

西安世园投资（集团）有限公司 2025 年度第一期中期票据信用评级 报告

中鹏信评【2025】第 Z【355】号 01



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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

西安世园投资（集团）有限公司2025年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2025-4-29

债券概况

发行规模：2.09 亿元
发行期限：5 年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：偿还“22 西安世园 PPN001”本息
增信方式：保证担保
担保主体：陕西信用增进投资股份有限公司

联系方式

项目负责人：马琳丽 mall@cspengyuan.com
项目组成员：崔彬杨 cuiby@cspengyuan.com
评级总监：
联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到西安市经济财政实力较强，2023 年底浐灞生态区与西安国际港务区整合为西安浐灞国际港后，区域经济财政实力将进一步增强，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可持续性较好，2023 年公司股东向公司增资，显著增强了公司的资本实力。2024 年一季度，西安浐灞生态区管理委员会以西安国际会展中心二期项目土地评估价值和经审计的建设资金对公司投资，资产价值合计 36.52 亿元，未来完成产权变更后，公司资本实力有望进一步增强，专业担保公司提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。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，在建项目所需投资规模较大，区域合并后公司基础设施建设业务开展区域及业务规模或将扩大，公司面临较大资本性支出和偿债压力，以及存在一定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，且有望持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.9	2023	2022	2021
总资产	549.16	548.86	529.68	500.02
所有者权益	202.32	201.62	180.03	170.52
总债务	219.54	232.71	238.39	211.66
资产负债率	63.16%	63.27%	66.01%	65.90%
现金短期债务比	0.05	0.09	0.38	0.73
营业收入	10.96	26.08	25.90	29.82
其他收益	0.09	0.25	0.22	0.30
利润总额	0.68	3.42	1.50	2.70
销售毛利率	16.28%	8.49%	8.05%	12.09%
EBITDA	--	7.34	2.15	3.36
EBITDA 利息保障倍数	--	0.60	0.19	0.27
经营活动现金流净额	-1.89	-12.35	-26.69	-10.41

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **西安市及西安国际港务区战略地位较高，西安浐灞国际港整合完成后，经济财政实力预计将进一步增强。**西安市是我国西北地区唯一的国家中心城市，战略定位较高，经济财政实力较强；西安国际港务区作为陕西省、西安市践行国家“一带一路”倡议、建设对外开放大通道的重要抓手和主要平台，近年经济财政实力稳步增强，且西安国际港务区和西安浐灞生态区整合为西安浐灞国际港后，经济财政实力预计将进一步增强。
- **公司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 2024 年 6 月末，公司在建及拟建的基础设施项目和自营项目较多，基础设施建设业务可持续性较好。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**自成立以来，公司股东持续给予公司资本支持。2023 年，西安浐灞生态区管理委员会以债权转股权的方式向公司增资 15.80 亿元，显著增强了公司的资本实力。此外，2024 年一季度，根据西安浐灞国际港管理委员会的西港函〔2024〕6 号文件，由西安浐灞生态区管理委员会以西安国际会展中心二期项目土地评估价值和经审计的建设资金对公司投资，其中土地评估价值为 7.52 亿元，建设资金 29.00 亿元，合计 36.52 亿元，该资产因尚未完成产权变更未在 2024 年三季度入账，且 2024 年末尚未完成产权变更。未来完成产权变更后，公司资本实力有望进一步增强。此外，公司持续收到计入其他收益的政府补助，提升了公司利润水平。
- **保证担保有助于提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，陕西信用增进投资股份有限公司（以下简称“陕西增信”）主体信用等级为 AAA，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有助于提升本期债券的安全性。

关注

- **项目开发成本和期限较长的应收款项对公司资金形成了较大规模的占用，整体资产流动性不佳。**公司资产以存货、在建工程、应收款项和投资性房地产为主要构成，2024 年 9 月末上述资产合计占公司总资产的 86.52%，其中存货和在建工程主要系工程资产，应收款项回收周期存在较大不确定性，此外公司存在一定规模未办妥权证的房屋及建筑物资产，资产即时变现能力较差。
- **区域合并后公司基础设施建设业务开展区域及业务规模或将扩大，预计后续将面临较大的资本支出压力。**截至 2024 年 6 月末，公司在建的代建基础设施项目及在建、拟建自营项目尚需投资规模较大。浐灞生态区与西安国际港务区合并为西安浐灞国际港后，公司基础设施建设业务开展区域及业务规模或将扩大，考虑到近年公司经营现金流净额持续为负，公司将面临较大的资本支出压力。
- **公司存在较大债务偿付压力和一定或有负债风险。**公司债务规模较大，现金短期债务比持续下降，EBITDA 利息保障倍数表现较弱，面临较大的债务偿付压力；截至 2024 年 6 月末，公司对外担保余额为 120.14 亿元，其中对西安浐灞发展集团有限公司担保余额为 105.86 亿元，对西安港投资集团有限公司担保余额 14.28 亿元。此外，公司对购房个人也提供了较大规模担保，存在一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	6/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	4/7

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	-1
个体信用状况		aa-
外部特殊支持		2
主体信用等级		AA+

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）其他条件相同情况下，考虑到公司是西安浐灞国际港内的基础设施建设投资主体，作为园区基础设施投资类企业和西安市市属基础设施投资类企业信用水平存在差异，补充调整“-1”。

一、 发行主体概况

公司系经西安市机构编制委员会（市编发〔2007〕43号）批准，于2008年5月21日由浐灞生态区管理委员会出资设立，初始注册资本3,000.00万元，后经多次增资，截至2025年3月末，公司注册资本增加至170.00亿元，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，其中浐灞管委会直接持股比例为79.47%，为公司控股股东及实际控制人。截至2024年9月末公司实收资本167.38亿元。

公司作为西安浐灞国际港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。截至2024年9月末，公司纳入合并范围的一级子公司共17家。

二、 本期债券概况及募集资金用途

债券名称：西安世园投资（集团）有限公司2025年度第一期中期票据；

发行规模：2.09亿元；

债券期限和利率：5年，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本；

增信方式：由陕西增信提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

募集资金用途：本期债券拟募集资金2.09亿元，扣除发行费用后全部用于偿还“22西安世园PPN001”本息。

表1 本期债券募集资金拟用于偿还有息债务明细表（单位：万元）

债券代码	借款余额	到期日	拟偿还本金	拟偿还 2025 年利息
22 西安世园 PPN001	20,000.00	2025/4/12	20,000.00	900.00
合计	-	-	20,000.00	900.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分

化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，关税冲击和大国博弈下出口和失业率面临压力，关税或拖累名义GDP增速2个百分点。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策延续积极表述，将加大内需对冲力度，进一步扩内需促消费稳外贸。货币政策适度宽松，保持流动性充裕，二季度降准有望先行落地，配合政府债发行，降息将根据内外部变化相机抉择，结构性工具降息可期，加大稳定股市楼市力度，进一步促消费和支持科技创新等领域。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐债化解，还将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段，12个重点省份以化债为主，非重点省份化债和发展并存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，各地化债进度和成效存在分化。

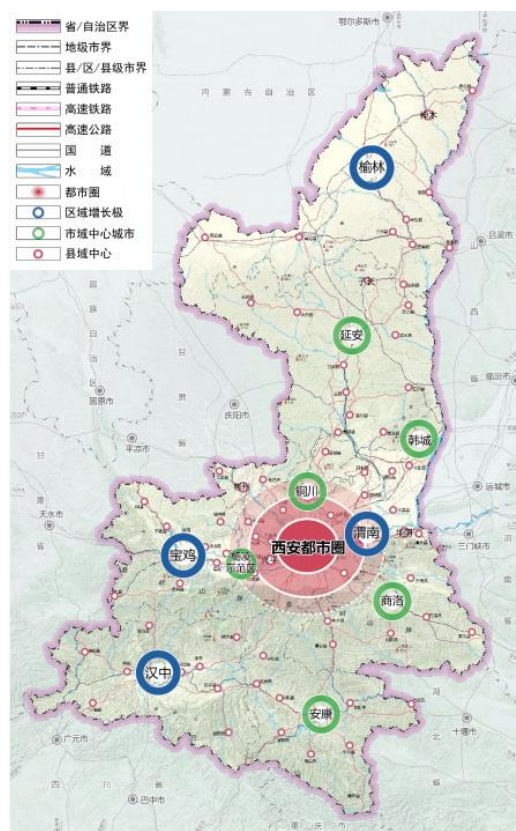
2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

西安市战略定位较高，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对经济增长形成有力支撑，新兴产业保持良好发展势头，叠加旅游产业优势突出，2024年旅游收入维持较高增速，对“一带一路”国家外贸增势较好，经济实力远超省内其他各市，近年一般公共预算收入持续增长，抵消了政府性基金收入下降对区域综合财力的影响

区位优势：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，截至2023年末常住人口1,307.82万人，较上年末增加8.23万人。

图1 西安都市圈发展规划图



资料来源：《陕西省国土空间规划（2021-2035年）》公众版

经济发展水平：西安市经济实力远超省内其他各市，2024年投资和消费维持稳定，对“一带一路”国家外贸增势较好。近年西安市GDP持续保持增长，经济实力远超省内其他各市，2024年西安市GDP增

速为4.6%，略低于全国平均水平，人均GDP与全国人均GDP相当。2024年西安市三次产业结构为2.4:29.1:68.5，第三产业是区域主导产业，近年增速表现较好，占比持续提升。从拉动经济的三大要素来看，2024年西安市投资和消费维持稳定，其中基础设施投资同比下降7.5%，房地产开发投资同比增长8.5%；进出口增速在低基数上回升，重点外贸区域增势较好，对共建“一带一路”国家进出口增长23.6%，占进出口总值的比重为58.1%。2024年中欧班列（西安）开行4,985列，同比增长25.1%，开行量、货运量、重箱率稳居全国第一。

表2 2024年陕西省主要地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
西安市	13,317.78	4.6%	10.18	1,002.37	-
咸阳市	3,001.27	6.5%	7.28	114.66	67.42
延安市	2,383.36	5.5%	10.55	173.64	-
渭南市	2,157.73	5.7%	4.69	87.77	67.39
铜川市	-	6.4%	-	24.31	4.70

注：人均 GDP 根据 2023 年末常住人口计算。

资料来源：各市经济运行报告、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	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	13,317.78	4.6%	12,010.76	5.2%	11,486.51	4.4%
固定资产投资	-	0.2%	-	0.1%	-	10.5%
社会消费品零售总额	4,915.08	2.2%	4,811.60	3.7%	4,642.11	-5.2%
进出口总额	4,117.99	14.5%	3,597.59	-17.4%	4,474.10	0.8%
人均 GDP（万元）	10.18		9.21		8.88	
人均 GDP/全国人均 GDP	106.35%		103.10%		103.63%	

注：2024 年人均 GDP 根据 2023 年末常住人口计算。

资料来源：2024 年西安市经济运行情况、西安市 2022-2023 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：西安市六大支柱产业继续发力，对经济增长形成有力支撑，新兴产业保持良好发展势头；同时旅游产业优势突出，2024年旅游收入维持较高增速。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，按照集群化发展思路，支柱产业企业主要分布在各大园区内，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；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；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，2023-2024年六大支柱产业总产值分别同比增长10.1%和4.6%，对经济增长形成有力支撑。新兴产业产品产量较快增长，2024年西安市新能源汽车产量增长14.3%，民用无人机增长2.9倍，充电桩增长

26.3%，太阳能电池增长61.4%，3D打印设备增长41.9%，集成电路圆片增长36.7%。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。2024年10月，西安市政府出台实施《西安市促进文化旅游体育产业高质量发展支持政策》等一揽子政策，旨在增强文旅体市场主体活力，激发市场消费潜力，2024年西安市接待游客3.06亿人次，实现旅游总收入3,760亿元，同比分别增长10.3%和12.3%，西安市文旅市场热度稳居全国第一方阵。

财政及债务水平：近年西安市一般公共预算收入持续增长，抵消了政府性基金收入下降对区域综合财力的影响，2024年西安市地方政府债务余额增速提升。2024年西安市一般公共预算收入为1,002.37亿元，同比增长5.3%，增速同比有所下降；税收占比略有下降，财政收入质量仍较好，财政自给率提升主要系财政增收节支所致。2024年西安市政府性基金预算收入1,214.91亿元，同比下降8.1%，后续仍需关注政府性基金收入的稳定性。政府专项债加速发行，近年西安市地方政府债务余额持续增长，且2024年增速提升。

表4 西安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	1,002.37	951.92	834.09
税收收入占比	71.33%	72.27%	72.45%
财政自给率	64.18%	55.06%	53.02%
政府性基金收入	1,214.91	1,321.44	1,262.94
地方政府债务余额	4,644.43	4,029.69	3,625.51

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 2022-2023 年预决算报告及西安市财政局，中证鹏元整理

投融资平台：西安市城投公司较多，包括市城投公司、区县城投公司以及下属园区城投公司等。目前有存续债的市城投公司有4家，均系西安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“西安市国资委”）直接控股。4家城投公司职能各异，定位清晰，分别从事公用事业、轨道交通、土地开发和政策性住房建设运营等，业务城投属性较强。

表5 西安市市级重要城投公司情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	职能定位
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	西安市人民政府国有资产监督管理委员会	759.62	59.98%	189.91	西安市城市公用事业类资产的运营和管理主体
西安市轨道交通集团有限公司	西安市人民政府国有资产监督管理委员会	786.10	59.40%	33.79	西安市轨道交通项目投资、建设、运营的主体
西安城市发展（集团）有限公司	西安市人民政府国有资产监督管理委员会	212.07	51.81%	9.70	西安市级土地综合开发实施主体
西安市安居建设管理集团有限公司	西安市人民政府国有资产监督管理委员会	555.29	36.55%	18.24	西安市政策性住房经营主体

注：财务数据为 2023 年/2023 年末数据。
资料来源：ifind，中证鹏元整理

灞河生态区以会议会展、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，财政收入稳定增长，但政府性基金收入持续下降；西安国际港务区和西安灞河生态区整合为西安灞河国际港后，经济财政实力将进一步增强

灞河生态区位于西安城区东部，北到渭河，南到绕城高速，包括灞、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。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%。2023年12月，中共西安市委办公厅、西安市人民政府办公厅印发《整合优化工作方案》，将西安灞河生态区党工委、管委会与西安国际港务区党工委、管委会整合，两个机构整合后简称西安灞河国际港党工委、管委会，为市委、市政府派出机构。西安灞河国际港党工委、管委会实行一套机构、一个班子、一体化管理的体制机制，保留西安国际港务区和西安灞河生态区开发建设职能职责和相关授权不变。

经济发展水平：灞河生态区以第三产业为主，近年地区生产总值保持增长。近年灞河生态区地区生产总值持续增长，2023年全区三次产业结构为0.0:43.5:56.5，以第三产业为主。从拉动经济的三大要素来看，灞河生态区对外贸易规模不大，2023年固定资产投资增长较快，全区有省市级重点项目42个（18个续建，5个新开工，19个前期），23个在建项目全年累计完成投资225亿元，完成年计划投资的107.88%；从投资结构看，房地产投资170.68亿元，城镇投资206.64亿元。消费方面，2023年灞河生态区社会消费品零售总额同比增长8.1%。西安国际港务区和西安灞河生态区整合为西安灞河国际港后，2024年灞河国际港地区生产总值同比增长6.1%，其中规模以上工业增加值增速21.2%。

表6 西安灞河生态区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值(GDP)	359.64	3.0%	343.96	6.0%	306.87	1.4%
固定资产投资	389.82	20.2%	-	0.1%	401.72	-17.9%
社会消费品零售总额	468.3	8.1%	433.21	-5.0%	455.82	5.9%

注：“-”系数据未公布。

资料来源：西安灞河生态区管理委员会网站，中证鹏元整理

表7 西安国际港务区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	-	6.5%	204.29	8.1%	184.42	12.2%
固定资产投资(不含农户)	-	24.5%	-	18.3%	-	21.5%
社会消费品零售总额	-	-16.0%	-	9.8%	-	2.9%

注：“-”表示未获取相关数据。

资料来源：西安国际港务区官方网站，中证鹏元整理

产业情况：灞河生态区以会议会展、文化旅游、现代金融产业为主导。“十三五”期间，灞河生态

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稳定增长且收入质量较好，政府性基金收入持续下降。近年浐灞生态区一般公共预算收入稳定增长，税收占比虽有波动但一般公共预算收入质量较好，且财政自给率持续提升。近年浐灞生态区全区政府性基金收入持续下降，地方政府债务余额持续增长。浐灞国际港距离主城区近，且灞河从中穿过，生态环境好，区域内有地铁线路，交通条件好。根据西安市国土空间总体规划（2021-2035），国际港务区是住房重点新增区，也是住房保障主要节点。2024年西安市本级住宅用地供应计划18,549亩，根据各区域板块发布的2024年度第一批次拟出让地块详细清单，西安浐灞国际港计划供应30宗1,939.57亩，在西安市的各开发区中排名第一。2024年1-10月，西安浐灞国际港全区一般公共预算收入完成46.35亿元。

表8 浐灞生态区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	30.94	25.14	23.56
税收收入占比	79.20%	77.17%	85.35%
财政自给率	117.11%	92.09%	83.68%
政府性基金收入	19.85	18.39	81.78
其中：国有土地使用权出让收入	14.68	14.58	-
地方政府债务余额	141.53	131.43	131.12

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

表9 西安国际港务区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	40.74	32.68	30.34
税收收入占比	75.67%	69.36%	76.69%
财政自给率	69.63%	59.01%	57.70%
政府性基金收入	108.93	72.71	110.57
其中：国有土地使用权出让收入	98.86	63.13	103.23
地方政府债务余额	158.38	143.59	143.84

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：西安国际港务区政府网站，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司作为浐灞生态区重要的基础设施项目建设主体，承担了灞河右岸区域的项目建设工作，近年收

入主要来源于代建工程和房屋销售收入，此外还从事园区运营管理等业务。受代建工程业务收入规模波动影响，公司2021-2023年营业收入规模波动下降。毛利率方面，公司毛利润主要来自于代建工程和房屋销售业务，受房屋销售业务毛利率波动影响，公司毛利率水平波动较大。

表10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年 1-9 月			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建工程	2.90	26.50%	6.37%	14.16	54.27%	7.06%
园区运营管理	0.31	2.81%	-27.32%	0.65	2.50%	31.22%
房屋销售	5.74	52.37%	26.22%	7.99	30.65%	10.81%
其他	2.01	18.33%	8.87%	3.28	12.58%	4.51%
合计	10.96	100.00%	16.28%	26.08	100.00%	8.49%

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建工程	12.96	50.05%	7.02%	15.61	52.35%	6.82%
园区运营管理	0.84	3.25%	28.64%	0.86	2.87%	26.02%
房屋销售	9.55	36.89%	10.28%	10.82	36.28%	20.91%
其他	2.54	9.81%	-1.93%	2.53	8.50%	2.13%
合计	25.90	100.00%	8.05%	29.82	100.00%	12.09%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建业务

近年公司代建业务收入规模有所波动，部分在建项目已签订代建协议，代建业务持续性较好

公司主要从事灞河右岸区域的项目建设等工作。公司工程建设业务模式主要分为两种，模式一为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”）、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（以下简称“市政设施管理中心”）签署了《2011西安世园会会址及基础配套工程委托代建合同书》《西安浐灞生态区政府投资项目代建代管代维护委托协议》等代建协议，公司对世园会会址及周边基础设施配套项目进行代建，土储中心和市政设施管理中心以项目工程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结算。公司按照业务单位审定的工程进度来确认代建工程成本，并加计一定比例（通常为7%）作为代建管理费，上述两项之和为代建工程收入。

模式二是根据公司与土储中心签订的《西安浐灞生态区集中配建廉租房项目委托建设协议书》，土储中心委托公司对廉租房项目进行代建，建设资金（建成的廉租房建筑面积*3700元/平方米+建设补助资金）由土储中心按约定拨付给公司，公司按照工程进度对应的建设资金确认为代建工程收入，并结转相应的成本为代建工程成本。

公司2021-2023年代建项目结算规模有所波动，毛利率均维持在7%左右。截至2024年6月末，公司已完工的主要代建项目包括世园会会址及基础设施配套项目和灞河河道（广运潭段）综合治理建设工程

项目。

表11 截至 2024 年 6 月末公司已完成的的主要的代建项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	已确认收入	已回款金额
世园会会址及基础设施配套项目	70.00	70.00	74.90	69.50
灞河河道（广运潭段）综合治理建设工程项目	2.47	2.47	2.64	2.64
合计	72.47	72.47	77.54	72.14

注：世园会会址及基础设施配套项目为项目统称，具体包括多项房建工程、市政工程、景观绿化、水利工程等项目。
资料来源：公司提供

截至2024年6月末，公司主要在建代建项目包括灞河右岸基础配套项目等，计划总投资规模较大，代建业务持续性较好，其中金融商务区安置项目、世园会展产业园安置住宅项目、务东务西村安置房西区项目系沿用往年年度框架协议，未单独签订代建协议。

表12 截至 2024 年 6 月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	109.00	103.55	是
西安浐灞生态区集中配建租赁型保障房一期项目	6.72	6.50	是
金融商务区安置项目	17.89	10.84	是
世园会展产业园安置住宅项目	9.68	3.37	是
务东务西村安置房西区项目	19.52	5.53	是
合计	162.81	129.79	-

注：“金融商务区安置项目”较上次评级总投资额变化系统统计口径调整
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房屋销售业务

公司剩余可销售面积有限，需关注该业务未来收入的持续性；公司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的影响

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（以下简称“世园置业”）负责，项目主要位于西安市浐灞区。公司2021-2023年房屋销售业务收入规模逐年下降。

公司近年的销售收入主要来源于世园中南樾府建设项目等项目，截至2024年6月末公司主要项目可售面积47.05万平方米，已销售面积36.36万平方米，剩余可销售面积主要系办公类型的物业和世园得宝项目的住宅，剩余可售面积有限，需关注该业务未来收入的持续性，且需关注房地产市场景气度对公司业务的影响。

表13 截至 2024 年 6 月末公司主要房屋销售项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	类型	可销售面积	已销售面积	已销售金额
世园中南樾府建设项目	住宅、商铺	9.06	8.85	12.05
丝路国际创意梦工厂（一期）项目	办公、商业	7.98	1.97	2.89
滨河酒店配套一期（世园林曦）	住宅、商业	4.19	4.10	6.85

滨河酒店配套二期（世园林逸）	住宅、商业	6.63	6.46	8.29
世园锦绣建设项目（世园林语）	住宅	15.22	14.71	18.35
世园得宝项目（30 亩）	住宅	3.97	0.27	0.38
合计	-	47.05	36.36	48.81

注：丝路国际创意梦工厂（一期）项目可销售面积较上次评级增加系因将办公面积纳入可销售面积
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年6月末，公司主要在建及拟建自营项目如下表，其中滨河酒店配套一期项目（世园林曦）、滨河酒店配套二期项目（世园林逸）、世园锦绣建设项目（世园林语）、世园得宝项目（30亩）主要系住宅、办公和商业类型项目，通过对外出售产生收入。丝路国际创意梦工场（一期）规划总建面约11.41万平方米，由六栋三角形的建筑单体构成，其中1#楼、4#楼为园区孵化器及商务配套，3#为配套酒店，2#、5#为LOFT办公，一、二层为多业态商业配套。丝路国际创意梦工场（二期）由6栋多层办公楼组成，总建筑面积约3.1万m²，与项目一期结合形成以孵化器为引擎，集展示空间、艺术文创、生活商务配套齐全的文创产业园区。西安浐灞生态区自贸中心项目系由酒店、写字楼、长租公寓和精品裙房商业组成的区域大型商务综合体。截至2024年6月末，公司主要在建及拟建自营项目尚需一定投资规模，叠加基础设施建设项目资金缺口，公司主要在建代建及自营项目合计尚需投资额较高，浐灞生态区与西安国际港务区合并为西安浐灞国际港后，公司业务开展区域及业务规模或将扩大，考虑到2020年以来公司经营活动净现金流持续净流出，公司面临较大资金压力。

表14 截至 2024 年 6 月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
丝路国际创意梦工厂（一期）项目	8.00	6.75
丝路国际创意梦工厂（二期）项目	3.00	2.43
西安浐灞生态区自贸中心	23.00	25.90
滨河酒店配套一期项目（世园林曦）	3.95	5.60
滨河酒店配套二期项目（世园林逸）	5.80	8.40
世园锦绣建设项目（世园林语）	14.50	16.50
世园得宝项目（30 亩）	5.00	2.55
合计	63.25	68.13

注：丝路国际创意梦工厂（一期）项目已投资规模较上次评级减少系因统计口径变化；西安丝路会展中心项目已完工，本次未列示；公司对已投资超过总投资规模项目的总投资进行了调整。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司获得股东很大力度的外部支持，资本实力显著提升

自成立以来，公司股东持续给予公司支持，曾于2008-2019年间多次向公司增资，推动公司实收资本由3,000.00万元增加至2022年末的151.58亿元。

根据公司提供的《西安世园投资(集团)有限公司关于增资及章程备案的决定》，公司于2023年12月26日召开了股东会，会议由全体股东参加，会议同意将股东西安浐灞生态区管理委员会向公司划转的会

展一期相关款项15.80亿元¹的债权转为公司的注册资本金。公司实收资本因此增加15.80亿元，资本实力显著提升。

表15 2018-2023 年公司获得的资金、资产注入情况（单位：亿元）

出资单位	资产类别	金额	计入科目	时间
西安浐灞生态区管理委员会	项目建设相关债权	15.80	实收资本	2023 年
西安浐灞生态区管理委员会	货币	8.59	实收资本	2022 年
西安浐灞生态区管理委员会	货币	3.14	实收资本	2021 年
西安浐灞生态区管理委员会	货币	15.00	实收资本	2020 年
西安浐灞发展集团有限公司	货币	8.00	实收资本	2020 年
西安浐灞生态区管理委员会	土地使用权	3.79	实收资本	2020 年
西安浐灞生态区管理委员会	货币	24.25	实收资本	2019 年
西安浐灞生态区管理委员会	土地使用权	9.29	实收资本	2019 年
西安浐灞城市投资建设有限公司	货币	8.00	实收资本	2019 年
西安浐灞生态区管理委员会	西安金融控股有限公司 40%股权	6.02	实收资本	2018 年
西安浐灞生态区管理委员会	货币	12.50	实收资本	2018 年
西安浐灞生态区管理委员会	西安金融控股有限公司股权溢价	2.23	资本公积	2018 年

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年一季度，根据西安浐国际港管理委员会的西港函〔2024〕6号文件，由西安浐灞生态区管理委员会以西安国际会展中心二期项目土地评估价值和经审计的建设资金对公司投资，其中土地评估价值为7.52亿元，建设资金29.00亿元，合计36.52亿元。

根据公司出具的说明，该资产截至2024年末尚未完成产权变更，截至2024年末，西安国际会展中心二期项目主体变更，已完成立项变更、签订转移合同，同时取得地调报告；现办理资产转移完税手续，税务局已经同意按照会展中心二期项目评估价值7.50亿元作为计税依据进行完税申报，已向税务局提交申报材料待确认批复，目前，税务局提出根据《城镇土地管理办法》，土地需和地上建筑物一起转移，针对此问题已向财政局领导汇报，待下一步沟通。

此外，2018年浐灞管委会曾以西安金融控股有限公司40%股权作价6.02亿元向公司增资，因浐灞管委会对西安金融控股有限公司的初始投资成本小于应享有被投资单位可辨认净值的差额，调增公司资本公积和长期股权投资2.23亿元。政府补助方面，公司2021-2023年持续获得一定规模的计入其他收益和营业外收入的政府补助，提升了公司利润水平。

五、 财务分析

¹ 其中西安浐灞生态区管理委员会向公司转款 11.85 亿元，西安浐灞生态区管理委员会委托土储向公司转款 3.95 亿元。

财务分析基础说明

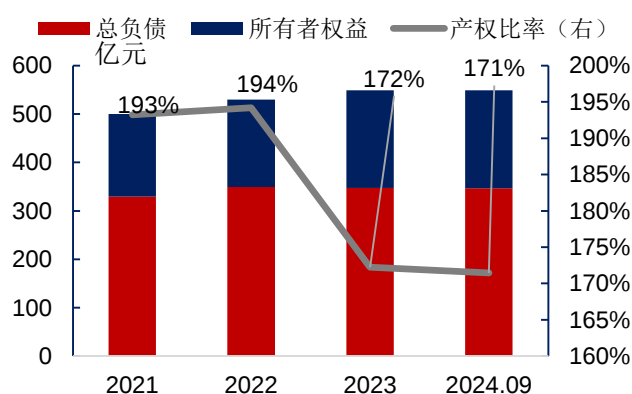
以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及2024年1-9月未经审计财务报表。

资本实力与资产质量

受益于股东注资支持，公司资本实力逐年增强，但权益对负债的保障能力较弱；公司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

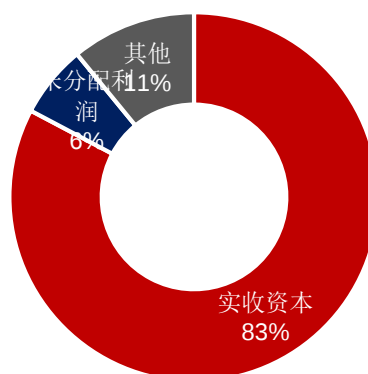
受益于股东注资，公司资本实力逐年增强，产权比率整体呈下降趋势，但仍处于较高水平，所有者权益对负债的保障能力弱。截至2024年9月末，公司所有者权益主要由实收资本、未分配利润等构成。

图2 公司资本结构



资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-9月财务报表，中证鹏元整理

图3 2024年9月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-9月财务报表，中证鹏元整理

受益于股东注资和融资扩大，公司总资产规模逐年增长。截至2024年6月末公司受限资产合计70.67亿元，主要为抵质押的开发成本、投资性房地产、长期股权投资、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，受项目持续投入影响，公司货币资金规模逐年下降，应收账款规模则随基础设施建设项目结算而波动增长，截至2023年末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99.30%，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。公司其他应收款规模增长较快，主要系增加对西安浐灞商贸片区建设发展有限公司、西安浐灞生态区管理委员会等单位往来款和保证金。截至2023年末公司其他应收款期末余额前五单位分别为西安浐灞商贸片区建设发展有限公司（实际控制人浐灞管委会，14.00亿元）、西安市浐灞生态区土地储备中心（9.50亿元）、成都润盈置业有限公司（6.24亿元）、西安浐灞发展集团有限公司（实际控制人浐灞管委会，5.91亿元）、西安浐灞实业有限公司（实际控制人浐灞管委会，2.00亿元），占其他应收款总额比例为91.37%，其中成都润盈置业有限

公司控股股东为华润置地控股有限公司，其他应收款系公司与其合作开发房地产项目产生。公司存货主要为基础设施建设项目投入的成本，规模随项目结算而有所波动，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。

非流动资产方面，公司在建工程主要是丝路会展中心项目和其他零星项目。公司固定资产主要系房屋建筑物、运输工具等，截至2023年末，公司固定资产中房屋建筑物7.47亿元暂未办妥产权证书。截至2023年末，公司其他权益工具投资主要系对西安浐灞发展集团有限公司的投资24.00亿元和对西安信开生态发展有限公司投资942.78万元，长期股权投资主要系对西安世园润盈置业有限公司、西安金融控股有限公司、西安丝路国际会展中心有限公司、西安千古情演艺发展有限公司等联营企业的投资，近年投资收益规模小。公司投资性房地产主要系持有的以公允价值计量的国有土地使用权，近年账面价值增长主要系因公允价值增长。

整体而言，公司资产以存货、在建工程、应收款项和投资性房地产为主要构成，2024年9月末上述资产合计占公司总资产的86.52%，其中存货和在建工程主要系工程资产，应收账款回收周期存在较大不确定性，整体资产流动性不佳。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.38	0.62%	7.63	1.39%	20.67	3.90%	25.42	5.08%
应收账款	109.71	19.98%	122.37	22.29%	108.87	20.55%	93.43	18.69%
其他应收款	45.49	8.28%	41.64	7.59%	23.30	4.40%	4.52	0.90%
存货	167.38	30.48%	148.14	26.99%	157.88	29.81%	158.86	31.77%
流动资产合计	338.92	61.72%	329.83	60.09%	318.80	60.19%	294.03	58.80%
固定资产	7.82	1.42%	8.19	1.49%	8.60	1.62%	8.97	1.79%
在建工程	110.72	20.16%	119.99	21.86%	120.02	22.66%	115.65	23.13%
其他权益工具投资	24.09	4.39%	24.09	4.39%	24.09	4.55%	24.00	4.80%
长期股权投资	23.73	4.32%	23.27	4.24%	16.14	3.05%	16.45	3.29%
投资性房地产	41.87	7.62%	41.47	7.55%	39.99	7.55%	38.95	7.79%
非流动资产合计	210.24	38.28%	219.04	39.91%	210.88	39.81%	205.99	41.20%
资产总计	549.16	100.00%	548.86	100.00%	529.68	100.00%	500.02	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模较大，短期债务占比有所提升，现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数表现较弱，叠加近年来经营性现金流持续净流出，存在较大偿债压力

公司总债务规模较大，截至2024年9月末，公司总债务为219.54亿元，期限结构以长期债务为主，但短期债务占比近年呈上升态势。公司主要融资渠道为银行借款、非标融资和债券融资。

具体而言，2021-2023年公司短期借款规模逐年增长，其中保证借款的担保人为西安浐灞发展集团有限公司，一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的债务，规模逐年增长。长期债务方面，公司长期借款规模逐年下降，应付债券规模逐年增长，截至2023年末，公司应付债券26.28亿元，包括发行的“21世园01”、“21世园债”、“22陕西安世园ZR001”、“世园投资B2507”、“20西安世园PPN001”，发行利率在4.50%-7.49%之间。公司长期应付款主要系应付的融资租赁款及信托借款，2022年规模增长系融资租赁款大幅增长，2023年随债务临近到期日，重分类至一年内到期的非流动负债而下降。

其他负债方面，截至2023年末，公司应付账款为38.99亿元，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，账龄集中在3年内；公司其他应付款主要系应付的往来款，近年规模逐年增长，截至2023年末，公司其他应付款主要由应付西安浐灞生态区会展事业发展中心、西安浐灞生态区管理委员会往来款构成。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	19.00	5.48%	15.33	4.42%	7.01	2.00%	2.20	0.67%
应付账款	38.98	11.24%	38.99	11.23%	41.17	11.78%	45.81	13.90%
合同负债	12.35	3.56%	17.49	5.04%	24.69	7.06%	30.71	9.32%
其他应付款	66.75	19.24%	47.44	13.66%	34.45	9.85%	30.29	9.19%
一年内到期的非流动负债	46.78	13.49%	63.84	18.39%	47.37	13.55%	32.39	9.83%
长期借款	126.24	36.40%	113.64	32.73%	131.06	37.48%	145.12	44.04%
应付债券	14.03	4.04%	26.28	7.57%	26.94	7.71%	22.50	6.83%
长期应付款	12.11	3.49%	12.22	3.52%	25.81	7.38%	9.63	2.92%
总债务	219.54	63.30%	232.71	67.02%	238.39	68.18%	211.66	64.24%
其中：短期债务	67.16	30.59%	80.55	34.61%	54.72	22.95%	34.60	16.35%
长期债务	152.38	69.41%	152.16	65.39%	183.67	77.05%	177.07	83.65%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

债务规模扩张和股东增资综合影响下，近年来公司资产负债率波动下降。受短期债务规模增长影响，公司现金短期债务比持续下降，2024年9月末为0.05，现金类资产对短期债务的保障能力弱；公司EBITDA利息保障倍数维持较低水平，EBITDA对利息的保障能力较弱。现金流方面，公司近年来经营性现金流持续净流出，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2024年6月末，公司共获得银行授信额度261.75亿元，其中已使用额度188.43亿元，未使用额度73.32亿元，公司融资渠道较为通畅，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18 公司偿债能力指标

指标名称	2024年9月	2023年	2022年	2021年
资产负债率	63.16%	63.27%	66.01%	65.90%

现金短期债务比	0.05	0.09	0.38	0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	0.60	0.19	0.27

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

六、 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2021年1月1日至报告查询日（2025年2月10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；公司作为担保人有关关注和不良类余额143.33万元，系公司对于购房业主的按揭贷款提供担保产生的关注和不良类担保，金额较小，对公司经营影响有限。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。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年3月24日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年6月末，公司对外担保余额为120.14亿元，其中对西安浐灞发展集团有限公司担保余额为105.86亿元，对西安港投资集团有限公司担保余额14.28亿元；公司为购房业主1,087人提供保证担保，担保金额合计6.64亿元。公司与西安浐灞发展集团有限公司的实际控制人均为浐灞管委会，双方存在较大规模的互相担保。整体而言，公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

七、 外部特殊支持分析

公司是西安市政府下属重要企业，浐灞管委会是公司的实际控制人。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非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与西安市政府的联系中等。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；经营管理控制力方面，公司董事长由原西安浐灞生态区党工委任命，根据《整合优化工作方案》，西安浐灞生态区党工委、管委会与西安国际港务区党工委、管委会整合，两个机构整合后简称西安浐灞国际港党工委、管委会，为西安市市委、市政府派出机构，西安市政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司的基础设施建设业务发生在浐灞生态区，业务基本来源于浐灞管委会及其相关单位，西安市政府近年来在资产注入等方面对公司直接支持力度很小，展望未来，公司与政府的联系将比较稳定。

（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，提供了一些公共产品和服务，且在基础设施建设方面对政府的贡献很大，虽然政府在付出一定努力和成本的情况下是可以取代公司的，但公司作为已发债企业，如果违约会对西安市金融生态环境和

融资成本产生实质性影响。

八、 本期债券偿还保障分析

陕西增信为本期债券出具了信用增进函，保证范围包括本期债券存续期发行人应偿还的本金（不超过人民币贰亿零玖佰万元整，小写：¥209,000,000.00元）、相应票面利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用，保证方式为全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证期间为本期债券存续期及兑付日起两年。债券持有人在保证期间内未要求陕西增信承担保证责任的，则陕西增信将免除相应责任。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，陕西增信继续承担信用增进函项下的相应责任；未经陕西增信书面同意，陕西增信不对该项变更承担信用增进函项下的任何责任。此外，本期债券发行前需取得陕西增信同意发行的书面文件。

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，陕西增信更名为现名。后经股东多次增资及股权变更，截至2023年末，陕西增信注册资本和实收资本均为55.00亿元，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%，陕西增信最终实际控制人为陕西省财政厅，陕西增信股权结构如下表所示。

表19 截至 2023 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	11.69	21.26%
陕西财金投资管理有限责任公司	10.03	18.24%
西安经开金融控股有限公司	9.02	16.40%
榆林市榆阳区国有资产运营有限公司	6.90	12.54%
陕西省水务集团有限公司	3.45	6.27%
榆林市财金投资管理有限公司	3.45	6.27%
陕西延长石油资本控股有限公司	2.42	4.40%
陕西粮农集团有限责任公司	1.21	2.20%
宝鸡市金融控股有限公司	1.21	2.20%
陕西建工集团股份有限公司	1.21	2.20%
西安航天基地创新投资有限公司	1.15	2.09%
西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	1.15	2.09%
深圳开源证券投资有限公司	0.97	1.77%
天津骏泰企业管理有限公司	0.57	1.04%
西安陕鼓动力股份有限公司	0.57	1.03%

合计	55.00	100.00%
----	-------	---------

资料来源：陕西增信 2023 年审计报告，中证鹏元整理

陕西增信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。信用增进业务产品以债券（含ABS，后同）信用增进为主，同时积极参与信用衍生品业务；目标客户主要定位于陕西省内大型产业类客户以及西安市主要行政区、开发区级以及地市市级国有企业，也针对部分陕西省外客户展业；产品已基本覆盖银行间市场、证券交易所债券市场全部的标准化债权融资工具。近年陕西增信的信用增进业务规模整体大幅增长，2023年末信用增进余额为264.15亿元，相当于2021年末的2.67倍。2023年末，陕西增信的信用增进放大倍数为3.28倍，处于较低水平，未来业务发展空间较大。截至2023年末，陕西增信未到期增信项目共56个，增信客户以陕西省内大型产业类客户以及西安市主要行政区、开发区级以及地市市级国有企业为主，绝大部分被增信方最新主体信用级别均在AA级及以上。行业分布方面，目前存续增信项目以西安市主要行政区、开发区级以及地市市级国有企业为主，行业集中度较高。

2023年以来，随着中央一揽子化债和统借统还政策的实施，城投债发行边际收紧，城投债发行中对信用增进的需求降低，对陕西增信的业务拓展造成一定压力。目前城投类主体发行债券以借新还旧为主，陕西增信计划加大业务创新力度，在针对省内存量客户开展增信业务的同时，积极拓展省外重点区域优质客户。与此同时，陕西增信计划扩大产业类和金融类客户业务规模，拓展陕西省内大型国有产业企业和中小金融机构客户，并在产品和业务模式方面进行创新，探索资产支持证券、高等级主体永续期债券增信模式。

表20 陕西增信的信用增进业务开展概况（单位：亿元，个）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期信用增进发生额	124.95	109.77	75.30
当期解除增信额	54.82	14.56	3.80
信用增进余额	264.15	194.01	98.80
信用增进责任余额	211.69	157.71	80.88
信用增进放大倍数（X）	3.28	2.66	1.44

资料来源：陕西增信提供，中证鹏元整理

2021-2023年陕西增信未发生信用增进业务代偿事件，历史代偿项目均为前身西安经金融资担保有限公司时期产生，自改制为信用增进公司之后累计代偿率为0.00%，信用增进业务风险运行情况较好。但陕西增信的信用增进业务实际开展时间仍相对较短，信用增进业务风险管理能力仍待更长时间周期检验，此外陕西增信计划进行的增信业务转型也一定程度加大了其风险管理方面面临的挑战。截至2023年末，陕西增信应收代偿款余额为0.12亿元，已全部计提坏账准备；陕西增信累计代偿回收率为90.74%，追偿效果较好。截至2023年末，陕西增信担保风险准备金合计为5.52亿元，近年来拨备保持在充足水平。

投资业务方面，2022年以来，陕西增信投资资产规模显著增长，2022年末投资资产较2021年末增长44.49%至99.23亿元；截至2023年末，投资资产合计为98.40亿元，同比基本持平。近年来陕西增信调整

资产配置策略，控制以非标产品为主的其他债权投资规模，加大标准化债券投资力度，截至2023年末标准化债券投资余额（含应收利息）已上升至69.59亿元，在全部投资资产中的占比超过69%，同期末债权融资计划投资余额（含应收利息）为17.59亿元，在全部投资资产中占比17.54%。陕西增信投资的标准化债券及非标产品融资主体均以陕西省内大型产业类客户以及西安市主要行政区、开发区级以及地市级国有企业为主。随着投资规模的增长，近年来投资收益有所提升，对营业收入贡献较大；2023年陕西增信实现投资收益5.86亿元，较2021年增长54.38%。针对城投债信用利差收窄的市场环境，陕西增信在投资策略方面有所调整，关注地方政府债等债券品种投资机会，并在二级市场交易中降低对盈利点差的要求、提高交易频率、适当拉长久期和提高杠杆水平。总体来看，陕西增信现阶段投资业务信用风险较为可控，但需关注城投债利差变化对投资收益的影响，以及相关应对策略的实施情况。

表21 陕西增信主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	106.93	102.17	76.26
货币资金	6.26	5.48	5.65
应收代偿款净额	0.00	0.25	0.78
所有者权益合计	64.51	59.37	56.21
营业收入	9.49	8.71	6.99
投资收益	5.86	5.32	3.80
利润总额	5.61	5.01	4.96
净利润	4.99	4.43	4.23
净资产收益率	8.05%	7.66%	8.35%
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	0.99
累计代偿回收率	90.74%	90.74%	90.74%
担保风险准备金	5.52	3.95	2.13
拨备覆盖率	-	1,567.03%	273.78%

注：累计代偿率采用 2019 年转型以来的代偿额计算。

资料来源：陕西增信 2021-2023 年审计报告及陕西增信提供，中证鹏元整理

截至2023年末，陕西增信资产总额为106.93亿元，其中货币资金6.26亿元，无受限货币资金；应收代偿款余额为0.12亿元，已全部计提坏账准备。2023年末陕西增信交易性金融资产余额为24.51亿元，主要由债务工具投资构成；买入返售金融资产余额5.41亿元，全部来源于债券质押式回购；同期末长期股权投资规模为4.96亿元，同比下降21.74%，主要系减少对合营企业西安建安金石投资有限公司的1.14亿元股权投资所致。2023年末，陕西增信债权投资余额3.19亿元，其他债权投资余额36.65亿元，其他非流动金融资产（全部为债务工具投资）合计17.10亿元，整体来看陕西增信债权类投资规模较大，在陕西增信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影响。

受对外融资规模上升等因素的影响，陕西增信负债总额由 2021 年末的 20.05 亿元显著增长 111.49% 至 2023 年末的 42.41 亿元。截至 2023 年末，陕西增信其他应付款同比增长 50.49% 至 5.94 亿元，主要系信用增进客户缴纳的风险缓释金增长所致；应付债券余额 20.46 亿元，同比增长 42.98%，主要为 2022 年发行的定向债务融资工具和 2023 年发行的公司债。

得益于增资扩股和经营积累，近年来陕西增信所有者权益规模持续提升，资本实力不断增强，2021-2023 年末所有者权益复合增长率为 7.14%。整体来看，陕西增信的资本实力对现阶段信用增进业务保障程度较好，信用增进放大倍数较低，业务空间较大。

表22 陕西增信营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信用增进服务收入	3.12	32.94%	3.36	38.65%	2.15	30.81%
投资收益	5.86	61.76%	5.32	61.12%	3.80	54.30%
公允价值变动收益	0.45	4.72%	-0.20	-2.32%	0.79	11.33%
利息收入	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.04	0.61%
其他收入	0.05	0.57%	0.22	2.55%	0.21	2.96%
其他收益	0.00	0.01%	0.00	0.01%	0.00	0.00%
营业收入合计	9.49	100.00%	8.71	100.00%	6.99	100.00%

资料来源：陕西增信 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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，陕西增信营业收入持续增长，2023 年实现营业收入 9.49 亿元，2021-2023 年营业收入年复合增长率为 16.50%。2017 年以来，陕西增信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。2023 年陕西增信实现信用增进服务收入 3.12 亿元，同比下降 7.14%，整体来看信用增进业务目前仍处于发展阶段。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，近年来投资收益持续增长，2021-2023 年投资收益年复合增长率为 24.25%，2023 年投资收益在营业收入中的占比较 2021 年上升 7.46 个百分点至 61.76%。陕西增信公允价值变动收益来源于交易性金融资产，其他收入主要为财务顾问收入，其他收益主要为个税手续费返还及稳岗补贴。近年来陕西增信主要盈利规模指标均保持增长，2021-2023 年利润总额和净利润年复合增长率分别为 6.27% 和 8.55%；净资产收益率有所波动，但整体仍保持在较高水平，2023 年净资产收益率为 8.05%，同比上升 0.39 个百分点。

从外部支持方面来看，陕西增信第一大股东为陕西金资，实际控制人为陕西省财政厅，股东实力强，可在资金、业务拓展等方面给予陕西增信较大支持。

综上，近年陕西增信债券增信业务规模保持增长，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，陕西增信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和对陕西增信整体流动性的影响，以及目前城投债利差收窄对投资收益产生的影响；同时，2023 年以来城投债发行政策收紧，对陕西增信业务拓展造成一定压力，需关注未

来业务转型规划的实施情况。

经中证鹏元综合评定，陕西增信主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。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，有效提升了本期债券的信用水平。

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，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，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。

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，受评对象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。

如受评对象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。

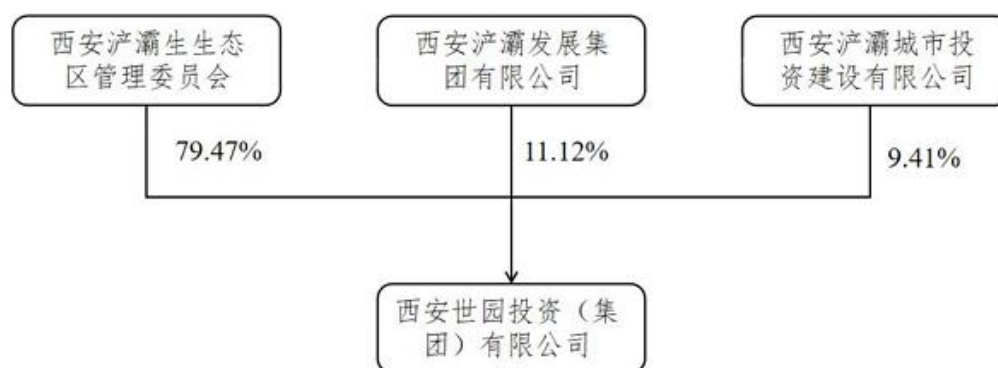
本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

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）	2024 年 9 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	3.38	7.63	20.67	25.42
应收账款	109.71	122.37	108.87	93.43
存货	167.38	148.14	157.88	158.86
流动资产合计	338.92	329.83	318.80	294.03
在建工程	110.72	119.99	120.02	115.65
非流动资产合计	210.24	219.04	210.88	205.99
资产总计	549.16	548.86	529.68	500.02
短期借款	19.00	15.33	7.01	2.20
应付账款	38.98	38.99	41.17	45.81
其他应付款	66.75	47.44	34.45	30.29
一年内到期的非流动负债	46.78	63.84	47.37	32.39
流动负债合计	187.88	188.53	159.68	146.26
长期借款	126.24	113.64	131.06	145.12
应付债券	14.03	26.28	26.94	22.50
长期应付款	12.11	12.22	25.81	9.63
非流动负债合计	158.96	158.71	189.97	183.25
负债合计	346.84	347.25	349.65	329.50
总债务	219.54	232.71	238.39	211.66
其中：短期债务	67.16	80.55	54.72	34.60
长期债务	152.38	152.16	183.67	177.07
所有者权益	202.32	201.62	180.03	170.52
营业收入	10.96	26.08	25.90	29.82
营业利润	0.68	3.44	1.54	2.66
其他收益	0.09	0.25	0.22	0.30
投资收益	0.33	4.59	0.23	0.10
利润总额	0.68	3.42	1.50	2.70
经营活动产生的现金流量净额	-1.89	-12.35	-26.69	-10.41
投资活动产生的现金流量净额	6.12	6.13	-0.68	-13.64
筹资活动产生的现金流量净额	-8.45	-7.85	22.57	20.36
财务指标	2024 年 9 月	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	16.28%	8.49%	8.05%	12.09%
资产负债率	63.16%	63.27%	66.01%	65.90%
短期债务/总债务	30.59%	34.61%	22.95%	16.35%
现金短期债务比	0.05	0.09	0.38	0.73
EBITDA（亿元）	--	7.34	2.15	3.36
EBITDA 利息保障倍数	--	0.60	0.19	0.27

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2024 年 6 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（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：公司提供

附录四 担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa
外部特殊支持	2
主体信用等级	AAA

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、金融企业外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）陕西增信是陕西省内唯一的国有信用增进机构，对促进陕西省内企业资本市场直接融资起到了积极作用，中证鹏元认为陕西增信在面临债务困难时，陕西省政府提供特殊支持的意愿极其强，同时，中证鹏元认为陕西省政府提供支持的能力极强，因此在陕西增信个体信用状况基础上上调2个子级。

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	现金类资产 / 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 + 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

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号