东以货币形式增资8.59亿元，资本实力有所提升；同期收到政府补助0.22亿元，占当期利润总额的14.67%，对公司利润提供了一定补充。

六、财务分析

财务分析基础说明

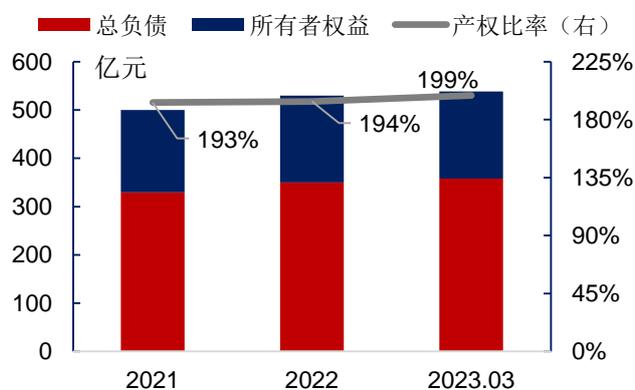
以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增8家纳入合并范围子公司。截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共18家。

资本实力与资产质量

由于股东注资支持，公司资本实力显著增强，受制于债务规模持续扩张，权益对负债的保障能力仍然较弱；公司资产规模有所增长，但近年投入的项目建设资金大量沉淀于开发成本和应收性质款项，且存在一定规模的受限和未办妥权证资产，整体资产流动性不佳

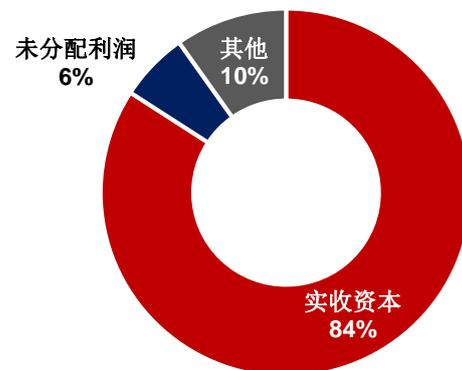
公司作为西安世园会园区运营管理及周边基础设施配套建设的重要主体，近年来持续受到股东支持。2022年，公司分别收到股东西安浐灞生态区管理委员会和西安浐灞发展集团有限公司货币注资942.78万元和8.5亿元，资本实力显著增强，截至2022年末，公司净资产为180.03亿元，较上年末增长5.58%。近年来公司债务规模有所扩张，产权比率仍处于较高水平，所有者权益对负债的保障能力弱。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司资产规模增长显著，截至2022年末，公司总资产529.68亿元，较上年末增长5.93%，规模增长主要来自于尚未回款工程项目产生的应收性质款项；同期末公司受限资产合计11.50亿元，占总资产比重为2.17%，主要为抵质押的开发成本、投资性房地产、无形资产及少量受限的货币资金等。公司资产以流动资产为主，截至2022年末，流动资产占比为60.19%。

公司资产以存货、在建工程、应收账款和投资性房地产为主要构成，2022年末上述资产合计占公司资产的80.57%。截至2022年末，公司存货为57.88亿元，占总资产比重为29.81%，较上年末变化不大，主要为基础设施建设项目投入的成本，由于工程项目结算周期存在不确定性和滞后性，该项资产短期变现能力较弱；截至2022年末，公司在建工程为120.02亿元，较上年末增长3.78%，主要系公司对丝路会

展中心的追加投资所致；截至2022年末，公司应收账款为108.87亿元，较上年末增长16.53%，主要为对西安浐灞生态区土地储备中心、西安浐灞生态区管理委员会和西安浐灞生态区市政设施管理中心等单位的应收款项，上述三大对手方合计应收账款余额占比为99.57%，应收账款集中度较高，且部分账龄较长，考虑到对手方均为政府机关及下属事业单位，回款周期受当地财政资金安排影响较大，存在较大不确定性；截至2022年末，公司投资性房地产为39.99亿元，较上年末变化不大，采用公允价值计量。

其他资产方面，2022年公司其他应收款增长显著，主要系新增对西安浐灞商贸片区建设发展有限公司以及西安浐灞生态区管理委员会等单位往来款和保证金增加所致。截至2022年末，公司其他权益工具投资为24.09亿元，本年度新增对西安信开生态发展有限公司投资942.78万元，对西安浐灞发展集团有限公司的投资仍为24.00亿元；同期末，公司长期股权投资为16.14亿元，较上年末变化不大，本年度西安丝路国际会展中心有限公司宣告发放现金股利或利润0.51亿元。截至2022年末，公司货币资金为20.67亿元，较上年末减少18.69%，同期末公司受限资金为0.12亿元，主要为定期存单质押和履约保证金等，公司货币资金对短期负债的覆盖能力较弱。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.13	3.55%	20.67	3.90%	25.42	5.08%
应收账款	111.28	20.67%	108.87	20.55%	93.43	18.69%
其他应收款	27.94	5.19%	22.79	4.30%	4.52	0.90%
存货	160.00	29.72%	157.88	29.81%	158.86	31.77%
流动资产合计	326.52	60.66%	318.80	60.19%	294.03	58.80%
在建工程	120.83	22.45%	120.02	22.66%	115.65	23.13%
其他权益工具投资	24.09	4.48%	24.09	4.55%	24.00	4.80%
长期股权投资	16.14	3.00%	16.14	3.05%	16.45	3.29%
投资性房地产	40.24	7.47%	39.99	7.55%	38.95	7.79%
非流动资产合计	211.78	39.34%	210.88	39.81%	205.99	41.20%
资产总计	538.30	100.00%	529.68	100.00%	500.02	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入和毛利率水平有所下滑，在建项目数量较多且部分自营房地产项目已实现较大规模的预售收入，未来业务持续性较好，仍需关注土地及房地产政策和市场波动对公司收入和利润的影响

2022年受代建工程、房地产销售等业务收入下降影响，公司营业收入和销售毛利率较2021年均有所下降。截至2022年末，公司有多项在建基础设施项目和自营项目，投资规模较大，且部分房地产销售项目已经实现一定规模的预售收入，公司业务整体上可持续性较强。此外，2022年公司共收到计入其他收

益的政府补助0.22亿元，对利润水平提供了一定补充。由于公司代建工程和房地产销售业务分别受财政资金结算安排和土地及房地产市场影响较大，未来仍需关注当地相关产业政策和市场波动情况。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	5.41	25.90	29.82
营业利润	0.17	1.54	2.66
其他收益	0.00	0.22	0.30
利润总额	0.17	1.50	2.70
销售毛利率	6.92%	8.05%	12.09%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模增长较快，短期债务占比有所提升，存在一定短期兑付压力，且公司现金及EBITDA对短期债务的保障能力均较弱，叠加近年来经营性现金净流出规模持续扩大，随着项目建设的推进，债务规模或将进一步上升

公司总债务规模增长较快，截至2022年末，公司总债务为238.39亿元，较上年末增长12.83%，结构上以长期债务为主，但受部分债务集中到期影响，2022年末公司短期债务占比亦有所提升。公司总债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和融资租赁款构成。截至2022年末，公司短期借款为7.01亿元，较上年末增长218.64%，主要系2022年8月新增的国家开发银行山西省分行5.00亿元保证借款所致；公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券构成，截至2022年末为47.37亿元，较上年末增长46.25%，主要系部分长期借款及长期应付款中融资租赁款集中到期所致；同期末，公司长期借款为131.06亿元，较上年末下降9.69%，以保证借款和信用借款为主要构成；截至2022年末，公司应付债券为26.94亿元，主要为近年来发行的“21世园01”、“21世园债”、“22陕西安世园ZR001”、“世园投资B2507”、“2022西安世园PPN001”，2022年末公司应付债券明细如表13所示。截至2022年末，公司长期应付款25.81亿元，较上年末增长168.01%，主要系融资租赁款大幅增长所致，同期末公司融资租赁款为25.60亿元。

其他负债方面，截至2022年末，公司应付账款为41.17亿元，较2021年末减少10.13%，主要由应付西安丝路国际会展中心有限公司、中铁一局集团有限公司、中建三局集团有限公司等单位的工程款构成，账期集中在2年以内；公司合同负债主要为售房款，截至2022年末为24.69亿元；截至2022年末，公司其他应付款为34.17亿元，较上年末增长13.90%，主要由应付西安浐灞生态区会展事业发展中心、西安浐灞生态区土地储备中心往来款构成。

表13 截至 2022 年末公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	发行金额	发行日期	期限	余额	票面利率
21世园债	7.00	2021/04/28	7年	7.00	5.85%

21 世园 01	8.00	2021/04/30	7 年	8.00	6.50%
2022 西安世园 PPN001	2.00	2022/04/11	3 年	2.00	7.20%
22 陕西安世园 ZR001	8.00	2022/06/15	3 年	8.00	6.80%
世园投资 B2507	0.71	2022/08/01	2.9151 年	0.71	4.50%

资料来源：公司 2022 年审计报告，Wind，中证鹏元整理

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.89	3.88%	7.01	2.00%	2.20	0.67%
应付账款	41.70	11.64%	41.17	11.78%	45.81	13.90%
合同负债	23.69	6.62%	24.69	7.06%	30.71	9.32%
其他应付款	33.15	9.26%	34.17	9.77%	30.00	9.11%
一年内到期的非流动负债	46.55	13.00%	47.37	13.55%	32.39	9.83%
流动负债合计	163.65	45.69%	159.68	45.67%	146.26	44.39%
长期借款	129.51	36.16%	131.06	37.48%	145.12	44.04%
应付债券	26.94	7.52%	26.94	7.71%	22.50	6.83%
长期应付款	31.83	8.89%	25.81	7.38%	9.63	2.92%
非流动负债合计	194.51	54.31%	189.97	54.33%	183.25	55.61%
负债合计	358.15	100.00%	349.65	100.00%	329.50	100.00%
总债务	--	--	238.39	68.18%	211.66	64.24%
其中：短期债务	--	--	54.72	15.65%	34.60	10.50%
长期债务	--	--	183.67	52.53%	177.07	53.74%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受债务规模扩张影响，近年来公司资产负债率持续维持在较高水平，2022年末为66.01%，较2021年末略有提升。2022年，公司现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均呈现下滑态势，分别为0.38和0.22，现金和EBITDA对短期债务及利息对保障能力均较弱。同时，公司近年来经营性现金流量净流出规模持续扩大，经营性现金流产生的缺口仍有赖于通过筹资活动予以补充。截至2022年3月末，公司共获得银行授信额度240.50亿元，其中已使用额度170.39亿元，未使用额度70.11亿元，公司直接融资渠道较为通畅，但考虑到公司在建项目仍需持续进行资本性投入，未来需对公司再融资能力予以关注。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	66.53%	66.01%	65.90%
现金短期债务比	--	0.38	0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	0.22	0.29

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

根据《公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，环境方面，近年来公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生；社会方面，近年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

公司治理与管理方面，跟踪期内，公司章程、管理制度、组织架构及董事、监事、高级管理人员构成均未发生变化，公司组织结构详见附录三。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月13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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。2023年2月14日-2023年4月30日，公司有若干被执行信息记录，标的金额均较小；截至2023年6月20日，公司未被各级人民法院列为失信被执行人。

或有事项分析

截至2023年3月末，公司对关联方担保余额为111.71亿元，占同期末净资产的62.01%，被担保企业虽均为当地国有企业，但均未设置反担保措施，公司面临较大或有负债风险。此外，截至2022年末，公司及子公司西安浐灞发展集团有限公司为购房业主1,163人提供担保合计8.80亿元。

表16 截至 2023 年 3 月 31 日公司对关联方担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
	1.71	2025/8/4	否
	0.88	2025/8/4	否
	1.04	2023/10/22	否
	1.00	2023/4/23	否
	1.00	2023/4/27	否
	1.00	2023/5/30	否
西安浐灞发展集团有限公司	0.64	2023/6/21	否
	3.65	2023/9/27	否
	1.90	2023/6/15	否
	4.75	2023/9/20	否
	2.85	2024/6/17	否
	2.00	2024/6/17	否
	1.40	2023/12/25	否

	2.00	2024/7/19	否
	5.00	2024/2/11	否
	2.60	2024/2/3	否
	2.54	2024/1/20	否
	1.00	2025/2/8	否
	7.14	2028/11/30	否
	5.71	2028/11/30	否
	4.76	2028/11/30	否
	8.90	2036/11/25	否
	5.40	2025/3/23	否
	5.00	2023/8/18	否
	3.56	2023/8/18	否
	6.60	2023/12/7	否
	6.39	2024/12/21	否
	1.44	2023/7/31	否
	3.66	2026/7/30	否
	0.96	2026/1/4	否
	0.37	2026/8/2	否
	3.77	2026/3/16	否
	0.69	2025/3/22	否
	0.25	2023/5/31	否
	2.00	2027/3/30	否
西安世博园运营管理有限公司	3.00	2025/11/3	否
	0.30	2024/3/24	否
	0.30	2025/3/24	否
	0.27	2025/10/30	否
西安世园园林有限公司	3.70	2025/6/27	否
西安世园置业有限公司	0.60	2024/9/29	否
合计	111.71	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是西安市政府下属重要企业，浐灞管委会为公司的实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，西安市政府提供特殊支持的意愿强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与西安市政府的联系紧密度低。浐灞管委会为公司的控股股东和实际控制人，西安市政府不直接持有公司股权，但对公司经营战略和业务运营拥有强大影响力；公司的基础设施建设业务发生在浐灞生态区，其业务基本来源于浐灞管委会及其相关单位，近年来在资产注入等方面没有受到过西安

市政府的相关支持。

(2) 公司对西安市政府非常重要。公司系承担西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设的重要主体，在基础设施建设方面对政府的贡献很大，如果违约会对当地金融生态和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

陕西信用增进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“21世园债”的信用水平

“21世园债”由陕西信用增进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“21世园债”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“21世园债”存续期及债券到期之日起两年。经“21世园债”持有人会议批准，“21世园债”金额、利率、期限、还本付息方式发生变更时，经陕西信用增进书面同意后，陕西信用增进继续承担担保函项下的相应责任；未经陕西信用增进书面同意，陕西信用增进不对该项变更承担担保函项下任何责任。

陕西信用增进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分别出资13.00亿元、1.00亿元和1.00亿元设立，初始注册资本为15.00亿元。2019年10月，陕西信用增进更名为现名。经股东多次增资及股权变更，截至2022年末，陕西信用增进注册资本为55.00亿元，实收资本为47.84亿元，第一大股东为陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕西金资”），持股比例为21.26%，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）为陕西金资实际控制人，陕西信用增进最终实际控制人为陕西省国资委，陕西信用增进股权结构如下表所示。

表17 截至 2022 年末陕西信用增进股权结构（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	21.26%
陕西财金投资管理有限责任公司	8.72	18.24%
西安经开金融控股有限公司	7.85	16.40%
榆林市榆阳区国有资产运营有限公司	6.00	12.54%
陕西省水务集团有限公司	3.00	6.27%
榆林市财金投资管理有限公司	3.00	6.27%
陕西延长石油资本控股有限公司	2.11	4.40%
宝鸡市金融控股有限公司	1.05	2.20%
陕西粮农集团有限责任公司	1.05	2.20%
陕西建工集团有限责任公司	1.05	2.20%
西安航天基地创新投资有限公司	1.00	2.09%

西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	1.00	2.09%
深圳开源证券投资咨询有限公司	0.84	1.77%
天津骏泰企业管理有限公司	0.50	1.04%
西安陕鼓动力股份有限公司	0.49	1.03%
合计	47.84	100.00%

资料来源：陕西信用增进 2022 年审计报告，中证鹏元整理

陕西信用增进主要从事信用增进和投资业务，并于2021年获得融资担保业务经营许可证。近年来，在信用增进服务收入以及投资收益快速增长的带动下，陕西信用增进营业收入持续快速增长，2022年实现营业收入8.71亿元，2020-2022年营业收入年复合增长59.59%。2017年以来，陕西信用增进调整了业务发展方向，进入资本市场，着力发展直接融资信用增进业务。近年来陕西信用增进的信用增进业务处于快速发展态势，信用增进服务业务收入规模以及占比持续增长，2020-2022年信用增进服务业务收入复合增长134.70%，2022年信用增进服务收入在营业收入中的占比较2020年上升20.72个百分点至38.58%。陕西信用增进投资收益主要来源于债券、债权融资计划等债权类投资，近年来投资收益快速增长，2020-2022年投资收益复合增长47.06%，2022年投资收益在营业收入中的占比较2020年下降10.87个百分点至61.08%，仍为陕西信用增进营业收入的主要来源。陕西信用增进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。

表18 陕西信用增进营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信用增进服务收入	3.36	38.58%	2.15	30.76%	0.61	17.84%
投资收益	5.32	61.08%	3.80	54.36%	2.46	71.93%
利息收入	0.00	0.00%	0.04	0.57%	0.12	3.51%
公允价值变动收益	-0.20	-2.30%	0.79	11.30%	0.03	0.88%
其他收入	0.22	2.53%	0.21	3.00%	0.20	5.85%
营业收入合计	8.71	100.00%	6.99	100.00%	3.42	100.00%

资料来源：陕西信用增进 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

陕西信用增进的信用增进业务产品以债券信用增进、信用衍生品和差额补足产品为主，客户所在区域集中于陕西省内，客户群体主要是陕西省区县城投类企业和省属国有企业。近年陕西信用增进的信用增进业务规模整体大幅增长，2022年末信用增进余额为194.01亿元，相当于2020年末的7.11倍。2022年末，陕西信用增进的信用增进放大倍数为2.66倍，处于低水平，未来业务发展空间较大。截至2022年末，陕西信用增进未到期增信项目共44个，增信客户及信用衍生品穿透后债务人均均为地方投融资平台或国有企业，客户最新主体级别均在AA及以上。行业分布方面，目前陕西信用增进未到期增信项目以城投类为主，行业集中度较高。

2020-2022年陕西信用增进未发生信用增进业务代偿事件，现阶段陕西信用增进的信用增进业务风险运行情况较好，但该项业务实际开展时间不长、而被增信产品存续期较长，信用增进业务风险管理能

力仍待更长时间周期检验。截至2022年末，陕西信用增进尚未完成处置的代偿项目均为转型前的历史风险项目，累计代偿回收率为90.74%，追偿效果较好。

截至2022年末陕西信用增进未到期责任准备金、信用增进风险准备金、一般风险准备余额分别为2.35亿元、0.56亿元和1.05亿元，担保风险准备金合计为3.95亿元，陕西信用增进担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为1,567.03%，在拨备持续积累的帮助下，拨备覆盖水平持续显著提升。

表19 陕西信用增进信用增进业务开展概况（单位：亿元，个）

项目	2022年	2021年	2020年
当期信用增进发生额	109.77	75.30	17.30
当期解除增信额	14.56	3.80	1.20
信用增进余额	194.01	98.80	27.30
信用增进责任余额	157.71	80.88	22.84
信用增进放大倍数	2.66	1.44	0.50
当时代偿额	0.00	0.00	0.00
当时代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿额	1.09	1.09	1.09
累计代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿回收额	0.99	0.99	0.98
累计代偿回收率	90.74%	90.74%	90.15%
担保风险准备金	3.95	2.13	0.93
拨备覆盖率	1,567.03%	273.78%	103.04%

注：累计代偿率采用2019年以来的代偿额计算
 资料来源：陕西信用增进提供，中证鹏元整理

截至2022年末，陕西信用增进资产总额为102.17亿元，其中货币资金5.48亿元，无受限货币资金；应收代偿款余额为0.37亿元，已计提坏账准备0.12亿元，应收代偿款净额0.25亿元。2022年末陕西信用增进交易性金融资产余额为24.45亿元，同比增长281.96%，主要系债务工具投资同比显著增长；同期末长期股权投资为6.34亿元，同比增长105.54%，主要系增加对联营企业永安财产保险股份有限公司的3.26亿元股权投资。2022年末，陕西信用增进债权投资余额4.73亿元，其他债权投资余额30.53亿元，其他非流动金融资产（全部为债务工具投资）合计28.78亿元，整体来看陕西信用增进债权类投资规模较大，在陕西信用增进资产总额中占比较高，需关注其信用风险变化情况以及对陕西信用增进整体流动性的不利影响。

受卖出回购金融资产款、其他应付款和未到期责任准备增长的带动，陕西信用增进负债总额由2020年末的20.05亿元显著增长113.38%至2022年末的42.79亿元。截至2022年末，陕西信用增进卖出回购金融资产款12.29亿元，同比增长396.01%，全部为质押式回购；

同期末其他应付款同比增长168.83%至3.95亿元，主要系信用增进客户缴纳的风险缓释金大幅增长所致。2022年末陕西信用增进应付债券余额14.31亿元，同比增长8.36%，主要为2021年和2022年发行的

定向债务融资工具。

得益于增资扩股和经营积累，近年末陕西信用增进净资产规模持续提升，资本实力不断增强，2020-2022年末所有者权益复合增长14.54%。整体来看，相对陕西信用增进的资本实力，现阶段信用增进业务规模较小，信用增进放大倍数较低，业务空间较大。

盈利能力方面，近年来陕西信用增进主要盈利规模指标均有不同程度增长，2020-2022年利润总额和净利润复合增长率分别为37.24%和38.48%。近年来陕西信用增进净资产收益率有所上升，资本回报水平较好，2022年净资产收益率为7.66%，较2020年上升1.77个百分点。

表20 陕西信用增进主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	102.17	76.26	51.98
货币资金	5.48	5.65	1.70
应收代偿款净额	0.25	0.78	0.90
所有者权益合计	59.37	56.21	45.25
营业收入	8.71	6.99	3.42
投资收益	5.32	3.80	2.46
利润总额	5.01	4.96	2.66
净利润	4.43	4.23	2.31
净资产收益率	7.66%	8.35%	5.89%
累计代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿回收率	90.74%	90.74%	90.15%
拨备覆盖率	1,567.03%	273.78%	103.04%

资料来源：陕西信用增进 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从外部支持方面来看，陕西信用增进第一大股东为陕西金资，实际控制人为陕西省国资委，股东实力强，可在资金、业务拓展等方面给予陕西信用增进较大支持。

综上，近年陕西信用增进担保业务规模快速增长，对营业收入贡献有所增加，陕西信用增进资本实力强，现阶段信用增进放大倍数低，未来信用增进业务发展空间较大。但中证鹏元也关注到，陕西信用增进债权类投资规模较大，在资产总额中占比较高，需关注其信用风险变化情况以及对陕西增信整体流动性的不利影响，同时陕西信用增进的信用增进业务开展时间不长、而被增信产品存续期较长，其风险控制水平有待市场进一步检验。经中证鹏元综合评定，陕西信用增进主体信用等级为AAA，信用评级展望为稳定。本期债券由陕西信用增进提供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。

十、结论

西安市作为国家中心城市，近年先进制造业发展较好，同时作为旅游城市，历史文化类景区较多，旅游相关产业优势突出；浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，现代服务业骨架规划明确且雏形初见，近年来财政自给率大幅提升，良好的外部环境为公司发展提供了基础。公司在建项目数量较多，未来业务可持续性较好，且持续得到股东较大力度的支持。同时中证鹏元关注到，公司房地产销售业务未来回款受当地房地产市场和相关政策影响存在波动可能，资产项目中开发成本和应收款项占比较高，同时存在一定规模未办妥权证的资产，整体流动性不佳，偿债能力指标表现不佳，存在一定短期偿债压力等风险因素。

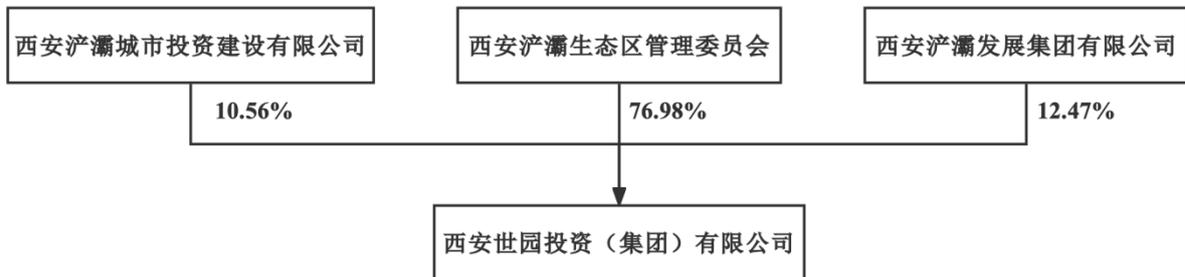
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21世园债”的信用等级为AAA。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	19.13	20.67	25.42	29.05
应收账款	111.28	108.87	93.43	82.73
存货	160.00	157.88	158.86	123.89
流动资产合计	326.52	318.80	294.03	245.02
固定资产	8.49	8.60	8.97	9.09
在建工程	120.83	120.02	115.65	110.65
其他权益工具投资	24.09	24.09	24.00	0.00
长期股权投资	16.14	16.14	16.45	16.38
非流动资产合计	211.78	210.88	205.99	200.57
资产总计	538.30	529.68	500.02	445.59
短期借款	13.89	7.01	2.20	0.00
应付账款	41.70	41.17	45.81	40.32
一年内到期的非流动负债	46.55	47.37	32.39	52.25
流动负债合计	163.65	159.68	146.26	143.55
长期借款	129.51	131.06	145.12	100.82
应付债券	26.94	26.94	22.50	21.50
长期应付款	31.83	25.61	9.43	7.10
非流动负债合计	194.51	189.97	183.25	135.64
负债合计	358.15	349.65	329.50	279.19
总债务	--	238.39	211.66	181.67
所有者权益	180.15	180.03	170.52	166.40
营业收入	5.41	25.90	29.82	16.65
营业利润	0.17	1.54	2.66	1.95
其他收益	0.00	0.22	0.30	0.34
利润总额	0.17	1.50	2.70	1.97
经营活动产生的现金流量净额	-8.46	-26.69	-10.41	-8.40
投资活动产生的现金流量净额	-0.12	-0.68	-13.64	-31.26
筹资活动产生的现金流量净额	6.99	22.57	20.36	40.67
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	6.92%	8.05%	12.09%	8.76%
资产负债率	66.53%	66.01%	65.90%	62.66%
短期债务/总债务	--	22.95%	16.35%	28.76%
现金短期债务比	--	0.38	0.73	0.56
EBITDA（亿元）	--	2.15	3.36	2.51
EBITDA 利息保障倍数	--	0.22	0.29	0.31

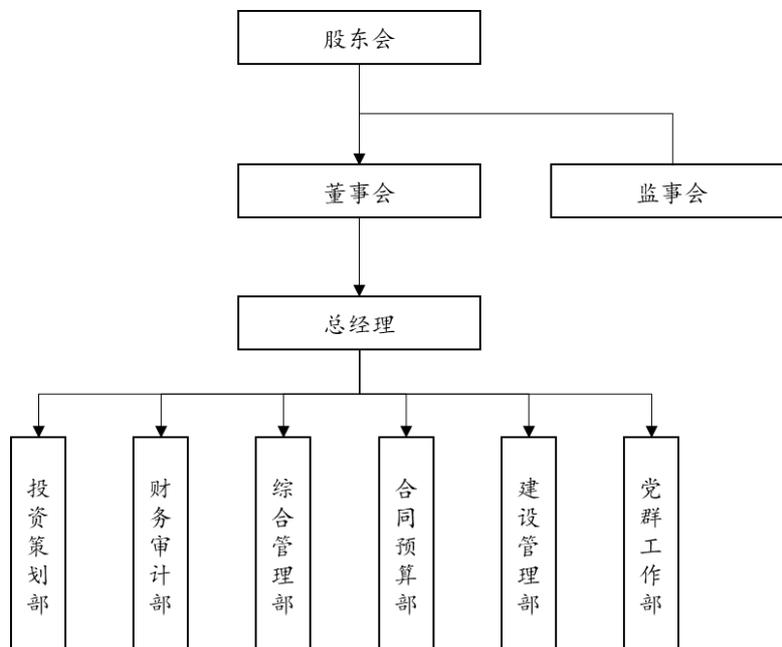
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元，%）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
西安世博园运营管理有限公司	30,000.00	100.00	公园管理运营
西安世园物业管理有限公司	1,500.00	100.00	物业管理
西安世园园林有限公司	242,200.00	100.00	园林景观工程
西安世园旅游汽车有限公司	1,500.00	100.00	出租车公交客运
西安灞柳驿酒店有限公司	8,000.00	100.00	餐饮住宿
西安世园城市开发建设有限公司	47,400.00	100.00	建筑市政工程
西安世园置业有限公司	68,633.21	100.00	房地产开发销售
西安世园润盈置业有限公司	100.00	100.00	房地产开发销售
西安世园国际会展管理集团有限公司	5,000.00	100.00	会展管理
西安世园酒店管理集团有限公司	5,000.00	100.00	酒店管理
西安世园创新建设发展有限公司	20,000.00	100.00	房地产业
西安世园城开实业发展有限公司	40,000.00	100.00	房地产业
西安世园右岸开发建设有限公司	19,000.00	100.00	房地产业
西安世园滨水实业发展有限公司	49,000.00	100.00	房地产业
西安世园滨水开发建设有限公司	23,000.00	100.00	房地产业
西安世园雁鸣实业发展有限公司	52,000.00	100.00	房地产业
西安世园雁鸣开发建设有限公司	16,000.00	100.00	房地产业
西安世园鸿城开发建设有限公司	23,000.00	100.00	房地产业

资料来源：公司 2022 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。