

## 西安高新控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司主体信用等级由AA<sup>+</sup>调升至AAA，评级展望为稳定；

将“13西安高新债/PR西高新”的债项信用等级由AA<sup>+</sup>调升至AAA；

将“14西安高新MTN001”和“16西安高新MTN001”的债项信用等级由AA<sup>+</sup>调升至AAA；

维持“16西安高新CP001”的债项信用等级为A-1。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一六年八月二十九日

## 西安高新控股有限公司 2016 年度跟踪评级报告

发行主体	西安高新控股有限公司		
本次主体信用等级	AAA	评级展望	稳定
上次主体信用等级	AA+	评级展望	稳定
存续债券及债务融资工具列表			

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
13 西安高新债 /PR 西高新	15	2013.2.26~2019.2.26	AAA	AA+
14 西安高新 MTN001	6	2014.11.18~2019.11.18	AAA	AA+
16 西安高新 CP001	10	2016.01.26~2017.01.26	A-1	A-1
16 西安高新 MTN001	6.6	2016.01.29~2021.01.29	AAA	AA+

### 概况数据

西安高新控股 (合并口径)	2013	2014	2015	2016.3
总资产(亿元)	421.78	664.67	940.29	1,084.37
所有者权益合计(亿元)	109.75	135.52	239.63	292.72
总负债(亿元)	312.02	529.14	700.66	791.64
总债务(亿元)	273.53	486.13	660.07	729.80
营业总收入(亿元)	11.22	12.28	20.31	0.49
净利润(亿元)	1.77	1.80	3.51	-2.00
EBIT(亿元)	4.19	5.53	10.13	--
EBITDA(亿元)	5.00	6.73	11.76	--
经营活动净现金流(亿元)	-3.67	-3.09	-47.88	0.39
营业毛利率(%)	11.57	11.62	9.52	16.42
总资产收益率(%)	1.04	1.02	1.26	--
资产负债率(%)	73.98	79.61	74.51	73.01
总资本化比率(%)	71.36	78.20	73.37	71.37
总债务/EBITDA(X)	54.69	72.24	56.13	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.21	0.30	0.43	--

注：公司各年度财务报告依据新会计准则编制；2016 年一季报未经审计且公司未提供现金流量表补充资料，故相关指标略去。

### 分析师

项目负责人：黎江 jli02@ccxi.com.cn

项目组成员：宫肇阳 zhygong@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 8 月 29 日

### 基本观点

中诚信国际调升西安高新控股有限公司（以下简称“西安高新控股”或“公司”）的信用等级为 AAA，评级展望为稳定；调升“13 西安高新债/PR 西高新”、“14 西安高新 MTN001”和“16 西安高新 MTN001”信用等级为 AAA；维持“16 西安高新 CP001”信用等级为 A-1。

此次级别调整主要基于以下几点：2015 年以来，西安市以及西安高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）的区域经济和财政实力稳步增强；公司作为高新区内基础设施建设及公用事业唯一建设及运营主体，持续地得到陕西省、西安市政府及高新区管委会鼎力支持，获得较大规模的地方债置换资金、各项补贴及政策支持。同时中诚信国际也关注到公司债务负担较重，经营活动净现金流出现下滑以及公司对外担保总额较大等因素对公司整体信用状况的影响。

### 优势

- **高新区区域经济及财政实力稳步增强。**高新区是西安市两个国家级开发区之一，财政收入居西安市开发区首位，聚集大量高新技术企业，综合实力位居全国高新区前列并于 2015 年获批国家自主创新区。2015 年高新区实现公共财政预算收入 103.58 亿元，同比增长 17.33%。
- **公司是西安高新区唯一的城市基础设施开发建设主体，持续地得到陕西省、西安市政府及高新区管委会鼎力支持。**公司与高新区管委会签订代建回购协议开展高新区内基础设施建设，目前重点推进三星城项目建设。为了支持公司的业务发展，陕西省、西安市政府及高新区管委会在政策、资金方面给予公司有力支持。截至 2015 年末，公司共有 275.87 亿元债务纳入政府性债务。
- **公司业务的区域垄断优势明显。**公司作为西安高新区唯一的基础设施建设主体和主要公用事业运营主体，在开发区内独家从事基础设施建设投融资和管理，同时拥有供水、供电、污水处理等主要公用事业的经营权，市场地位稳固。

### 关注

- **公司资产负债率较高，债务负担较重。**由于 2015 年政府置换债券的落实，公司资产负债率有所下降，但由于三星城等重大项目配套建设持续投入较大，公司债务负担较重。
- **经营活动净现金流大幅下滑。**2015 年，由于公司扩大部分基础设施项目的投入，公司经营活动净现金流较 2014 年大幅下滑。
- **或有负债风险。**截至 2015 年末公司对外担保总额较大，占净资产的比例高，存在较大代偿风险。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券和债务融资工具的存续期内进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。此次为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“13 西安高新债/PR 西高新”募集资金 15 亿元，拟用于西安高新区东祝新农村建设项目。根据公司提供的说明，截至 2015 年末，募集资金已全部使用完毕。

## 基本分析

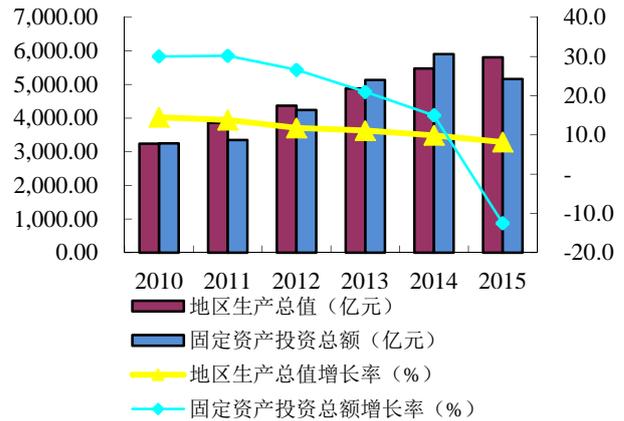
### 西安市经济持续上升，但增速放缓，财政实力不断增强

近年来，西安市经济稳定增长，经济结构不断优化，地区生产总值持续提升。2015 年西安市全年实现生产总值（GDP）5,810.03 亿元，比上年增长 8.2%，增速较 2014 年有所下降。其中，第一产业增加值 220.20 亿元，增长 5.0%；第二产业增加值 2,165.54 亿元，增长 6.8%；第三产业增加值 3,424.29 亿元，增长 9.5%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 3.8%，第二产业增加值比重为 37.3%，第三产业增加值比重为 58.9%。全年非公有制经济增加值 3,066.88 亿元，占地区生产总值的比重为 52.8%，比 2014 年提高 0.1 个百分点。

2015 年全年，西安市全部工业增加值 1,417.61 亿元，比上年增长 6.6%。规模以上工业增加值 1,174.67 亿元，增长 6.6%。在规模以上工业中，轻工业增加值 290.09 亿元，增长 6.8%；重工业增加值 884.58 亿元，增长 6.5%。由于经济增速的放缓，2015 年西安市全社会固定资产投资下滑至 5,165.98 亿元，较 2014 年下降 12.5%，扣除价格因素，实际下降 10.6%。其中，固定资产投资（不含农户）5,086.93 亿元，下降 12.7%；农户投资 79.05 亿元，下降 0.5%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 99.78 亿元，比上年增长 32.8%；第二产业投资 1,158.30 亿元，下降 8.2%，其中，工业投资 1,135.87 亿元，下降 5.8%；第三产业投资 3,828.85 亿元，下降 14.7%。民间固定资产投资 2,584.88 亿

元，下降 16.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 50.8%。经济实力的增强为城市基础设施建设和公用事业发展提供良好的条件，也为公司业务增长提供了良好的外部环境，但中诚信国际也注意到，西安市 GDP 增速有所放缓且固定资产投资出现了下滑。

图 1：2010~2015 年西安市经济运行情况



资料来源：西安市统计局

在地区经济发展的推动下，近年来西安市财政收入稳定增长。2015 年全年，西安市财政总收入完成 1,114.66 亿元，比上年增长 9.31%；公共财政预算收入实现 650.99 亿元，较上年增长 11.51%。全年公共财政预算支出 917.24 亿元，比上年增长 12.2%，其中，民生领域支出 770.44 亿元，增长 15.1%。

从财政平衡率来看，2015 年西安市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为 70.97%，财政平衡率较好。

基金收入方面，2015 年西安市政府性基金预算收入持续下滑至 299.85 亿元，较 2014 年下降 35.5%，主要是土地出让面积大幅减少，与之相关的国有土地使用权出让收入、城市基础设施配套费、国有土地收益基金收入等相应减收。同期，西安市政府性基金预算支出 284.00 亿元，下降 39.9%，主要是政府性基金收入下降，支出相应减少。

表 1：2013~2015 年西安市财政收入与支出（亿元）

	2013	2014	2015
财政总收入	902.76	1,019.69	1,114.66
公共财政预算收入	501.98	583.79	650.99
政府性基金收入	577.97	508.42	299.85
公共财政预算支出	729.81	819.54	917.24

政府性基金支出 526.27 500.50 284.00

资料来源：西安市财政局

政府性债务方面，截至 2015 年末，陕西省政府核定西安市地方政府债务限额共计 1,838.8 亿元，其中一般债务 722.0 亿元，专项债务 1,116.8 亿元。

整体来看，西安市经济整体继续稳定发展，经济实力的增强和城市公共财力的持续提高为城市建设提供强大的资金保障和资源空间，为公司从事的城市基础设施建设、公用事业项目提供了新的市场需求和发展空间。

### 西安高新技术产业开发区入园企业持续增加，经济及财政实力稳步提升

2015 年，高新区成功获批国家自主创新示范区。2015 年，高新区全年新增规模以上企业 37 家，完成规上工业增加值 295 亿元。2015 年，高新区园区产业结构调整 and 战略性新兴产业集群聚集加快，半导体、生物医药、智能移动终端、软件和服务外包 4 个千亿元产业集群初现，全年战略性新兴产业增加值增长 18.5%。全年新增规模以上服务业企业 93 家，服务业增加值增长 12.5%；文化产业增加值增长 26%。创新创业更加活跃，全年新注册各类市场主体 8,300 余家，备案科技企业小巨人累计达到 430 家，企业总数累计超过 4 万家，位居全国高新区第二位。在促进知识产权增长方面，高新区获批为国家技术转移西北中心和国家知识产权运营军民融合特殊试点平台，2015 年全年高新区新认定高新技术企业 110 家，累计达到 1,080 家；新增专利申请 3.2 万件，占西安市的 53%。

培育经济增长点方面，西安高新技术产业开发区一是持续放大三星效应。目前，三星及配套企业落户累计达到 92 家。三星存储芯片封装测试、三星环新能源汽车动力电池项目竣工投产。三星存储芯片项目一期第二阶段 30 亿美元投资启动。三星财险正式开业。三星及其配套企业累计完成投资 176 亿元，完成年度任务的 190%。二是积极培育智能终端产业链项目。中兴通讯智能手机制造项目、比亚迪高端手机配套项目顺利投产，整机和零部件产量迅速提升，规模效应渐已形成。楼兰科技、麦联电子、台湾崧虹科技等 8 家智能终端配企入驻，智能

终端产业链初具规模。奇酷科技、全志科技等上游研发项目相继落户，集聚创新日益凸显。三是立足产业集群，坚持招大引强。2015 年引进霍尼韦尔、陕西华电、中国葛洲坝、特锐德、广发银行、武汉烽火、中控科技等多家世界 500 强项目或行业龙头企业入驻。2015 年实际利用外资 16.5 亿美元，同比增长 13.8%；实际引进内资 490 亿元，同比增长 8.65%。完成工业招商引资 185 亿元。2015 年引进世界 500 强项目 16 个，中国 500 强项目 7 个。

从地方财政来看，在经济快速发展的同时，高新区财政实力也稳步提升，在西安市各开发区中位居首位。2015 年开发区实现公共财政预算收入为 103.58 亿元，同比增长 17.33%，突破 100 亿元。2013~2015 年高新区税收收入分别为 50.30 亿元、63.65 亿元和 61.08 亿元，2015 年税收占比 58.97%。2015 年高新区基金收入为 31.74 亿元，受到土地政策调控的影响，2015 年政府性基金收入持续下降。此外，2015 年，高新区获得的上级补助收入较往年大幅增加。公共财政预算支出主要用于一般公共服务和城乡社区事务支出，2015 年为 97.57 亿元，同比大幅增长。近年来高新区公共财政预算收入稳步增长，财政实力具有较强的可持续增长潜力。

表 2：2013-2015 年高新区财政概况（亿元）

	2013	2014	2015
全口径财政收入	250.38	244.24	247.63
公共财政预算收入	73.36	88.28	103.58
其中：税收收入	50.30	63.65	61.08
上级补助收入	6.50	7.60	40.54
基金收入	69.58	47.86	31.74
公共财政预算支出	48.68	58.22	97.57
上解上级支出	37.76	42.44	41.91

注：全口径财政收入中包括上缴给中央和地方留存的收入；

资料来源：公司提供

总体来看，高新区产业结构较为成熟，基础设施较为完善，高新区聚集大量高新技术企业，近年来经济和财政实力不断提升。同时，受益于国家级开发区在招商引资、产业扶持、税收优惠等方面的多项政策，高新区将得到持续、快速的发展。

### 公司城市基础设施建设持续得到高新区管委

## 会大力支持，公用事业运营稳定

西安高新控股是西安市高新区基础设施开发建设的唯一主体，主要负责道路、桥梁、新农村建设以及其他配套设施的建设。西安高新控股全资子公司西安市高新技术产业开发区市政配套服务中心（以下简称“市政配套中心”）负责高新区内市政及相关基础设施建设工作。

根据公司与高新区管委会签订的《建设-转让（BT）合作协议书》，高新区内基础设施建设项目采取建设-转让（BT）的模式，即高新区管委会授权公司作为高新区基础设施建设的融资、投资以及建设主体，按照高新区管委会的要求建设基础设施，并在建成后移交给高新区管委会，高新区管委会以政府回购的方式分期支付给公司 BT 项目投资额。高新区管委会根据公司在 BT 项目上的投资额，包括项目前期费用、工程勘察费用、工程设计费用、工程监理费用、工程管理费用、工程决算费用以及公司在 BT 项目融资中支付的利息进行回购。自项目竣工验收、确认投资总额之日起，高新区管委会按照分期付款的方式，每年向公司支付当年的 BT 项目回购款。

截至 2016 年 3 月末，市政配套中心累计完成投资 124.29 亿元，其中新村建设完成 23.47 亿元；市政道路及基础建设完成 73.28 亿元，竣工道路 20 公里；铺设雨污管道 63 公里、电力沟道 10 公里；完成 桥梁建设；企业服务“三通一平”、电力配套完

成 11.08 亿元；市政设施建设、改造及养护完成 15.91 亿元；勘察设计完成 0.55 亿元。其中 2015 年及 2016 年 1~3 月，公司各项市政配套中心基础设施建设分别完成投资 9.67 亿元和 2.71 亿元。

表 3：2013 年~2016 年 3 月市政配套中心基础设施建设投资（亿元）

项目	2013	2014	2015	2016.3
新村建设	0.88	0.69	0.37	0.04
市政道路及基础设施	15.57	12.5	5.79	2.32
企业服务“三通一平”、 电力配套	1.41	0.84	0.63	0.09
市政设施建设、改造及 养护	3.55	0.56	2.60	0.25
勘察设计	0.002	0.05	0.28	0.01
其他	0.05	-	-	-
<b>合计</b>	<b>21.46</b>	<b>14.64</b>	<b>9.67</b>	<b>2.71</b>

资料来源：公司提供

针对公司在高新区建设上投入大量的人力、物力，各级政府对公司进行财政补贴及项目资本金注入。2015 年，公司共获得各项政府补助 6.09 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司主要在建项目 19 个，其中鱼化寨、郭杜、长安通讯产业基地、综合保税区及配套服务区项目等主要项目总投资额为 571.91 亿元，累计投资额为 342.47 亿元，政府已配套资本金为 87.92 亿元，其他资金主要通过外部融资筹集。公司仍面临着较大的融资缺口及投资压力。

表 4：截至 2016 年 3 月末公司主要建设项目情况（亿元）

项目类型	项目名称	总投资额	已累计投资金额	政府已配套资本金
基础设施建设项目	甘家寨基础设施建设项目	5.50	4.59	1.50
	木塔寨基础设施建设项目	13.22	13.11	3.22
	鱼化寨基础设施建设项目	23.30	18.01	6.00
	郭杜基础设施建设项目	42.80	40.53	7.46
	鱼化西基础设施建设项目	29.36	29.26	10.00
	木塔南区基础设施建设项目	4.01	1.37	0.50
	综合保税区及配套服务区项目	98.12	93.04	29.62
	新材料园基础设施建设项目	67.03	25.40	2.10
	生物医药产业园基础设施建设项目	23.82	9.74	2.20
	长安通讯产业基地建设	72.85	36.71	1.00
新农村建设项目	软件新城基础设施建设项目	62.60	15.78	0.52
	西曹新农村建设项目	5.98	5.63	2.00
	八仙新农村建设项目	15.37	8.11	3.00

西祝新农村建设项目	12.09	7.53	4.00
石庙新农村建设项目	24.93	1.62	1.00
东祝新农村建设项目	25.00	12.44	5.80
富裕新农村建设项目	21.20	6.16	2.00
五四新农村建设项目	12.32	8.92	4.00
英发新农村建设项目	12.41	4.52	2.00
<b>合计</b>	<b>571.91</b>	<b>342.47</b>	<b>87.92</b>

注：甘家寨及完全中学项目已经完工，但还未竣工结算。

资料来源：公司提供。

截至 2016 年 3 月末，公司供电业务装机容量为 39,000KW，2015 年公司供电量为 7,4550 万度，同比下降 17.79%；2015 年以及 2016 年 1~3 月，公司供水量分别为 984 万吨和 240 万吨，供水、供电业务实现营业收入合计分别为 10,197 万元和 2,115 万元。

表 5：2013 年~2016 年 3 月供电、供水业务经营情况

项目名称	2013	2014	2015	2016.3
装机容量 (KW)	39,000	39,000	39,000	39,000
供电量 (万度)	6,864	9,068	7,455	2,014
年供水能力 (万吨)	1,099	1,028	927	246
供水量 (万吨)	999	1,066	984	240
营业收入合计 (万元)	10,292	11,632	10,197	2,115

资料来源：公司提供

公司从 2009 年 6 月开始经营污水处理业务，污水处理费为 0.8 元/吨，由财政代收后返还。截至 2016 年 3 月末，公司日处理污水能力 5.5 万吨，拥有管道长度 29.9 千米，2015 年实现处理污水 2,336.93 万吨，实现污水处理费 1,469.09 万元，同比上升 22.28%。

中诚信国际认为，西安高新控股作为高新区唯一的基础设施投资建设融资主体，在推动区内基础设施建设方面起到重要作用。但高新区扩区基础设施建设以及新农村建设等项目使得公司资本性支出规模不断扩大，同时融资规模逐渐扩大，未来或进一步增大其债务偿还压力。此外，公司还承担高新区的供水、供电以及污水处理业务，以上三项业务给公司营业收入带来一定的补充。

## 厂房出租收入来源稳定，出售业务收入有所下降

公司的厂房出售和租赁业务在公司营业收入

中占有较大比重，主要由西安高新区创业园发展中心（以下简称“创业园”）和西安软件园发展中心（以下简称“软件园”）经营，截至 2016 年 3 月末，创业园和软件园的出租率在 95% 左右。

创业园现已拥有由孵化基地、产业化基地、综合性功能园区组成的 12 个创业基地，总面积达 57.41 万平方米，培育中的科技企业及留学人员企业共 785 家，已形成由 1 个综合性孵化器和 8 个专业孵化器相结合的“1+8”的孵化器集群发展模式。围绕中小型科技企业的发展需求，提供创业咨询与指导服务、投融资促进服务、培训服务、共性技术服务、项目策划与申报服务等 20 多项专业化服务，从成立以来，创业园累计孵化毕业企业 405 家，转化科技成果 1,000 多项。

2013 年~2016 年 3 月，创业园分别实现房屋租金收入 6,151 万元、7,226 万元、8,677 万元和 1,982 万元；2013~2015 年，创业园实现厂房出售收入 2,468 万元、1,824 万元和 8,659 万元。2015 年厂房销售收入较之前年度大幅上升，主要因为新建的加速器二区在 2015 年 2 月才投入使用，并开始形成销售收入。

表 6：2013 年~2016 年 3 月创业园房屋租赁出售业务经营情况

	2013	2014	2015	2016.3
房屋租赁面积 (平方米)	197,367	219,703	216,185	228,572
新增房屋租赁面积 (平方米)	25,131	22,336	-	-
租金收入 (万元)	6,151	7,226	8,677	1,982
厂房出售收入 (万元)	2,468	1,824	8,659	-

资料来源：公司提供

软件园作为高新区发展软件与服务外包产业的专业园区，成立于 1998 年，是国家火炬计划软

件产业基地、国家软件产业基地、国家软件出口基地和国家服务外包基地城市示范区，是目前国内四个拥有国家软件“双基地”的园区之一。

2015年，高新区软件与服务外包产业实现营业收入1,647.06亿元，同比增长21.06%；出口7.39亿美元，同比增长13.52%。截至2016年3月末，企业总数1,910家，从业人员15.5万人。

截至2016年3月末，软件园已建成秦风阁、汉韵阁、唐乐阁、太白阁、西岳阁等写字楼，总投资约8.4亿元，累计开发面积22万平方米，2015年以及2016年一季度分别实现写字楼租赁收入6,289万元和2,081万元，期间均未实现写字楼销售收入。

除以上两个园区的租赁收入外，公司还将位于高新区锦业1路的都市之门部分房产用于出租，该房产于2012年开始投入运营。2015年，公司通过出租都市之门部分房产实现租赁收入4,362万元。

总体来看，公司的创业园和软件园主要负责高新区内创业型企业的孵化与扶持工作，厂房出租收入来源较为稳定，未来公司厂房与写字楼出租收入将保持稳定增长趋势，但出售收入会有一定程度的下降，新增出售面积需视高新区发展定位而定。

## 财务分析

以下分析基于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2013~2015年财务报告及未经审计的2016年一季度财务报表。公司各期财务报表均依据新会计准则编制。

2015年公司合并范围新增两家公司：西安高新产业园发展有限公司以及西安高新区软件新城发展有限公司。

## 盈利能力

公司作为西安市高新技术产业开发区基础设施开发建设的唯一主体，主要负责高新区内基础设施

的建设及经营、厂房的出售与租赁以及高新区内供水、供电和污水处理等公用事业。同时根据公司与高新区管委会签订的协议，由公司负责的基础设施建设项目采取回购的方式实现收入。公司营业收入主要来自代建收入、租赁费收入、物业管理费收入、担保收入、房产销售收入以及污水处理费收入等。2015年，公司实现营业总收入20.31亿元，同比增长65.40%。2015年公司承建的多个项目按照收入成本全额确认的方式开始逐步计收，导致当年代建收入大幅增加至15.67亿元，同比增加82.42%，进而引起营业总收入增幅较大。2016年公司各版块收入保持稳步发展，2016年一季度公司实现营业收入0.49亿元。

分业务板块来看，公司中小企业扶持厂房及配套设施收入（房地产销售收入）主要来自创业园及软件园内厂房及配套设施的开发、建设和销售。公司厂房开发建设主要用于扶持园区内的中小企业，因此收入较为有限，2015年由于部分厂房建设完成进入销售期，因此当年该板块收入同比增长383.33%。租赁业务主要为公司创业园及软件园内厂房的出租收入，近年来随着园区功能的日益完善以及入驻企业数量的不断增长，公司租赁业务收入逐年提升，2015年公司租赁业务收入为2.00亿元。

毛利率方面，公司物业管理业务主要包括对科技园及软件园内的厂房及写字楼提供物业管理服务，近年来该板块收入较为稳定，同时其毛利率处于较好水平。公司污水处理业务的经营主体为下属全资子公司西安高新区污水处理公司，污水处理主要为帮助高新区营造绿色生态环境，不以盈利为目的，同时由于污水处理设备购置及运营成本较高，高新区管委会通过财政补贴等措施对公司污水处理业务进行支持，因此该板块毛利率均为负数。由于公司承建的多个项目按照收入成本全额确认的方式开始逐步计收，使得代建业务毛利率波动较大。

表 7：2014-2015 年公司主要业务毛利率情况

	2014		2015	
	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)
房地产销售	0.18	-16.67	0.87	29.89

房屋租赁	1.80	58.89	2.00	55.50
污水处理	0.12	-125.00	0.15	-113.33
担保项目	0.21	100.00	0.23	100.00
代建项目	8.59	0.58	15.67	-0.0043
物业管理	0.12	58.33	0.12	58.33
其他	1.18	46.25	1.27	33.86
<b>综合</b>	<b>12.28</b>	<b>11.62</b>	<b>20.31</b>	<b>9.52</b>

资料来源：公司财务报告

在期间费用方面，公司近年来销售费用较为稳定，管理费用呈逐年上升趋势，主要原因是公司业务规模的扩大以及人工成本的上涨，2015年公司管理费用上升至1.03亿元。由于公司长期债务大幅增长，公司财务费用一直较高，但由于2015年公司债务用于项目建设较多，大部分利息支出已资本化，所以当期财务费用有所下降。2015年公司三费合计3.45亿元，由于当年公司收入大幅增长，导致当期三费收入占比下降至16.99%。2016年一季度，由于公司新增的贷款主要为流动贷款，财务费用较高，加之当期确认的收入较少，公司三费收入占比上升至419.95%。

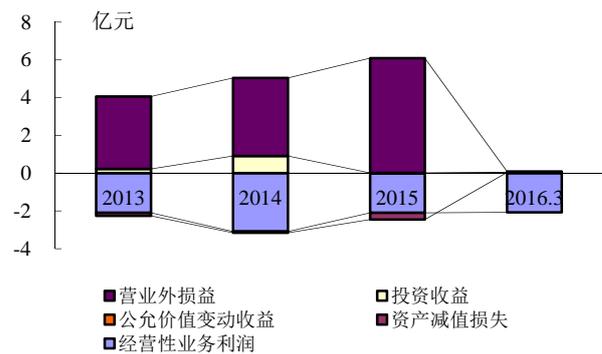
表 8：2013 年~2016 年 3 月公司期间费用情况

	2013	2014	2015	2016.3
销售费用（亿元）	0.07	0.07	0.07	0.02
管理费用（亿元）	0.91	0.96	1.03	0.14
财务费用（亿元）	2.10	3.04	2.35	1.90
三费合计（亿元）	3.09	4.07	3.45	2.06
营业总收入（亿元）	11.22	12.28	20.31	0.49
三费收入占比（%）	27.49	33.15	16.99	419.95

资料来源：公司财务报告

从利润总额的构成来看，公司利润主要来自营业外损益。作为高新区内基础设施开发及建设主体，公司享受多种补贴收入。2015年，公司政府补助收入为6.08亿元，占公司当期利润总额的167.03%。由于公司业务毛利率较低且财务费用较高，2015年，公司经营性业务利润持续为负数，但较2014年有所上升，为-2.10亿元。另外，公司的长期股权投资主要为对园区内高科技企业的前期支持投资，2015年，公司投资收益为82.39万元，较2014年大幅下降，主要系公司对沔东集团的股权比例由2014年的50%下降至10%，由权益法核算投资收益变更为成本法核算，因此对2015年投资收益影响较大。

图 2：2013 年~2016 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，近三年公司营业收入稳步增长。但同时中诚信国际也关注到公司自身盈利能力不强，利润来源主要依靠政府支持，公司盈利能力受政府财政实力影响较大。随着高新区建设的逐步深入，财政收入的持续增长，公司未来盈利能力或将有所改善。

## 偿债能力

近年来随着公司经营规模的逐步扩大以及高新区内基础设施建设投资力度的加强，公司总资产规模持续增长，2013年~2016年3月末，公司总资产分别为421.78亿元、664.67亿元、940.29亿元和1,084.37亿元。从资产构成来看，公司的流动资产在总资产中的占比逐步提高，2015年末以及2016年3月末，公司流动资产在总资产中的占比分别为46.51%和49.96%。公司流动资产主要由货币资金构成，随着股东资金的注入以及公司融资规模的扩大，公司货币资金大幅增长，2015年末以及2016年3月末，公司货币资金分别增长为243.18亿元和329.92亿元。

权益资产方面，2013年~2016年3月末，公司

所有者权益合计分别为 109.75 亿元、135.52 亿元、239.63 亿元和 292.72 亿元，2015 年，公司所有者权益大幅增长，主要包括依据高新区管委会《关于政府债务置换转投资的函》(2015【064】号)，高新区管委会注入公司的政府置换债务 53.28 亿元；依据《关于专项拨款转投资的函》(2015【062】号)，为支持企业发展，高新区管委会财政局对公司的专项拨款 9.60 亿元转为对公司的投资；高新区管委会为公司直接拨入的补充资本 27.84 亿元。2016 年一季度，公司所有者权益增长主要由于高新区管委会对公司的拨款。

随着项目建设进程的推进，公司负债规模逐年扩大，2013 年~2016 年 3 月末，公司总负债分别为 312.02 亿元、529.14 亿元 700.66 亿元和 791.64 亿元。同期，公司总债务分别为 273.53 亿元、486.13 亿元、660.07 亿元和 729.80 亿元。从债务构成来看，近年来公司债务逐渐调整为以长期债务为主，2015 年末以及 2016 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.16 倍和 0.09 倍，以长期借款为主的债务结构符合公司基础设施项目建设周期长、资金投入量大、需要长期占用资金的经营模式。

经营活动现金流方面，2015 年公司经营活动产生现金流入和流出分别为 25.47 亿元和 73.35 亿元，2015 年由于公司增加了对新材料园、生物园以及产业园基础设施建设的支出，公司经营活动现金流出大幅增加，导致当期公司经营活动净现金流下降至 -47.88 亿元。投资活动现金流方面，2015 年随着公司经营规模的扩大以及近期高新区基础设施建设速度的加快，公司投资活动资金持续较大。投资活动产生的现金流出主要用于购建固定资产支出以及与其他单位的往来款项；流入主要为收到的财政拨款。2015 年及 2016 年 1~3 月投资活动净现金流分别是 -110.28 亿元和 -52.46 亿元。在筹资活动现金流方面，由于近年来投资支出规模较大，公司主要以借款的方式筹措资金。2015 年以及 2016 年 1~3 月，公司借款收到的现金分别为 326.27 亿元和 133.20 亿元。此外同期公司吸收投资获得的现金分别为 45.06 亿元和 48.99 亿元，主要为公司收到的财政拨款以及承建项目收到的专项用途拨款。由于筹资规模的扩大以及股东资金的注入，2015 年以及

2016 年 1~3 月，公司筹资活动净现金分别为 255.70 亿元和 138.80 亿元，能够弥补经营活动及投资活动现金缺口。

表 9：2013 年~2016 年 3 月公司现金流量变化情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016.3
经营活动产生现金流入	21.04	18.08	25.47	1.67
经营活动产生现金流出	24.70	21.17	73.35	1.28
经营活动净现金流	-3.67	-3.09	-47.88	0.39
投资活动产生现金流入	3.47	11.65	18.20	22.13
投资活动产生现金流出	93.29	189.85	128.48	74.59
投资活动净现金流	-89.82	-178.20	-110.28	-52.46
筹资活动产生现金流入	159.15	365.24	401.77	182.20
其中：吸收投资	27.30	25.83	45.06	48.99
借款	96.90	320.23	326.27	133.20
筹资活动产生现金流出	81.31	124.04	146.07	43.40
其中：偿还债务	58.68	98.89	103.63	31.80
筹资活动净现金流	77.84	241.20	255.70	138.80
现金及现金等价物净增加额	-15.64	59.91	97.54	86.73

资料来源：公司财务报告

从偿债指标来看，2015 年公司 EBITDA 增至 11.76 亿元，同比增长 74.74%。高于债务规模增速，因此 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所上升，但仍无法覆盖当期利息，公司总债务/EBITDA 由上年的 72.24 倍下降至 56.13 倍，同期公司 EBITDA 利息保障系数上升为 0.43 倍。此外，公司经营活动净现金流持续为负且大幅下降，无法对利息形成支撑。

表 10：2013 年~2016 年 3 月公司偿债能力指标

项目	2013	2014	2015	2016.3
短期债务(亿元)	106.62	156.13	92.29	59.56
长期债务(亿元)	166.91	330.00	567.79	670.23
总债务(亿元)	273.53	486.13	660.01	729.80
货币资金(亿元)	85.35	145.57	243.18	329.92
经营活动净现金流(亿元)	-3.67	-3.09	-47.88	0.39
EBITDA(亿元)	5.00	6.73	11.76	--
总债务/EBITDA(X)	54.69	72.24	56.13	--
经营净现金流/总债务(X)	-0.01	-0.01	-0.07	0.00
EBITDA 利息倍数(X)	0.21	0.30	0.43	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.15	-0.14	-1.74	--

资料来源：公司财务报告

债务到期分布来看，2018~2019 年两年还款金

额较多。但考虑到公司的贷款主要用于为政府代建的基础设施建设项目，且政府通过资本金注入以及回购方式偿还贷款本金和利息，公司的偿债具有一定的保障。

地方政府性债务方面，截至 2015 年末，公司共有 275.87 亿元债务纳入政府性债务，其中一类债务 124.68 亿元，三类债务 151.19 亿元。2015 年公司共获得政府置换债券 53 亿元，预计 2016 年将获得政府置换债券 99.83 亿元。

表 11：截至 2016 年 3 月末公司未来几年债务到期情况

	2016.4~12	2017	2018	2019	2020 及以后
到期金额（亿元）	59.57	77.93	116.40	156.21	319.69

资料来源：公司提供

或有负债方面，根据公司提供的 2015 年审计报告，截至 2015 年末，公司对外担保（被担保对象包括公司各级子公司）总额为 338.75 亿元，占净资产的 141.36%，对外担保金额较大，占净资产比例高，但对外担保对象大部分为高新区内其他国有企业，因此具有一定可控性。

资产抵质押方面，截至 2015 年末，公司以持有西安新材料产业发展有限公司 48.38% 股权、西安高新区生物园发展有限公司 45.45% 股权、西安高新产业园发展有限公司 47.17% 股权和西安高新区软件新城发展有限公司 49% 股权质押；此外，公司共有 1.58 亿元货币资金质押。

截至 2016 年 3 月末，公司在多家银行共取得授信额度 707.87 亿元，尚未使用的额度为 204.10 亿元。较为充足的银行授信可以在一定程度上满足公司资本支出的需求，为公司偿付债务提供较好的流动性支持。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的人民银行出具的《企业信用报告》资料显示，截至 2016 年 6 月 27 日，公司不存在逾期而未偿还的债务。

## 评级展望

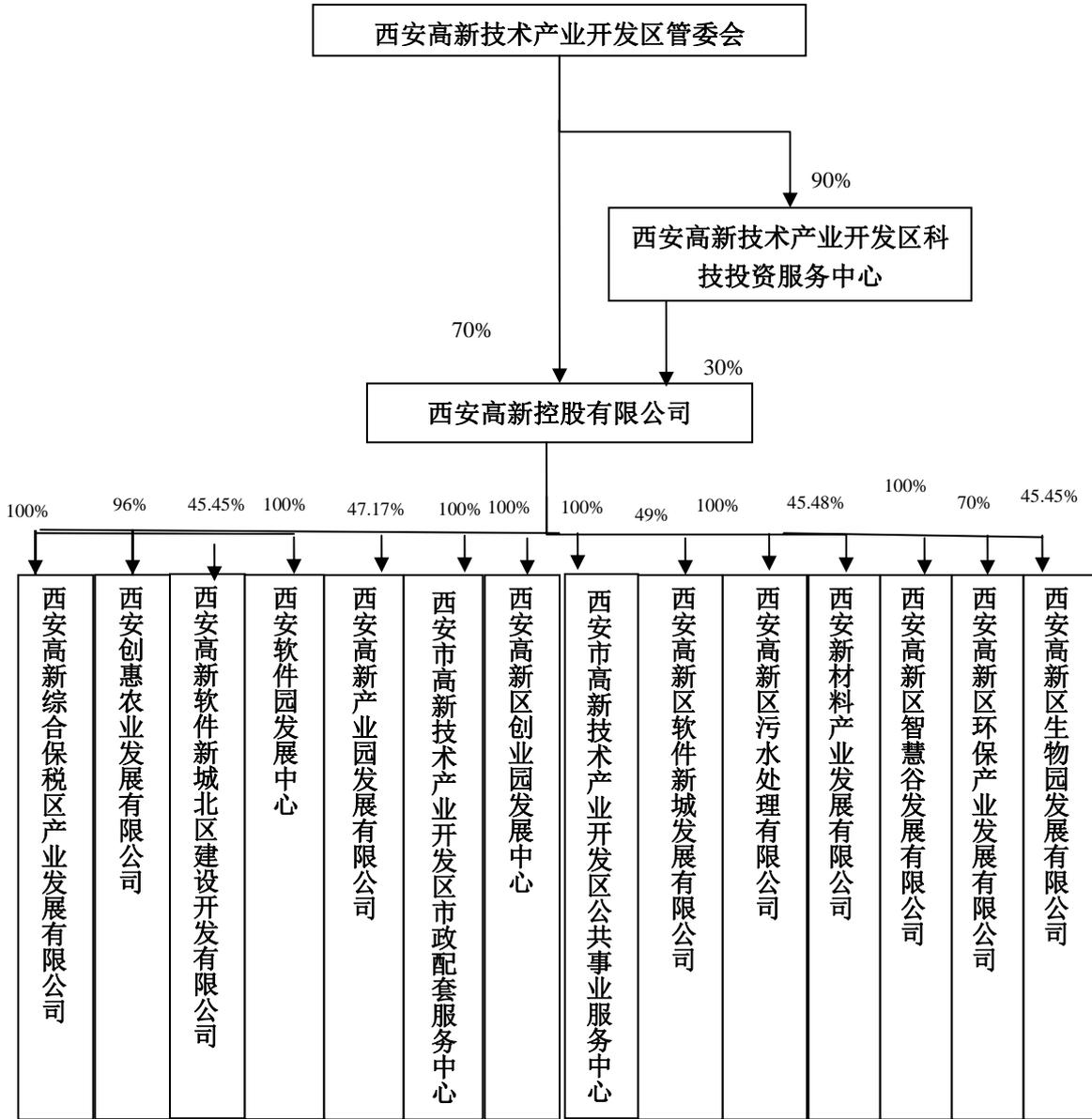
近年来，西安市以及高新区的区域经济和财政实力稳步增强；公司作为高新区内基础设施建设及公用事业唯一建设及运营主体，持续地得到陕西省、西安市政府及高新区管委会很强的支持，获得较大规模的地方债置换资金以及各项补贴及政策支持。同时中诚信国际也关注到公司债务负担较重，经营活动净现金流出现下滑以及公司对外担保金额较大等因素对公司整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

## 结论

综上，中诚信国际调升西安高新控股有限公司的信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；调升“13 西安高新债/PR 西高新”、“14 西安高新 MTN001”和“16 西安高新 MTN001 信用等级为 **AAA**；维持“16 西安高新 CP001”信用等级为 **A-1**。

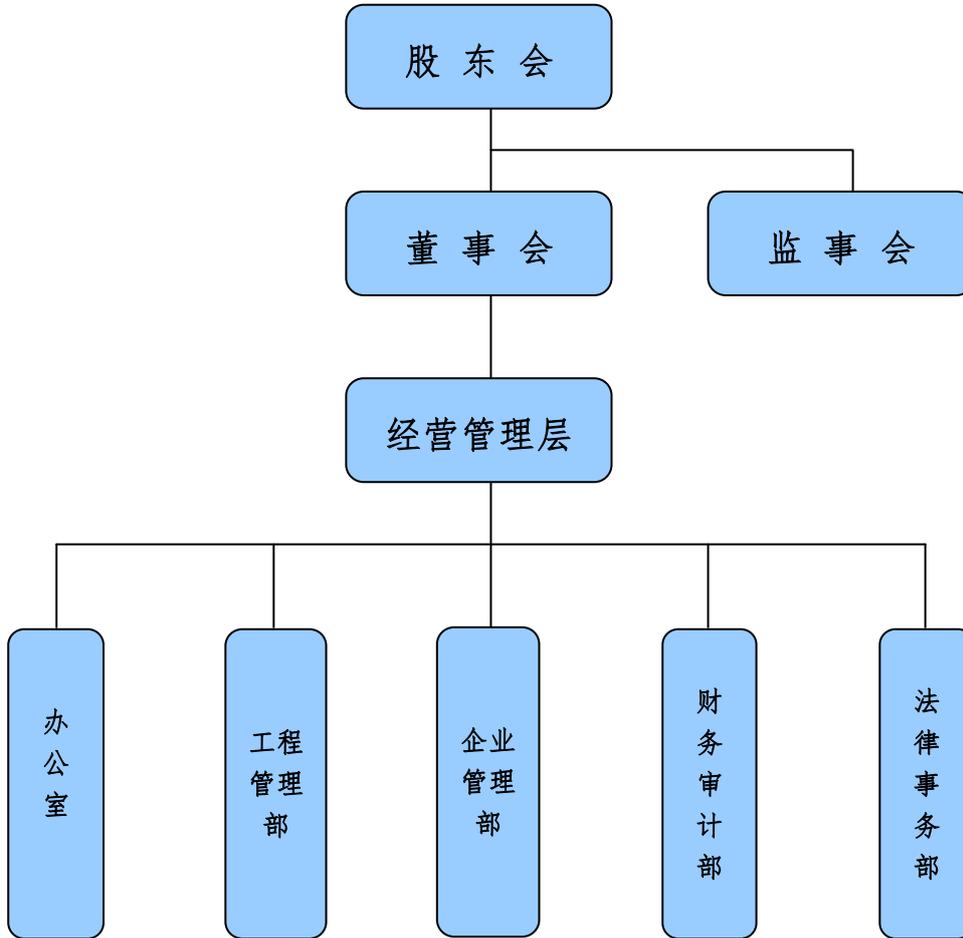
附一：西安高新控股有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月末）



注：公司持有的西安高新产业园发展有限公司、西安高新区软件新城发展有限公司以及西安高新区生物园发展有限公司三家公司股权比例低于 50%，以上 3 家公司的董事长及主要管理人员均为本公司人员担任。其他投资方不参与 3 家单位的实质性经营管理，仅对公司运营进行必要的监督

资料来源：公司提供

附二：西安高新控股有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附三：西安高新控股有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	853,482.08	1,455,729.74	2,431,823.60	3,299,168.31
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	2,682.79	89,864.70	184,716.01	182,231.35
其他应收款	207,992.83	827,334.81	893,224.78	1,072,951.79
存货净额	128,511.38	193,432.66	764,170.71	772,516.56
可供出售金融资产	0.00	128,451.92	129,250.08	129,250.08
长期股权投资	133,324.70	2,021.59	2,217.43	76,317.43
固定资产	83,314.48	91,461.26	108,083.93	106,746.10
在建工程	2,570,212.70	3,628,847.84	4,226,490.10	4,551,300.38
无形资产	23,570.13	22,089.39	25,902.05	25,788.57
总资产	4,217,797.98	6,646,659.49	9,402,907.66	10,843,661.19
其他应付款	71,130.90	71,256.86	93,789.90	308,633.83
短期债务	1,066,181.00	1,561,306.00	922,890.00	595,750.00
长期债务	1,669,143.73	3,299,953.21	5,677,857.78	6,702,299.12
总债务	2,735,324.73	4,861,259.21	6,600,747.78	7,298,049.12
净债务	1,881,842.65	3,405,529.46	4,168,924.18	3,998,880.81
总负债	3,120,248.05	5,291,419.49	7,006,571.29	7,916,424.94
财务性利息支出	23,902.29	36,520.57	64,971.62	--
资本化利息支出	215,903.59	185,067.28	210,016.39	--
实收资本	113,000.00	113,000.00	113,000.00	179,000.00
少数股东权益	1,957.57	1,383.94	55,063.61	254,164.24
所有者权益合计	1,097,549.93	1,355,239.99	2,396,336.38	2,927,236.24
营业总收入	112,245.62	122,813.67	203,135.03	4,903.11
三费前利润	9,856.21	9,777.31	13,467.01	-177.41
营业利润	-20,392.41	-22,535.76	-24,463.56	-20,381.75
投资收益	2,193.98	9,042.94	82.39	0.00
营业外收入	38,379.49	43,425.43	61,110.75	488.56
净利润	17,725.57	18,014.56	35,132.99	-19,951.67
EBIT	41,884.30	55,321.47	101,334.93	-896.80
EBITDA	50,013.30	67,296.82	117,590.94	-896.80
销售商品、提供劳务收到的现金	111,867.37	39,843.28	110,109.59	7,568.72
收到其他与经营活动有关的现金	98,491.01	140,948.96	144,558.06	9,110.77
购买商品、接受劳务支付的现金	174,854.83	124,307.37	602,000.02	1,518.14
支付其他与经营活动有关的现金	62,843.79	77,125.28	118,205.44	8,355.92
吸收投资收到的现金	272,951.88	258,285.46	450,608.87	489,940.00
资本支出	799,019.70	1,270,064.36	635,305.65	391,441.35
经营活动产生现金净流量	-36,676.65	-30,943.17	-478,823.62	3,921.62
投资活动产生现金净流量	-898,174.36	-1,781,993.43	-1,102,785.57	-524,554.55
筹资活动产生现金净流量	778,409.56	2,411,992.32	2,557,014.74	1,387,977.64
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	11.57	11.62	9.52	16.42
三费收入比(%)	27.49	33.15	16.99	419.95
总资产收益率(%)	1.04	1.02	1.26	--
流动比率(X)	1.00	1.46	3.64	5.13
速动比率(X)	0.90	1.36	3.01	4.40
资产负债率(%)	73.98	79.61	74.51	73.01
总资本化比率(%)	71.36	78.20	73.37	71.37
长短期债务比(X)	0.64	0.47	0.16	0.09
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.01	-0.01	-0.07	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.03	-0.02	-0.52	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.15	-0.14	-1.74	--
总债务/EBITDA(X)	54.69	72.24	56.13	--
EBITDA/短期债务(X)	0.05	0.04	0.13	--
货币资金/短期债务	0.80	0.93	2.64	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.21	0.30	0.43	--

注：公司财务报表根据新会计准则编制；2016 年一季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标略去

#### 附四：评级报告基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货） / 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 附六：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附七：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附八：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。