



信用等级通知书

信评委函字[2018]Y020号

中诚信证券评估有限公司对西安高新控股有限公司及其拟发行的“2018年第一期西安高新控股有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，西安高新控股有限公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；“2018年第一期西安高新控股有限公司公司债券”的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月十五日

2018年第一期西安高新控股有限公司公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	西安高新控股有限公司
发行规模	不超过10亿元
债券期限	7年期
偿还方式	每年付息一次，在本期债券存续期的第3至第7个计息年度末分别偿还债券本金的20%，到期利息随本金一起支付

概况数据

西安高新控股 (合并口径)	2015	2016	2017
所有者权益合计 (亿元)	239.63	383.71	402.04
总资产(亿元)	940.29	1,091.85	1,212.56
总债务(亿元)	660.07	668.47	767.93
营业总收入(亿元)	20.31	35.01	27.73
营业毛利率(%)	9.52	3.53	4.90
EBITDA(亿元)	11.76	15.61	16.81
资产负债率(%)	74.51	64.86	66.84
经营活动净现金流 (亿元)	-47.88	-99.95	1.15
总债务/EBITDA(X)	56.13	42.83	45.68
EBITDA 利息倍数 (X)	0.43	0.40	0.32

注：1.公司各年度财务报表均依据新会计准则编制；2.中诚信证评将“长期应付款”科目中的带息负债计入长期借款计算相关财务指标；3.中诚信证评将“应付债券”中的短期融资券调整至交易性金融负债，以准确计算短期债务。

分析师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

张梦诗 mshzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月15日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2018年第一期西安高新控股有限公司公司债券”的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定发行主体西安高新控股有限公司（以下简称“西安高新控股”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了西安高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）的区域经济增长潜力、公司作为高新区内最重要的基础设施建设主体，得到陕西省、西安市政府及西安高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）鼎力支持以及业务的区域垄断优势等因素对公司发展的积极作用。同时中诚信证评也关注到公司债务负担较重、面临一定偿债压力以及或有负债规模较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正面

- **高新区区域经济持续增强。**高新区是西安市两个国家级开发区之一，聚集大量高新技术企业，综合实力位居全国高新区前列。2017年，高新区实现地区生产总值（GDP）1,224.9亿元，同比增长12.1%，保持良好发展态势。
- **公司地位突出，股东支持力度较大。**作为高新区最重要的基础设施建设运营主体，公司股东等在各方面给予有力支持，其中2016年公司共获得99.83亿元地方政府债务置换及股东27.04亿元增资；2017年再次获得18.74亿元政府债务置换。
- **公司业务的区域垄断优势明显。**公司作为高新区最重要的基础设施建设主体和主要公用事业运营主体，在高新区内独家从事基础设施建设投融资和管理业务，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

- **公司债务负担仍较重，面临一定偿债压力。**高新区重大项目配套建设持续投入较大，截至 2017 年末，公司总债务规模进一步增至 767.93 亿元，公司债务负担较重；2018~2020 年，公司每年到期债务均超过 150 亿元，面临一定偿债压力。
- **或有负债规模较大。**截至 2017 年末，公司对外担保总额为 195.54 亿元，占净资产的 48.64%，对外担保金额较大，占净资产比例高，存在一定的或有风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对西安高新控股有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

西安高新控股是经西安高新区委员会西高新发[2003]327号文件批准，成立于2003年10月的国有企业，公司设立时注册资本为2.30亿元，其中高新区管委会持股70%，西安高新技术产业开发区科技投资服务中心（以下简称“高新区科技服务中心”）持股30%。2009年3月17日，公司以资本公积转增实收资本，注册资本金增至11.30亿元，其中，高新区管委会注册资本实收金额增至7.91亿元，高新区科技服务中心注册资本实收金额增至3.39亿元。截至2018年3月末，公司注册资本和实收资本均为11.30亿元，股权结构未发生变化。

公司是高新区最重要的基础设施建设主体和主要公用事业运营主体，在高新区内独家从事基础设施建设投融资和管理业务，同时拥有供水、供电、污水处理等主要公用事业的经营权。此外，公司还对高新区内中小企业进行扶持，对其进行厂房和配套设施出租出售以及开展融资担保业务等，业务较为广泛并且市场地位较为稳固。

截至2017年末，西安高新控股总资产为1,212.56亿元，总负债为810.52亿元，所有者权益合计为402.04亿元，资产负债率为66.84%。2017年，公司实现营业总收入27.73亿元，净利润1.10亿元，经营活动净现金流为1.15亿元。

本期债券概况

本期债券发行总额为不超过人民币10亿元，期限为7年，同时设置提前偿还条款，在债券存续期的第3至第7个计息年度末分别偿还债券本金的20%，到期利息随本金一起支付。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

募集资金用途

本期债券募集资金10亿元，将全部用于西安市高新区军民融合产业园开发建设项目。

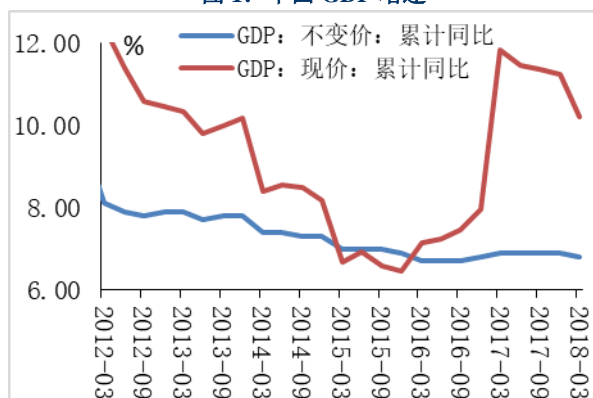
西安市高新区军民融合产业园开发建设项目计划总投资约为259.42亿元，其中资本金80.00亿元，其余为公司自筹资金。该项目主要在园区范围内开展基础设施建设、拆迁安置和园区建设军民融

合公共服务平台等方面工作，主要建设生产区标准厂房22万平方米和研发区厂房59万平方米（均30%用于出租，70%用于出售）；建设回迁住宅安置房150万平方米，试验检测中心9.5万平方米，研发中心10万平方米及研发区办公用房16万平方米（均用于出售），同时建设生活商业配套区域等，建设期为3年，运营期10年。公司主要依靠厂房出租出售、安置房及办公用房出售等实现资金平衡，预计运营期内累计可形成164.83亿元收入。

宏观经济和政策环境

在全球经济持续复苏、国内改革效果继续显现背景下，2018年中国经济平稳开局。但经济运行结构性矛盾仍存，内外约束加大，生产需求两端均存在放缓隐忧，全年下行压力将大于2017年。不过，民间投资回暖及新动能较快发展等因素增强了经济韧性，中国经济企稳基调并未改变。

图1：中国GDP增速



资料来源：国家统计局

2018年一季度，GDP同比增长6.8%，与去年三、四季度持平，但低于去年同期0.1个百分点；名义GDP同比增长10.2%，较去年底回落超过1个百分点。从生产端来看，规模以上工业与制造业增长走势分化，采暖季环保限产措施结束并没有带动工业增加值回升，制造业同比走弱。从需求端来看，基建投资增速同比回落超过10个百分点，制造业投资持续低迷，房地产投资逆势回升、民间投资回暖依旧难以阻挡投资增速下行趋势；以社会消费品零售总额计算的消费弱于去年同期；进口虽然平稳但出口在3月份再现负增长，带动一季度出口对经济增长的贡献率重回负区间；新增社融较去年同期出现明显收缩，实体经济融资需求现走弱迹

象，但一季度资金面较为宽松，债券融资回暖带动直接融资回升，宏观控杠杆背景下居民部门人民币贷款同比收缩，居民部门降杠杆初见成效。从价格水平来看，CPI 虽然在 2 月份出现较大幅度攀升但 3 月份再次回落，PPI 涨幅持续收缩，通胀担忧减弱。总而言之，一季度经济开局平稳中隐忧已现，其发展势头值得高度关注。

后续宏观经济走势面临四方面不确定性。一是春节假期因素的消退、采暖季限产措施的结束并没有带动生产如期回升，终端需求回暖存疑，后续工业增长依然存在不确定性；二是投资面临多重制约：地方政府债务监管趋严加压基建投资，制造业投资面临去产能力度边际减弱和国企去杠杆的双重制掣，主要由土地购置费带动的房地产投资的快速增长对 GDP 的拉动作用有限。三是居民部门杠杆率攀升、居民收入增长放缓将制约消费增长与升级。四是出口面临中美贸易冲突加剧、人民币汇率总体上扬、全球经济回暖势头放缓等多方面挑战。

展望 2018 年，中国宏观经济面临内外“双重约束”带来的下行压力。从内部环境看，地方政府债务监管趋严给投资尤其是基建投资带来较大压力。从外部环境来看，一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑，前期外需的改善难以以为继；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。但值得一提的是，当前我国经济运行中，民间投资回暖势头明显，新动能持续保持较快增长，经济增长韧性仍存，中国经济企稳基调仍未改变。

随着我国经济运行内外环境的变化，宏观调控政策有所微调，在货币政策稳健中性基调下，今年以来央行推出 CRA 并两次结构性降准。但稳增长、防风险“双底线”思维未变，宏观政策“稳中求进”。4 月 23 日政治局会议重提扩大内需，以保持宏观经济平稳运行，为风险防范、结构调整与改革开放提供良好环境；此次政治局会议还强调了推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，同时 4 月初召开的中央财经委首次会议明确“结构性去杠杆”思路，将地方政府和国有企业去杠杆作为重点，防风险继续走向纵深，思路进一步清晰；此外，支持海

南建设自由贸易试验区等措施释放了深化改革开放的强烈信号，对外开放有望获得进一步推进。

中诚信证评认为，2018 年防风险、促改革有望取得进一步突破，社会资源配置将进一步优化，中国经济增长质量有望得到进一步提升。

区域经济与财政实力

西安市区域经济

西安市是世界著名的历史文化名城，是我国中西部地区重要的科研、高等教育、国防科技工业和高新技术产业基地。在全国区域经济布局上，西安市具有承东启西、东联西进的区位优势，在西部大开发战略中具有重要的战略地位。1992 年 7 月，国务院批准西安市为内陆开放城市，是新亚欧大陆桥中国段陇海兰新线上最大的中心城市。西安市现辖 9 区 4 县，总面积 10,108 平方公里，截至 2017 年末，户籍人口 845.09 万人，较 2016 年末净增加 20.15 万人。

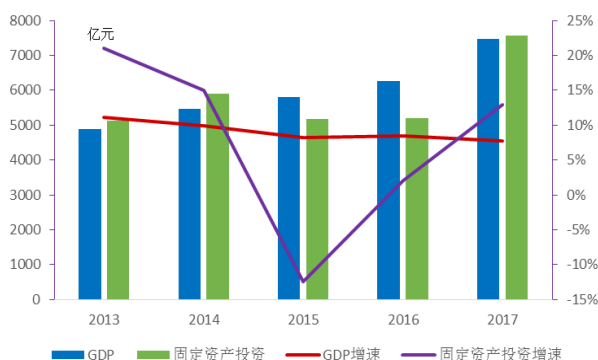
近年来，西安市经济稳定增长，经济结构不断优化，地区生产总值和固定资产投资额持续提升。2015~2017 年，西安市分别实现地区生产总值（GDP）5,810.03 亿元、6,257.18 亿元和 7,469.85 亿元，GDP 增速分别为 8.2%、8.5% 和 7.7%。2017 年，西安市实现第一产业增加值 281.12 亿元，增长 4.6%；第二产业增加值 2,596.08 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值 4,592.65 亿元，增长 9.2%。三次产业结构比重由 2016 年的 3.7:35.1:61.2 变为 2017 年的 3.8:34.7:61.5，产业结构逐步优化。

2017 年，西安市全部工业增加值 1,677.48 亿元，同比增长 5.8%。规模以上工业增加值 1,361.77 亿元，同比增长 5.8%。在规模以上工业中，轻工业增加值 270.89 亿元，同比增长 1.1%；重工业增加值 1,090.88 亿元，同比增长 7.0%。2017 年，规模以上工业中，装备制造业增加值增长 14.8%，占规模以上工业增加值的比重为 57.5%；战略性新兴产业实现总产值 2,226.45 亿元，占规模以上工业比重为 39.2%，同比增长 14.1%；高技术制造业实现总产值 1,410.37 亿元，占规模以上工业比重为 24.8%，同比增长 14.9%，其中，电子及通信设备

制造业实现工业总产值 731.48 亿元，占高技术制造业的比重为 51.9%，同比增长 15.4%，增速高于规模以上工业 10.0 个百分点，信息化学品制造业增长 26.1%，航空、航天器及设备制造业增长 22.1%，计算机及办公设备制造业增长 20.9%。

2017 年，西安市全社会固定资产投资为 7,556.47 亿元，比上年增长 12.9%，其中，固定资产投资（不含农户）7,463.31 亿元，增长 13.0%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 123.20 亿元，比上年增长 2.3%；第二产业投资 1,086.93 亿元，下降 10.2%，其中，工业投资 1,072.06 亿元，下降 10.6%；第三产业投资 6,253.18 亿元，增长 18.6%。全年房地产开发投资 2,333.34 亿元，比上年增长 15.0%。其中，住宅投资 1,566.37 亿元，增长 12.3%；办公楼投资 221.21 亿元，增长 26.6%；商业营业用房投资 319.73 亿元，增长 4.5%。

图 2：2013~2017 年西安市经济运行情况



资料来源：西安市统计公报

总体来看，西安市经济实力较强，产业结构逐年优化，为城市基础设施建设提供了良好的外部环境。

高新区经济概况

西安高新技术产业开发区是 1991 年 3 月经国务院首批批准设立的国家级开发区，批准面积 2.7 平方公里，位于西安市西南郊的科教文化区。1994 年以来，开发区综合指标一直位居全国国家级高新区前列。2016 年，高新区全面推进国家自主创新示范区（以下简称“自创区”）建设，陕西省、西安市加快自创区建设的支持意见正式下发，《自创区条例》立法已纳入省人大立法规划。联合中科院科技战略咨询研究院开展的西安高新区创新发展指数即将发布。此外，高新区自贸区建设全面启动，2016

年 10 月，自中国（陕西）自贸区正式获批后，高新功能区成为面积最大、以特殊监管区区外保税等通关模式创新为特色的核心片区。2017 年则是高新区推进“国家自主创新示范区、全面改革创新试验区先行区和中国（陕西）自由贸易试验区核心区”三区联动发展的起始之年。

高新区通过规划引导、政策扶持、资金支持、园区承载、优化服务、组织对接等举措，集中力量做大做强电子信息、先进制造、生物医药和现代服务业四大主导产业，不断增强新一代信息技术、高端装备制造、生物医药、新材料等战略性新兴产业的特色优势。高新区在这四个行业都拥有较为成熟的发展模式以及较具规模的业内龙头企业，成为国内具有竞争优势的高新技术园区。

表 1：高新区四大主导产业概况

板块	行业	区内主要企业
电子信息	集成电路、软件服务外包、通讯设备制造、电子元器件	通信企业 1,000 多家，电子信息企业 800 多家，已形成以中兴、华为、宇龙、普天、大唐移动、海天天线、彩虹资讯、威世、英飞凌等龙头企业为核心，科耐特、华晶电子、华山半导体等一大批中小科技企业为支撑的产业集群
先进制造	电力机械、制冷设备、石油设备、仪器仪表、汽车等领域	陕航、西飞、西电、彩虹、陕汽、大唐、庆安、陕鼓、陕齿、标缝等全国知名的大中型装备制造工业企业
生物医药	邻近有被誉为“天然植物基因库”的秦岭，中药资源丰富；第四军医大学、交大医学院和其他院校提供人才和科研能力	杨森、利君、步长、金花、皓天、绿谷、力邦等 220 多家较有规模的知名制药企业
现代服务	以研发设计、信息服务、互联网、金融服务、创意产业为重点	已聚集 28 家驻陕商业银行的 14 家总部

资料来源：西安高新技术产业开发区

高新区是西安市两个国家级开发区之一，作为代表西安与西部高新技术产业的前沿阵地和“一带一路”创新之都，综合实力位居全国高新区前列，2017 年继续保持较快发展。2017 年，高新区实现地区生产总值（GDP）1,224.9 亿元，同比增长 12.1%；实现规模以上工业增加值 416.42 亿元，同比增长 13.5%，占西安市总量的 31%，成为西安市

工业增长的硬支撑；完成固定资产投资 834.53 亿元，同比增长 8.1%，占西安市总量的 11%。

招商引资方面，高新区瞄准战略性新兴产业，着力加强产业链招商、集群招商、资本招商和以商引商。2017 年引进重点项目 115 个，其中，5,000 万元以上的重大项目 74 个，新引进世界 500 强企业和行业龙头企业 25 家。

项目建设方面，2017 年高新区 83 个重点项目累计完成投资 493.61 亿元，19 个计划新开工项目全部开工，31 个重点前期项目推进有力，比亚迪纯电动客车生产基地、迈科中心、万达西安 one 等一批大项目建成投用。

新兴产业培育方面，2017 年高新区聚力培育半导体、智能终端、高端装备制造、生物医药、金融服务业、软件信息服务业、军民融合、创新创业 8 个千亿元产业集群，研究制定促进军民融合、总部经济、自主创新、科技金融等 10 类专项政策，累计给 1,120 家企业兑现各类政策资金 8.4 亿元，同比增长 35.2%。2017 年全年战略性新兴产业增加值增长 20.3%，其中软件信息服务业总收入超过 2,412 亿元。

此外，2017 年，高新区在推动区域双创生态建设、金融中心及特色小镇建设等方面也取得了一定成果。2017 年，高新区净增高新技术企业 164 家，创业园获评 2017 年“国家小微企业创业创新示范基地”；高新区还启动“中国丝路金融中心”核心区建设，累计聚集各类金融服务机构和要素平台 1,434 家，2017 年通过资本市场实现融资 80.58 亿元；先进轨道交通、国际教育、军民融合、航空航天、金融服务等多个领域建立特色小镇项目储备库。

总体来看，高新区产业结构较为成熟，聚集大量高新技术企业，近年来经济不断提升。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，预计高新区将持续、快速的发展。

竞争及抗风险能力

公司作为西安市高新区管委会下属的大型国有企业，业务涵盖了西安市高新区众多优势的业务领域。除了承担西安市高新区基础设施建设、新农

村建设项目的投融资任务外，公司供电业务、供水业务以及污水处理业务也在西安市高新区处于垄断地位。因此，公司在项目建设、资产注入及政府补贴等多个方面获得了西安高新区管委会及财政局的大力支持。

项目建设方面，作为高新区重要的基础设施建设主体，公司负责综合保税区及配套服务区建设项目、新材料园基础设施建设项目、长安通讯产业基地建设项目、软件新城基础设施建设项目和高新区军民融合产业园等重大基础项目，在西安市高新区基础设施建设领域发挥着重要的作用。

资产注入方面，依据西安高新区财政局西高财发 2016（83）号文件、西高财函 2016（049）号文件，2016 年高新区管委会财政局将公司纳入政府债务的银行借款 99.83 亿元通过债务置换的方式将其置换为政府债务，并将该笔置换资金作为对公司的投资；此外，2016 年，西安高新区管委会直接补充公司资本 27.04 亿元。2017 年，依据西安高新区财政局西高财函 2017（54）号文件，公司再次获得政府债务置换 18.74 亿元，其中 2 亿元作为财政补贴。

政府补贴方面，2015~2017 年，公司分别获得政府补助 6.09 亿元、7.93 亿元和 8.88 亿元，政府补助规模稳步增长。

总体来看，作为西安市高新区下属的大型国有企业，公司经营范围涵盖了众多优势业务领域，业务运营稳定，且获得了高新区管委会的持续支持，具有极强的抗风险能力。

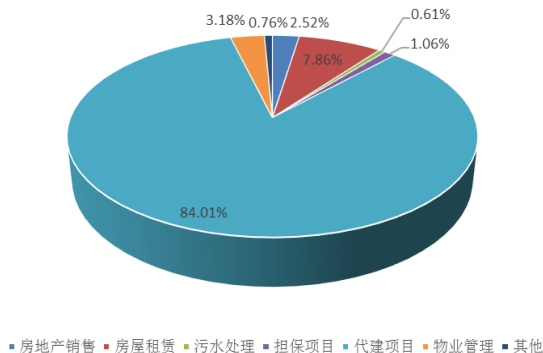
业务运营

西安高新控股主营业务为高新区基础设施建设及经营、厂房的出售与租赁业务、高新区内供水、供电业务以及污水处理业务等公用运营事业。

2017 年，公司实现营业总收入 27.73 亿元，其中代建项目一直是公司营业总收入的重要构成，2017 年实现收入 23.29 亿元，在公司营业收入中占比达 84.01%。2017 年，公司还实现房地产销售收入 0.70 亿元，房屋租赁收入 2.18 亿元，污水处理收入 0.17 亿元，担保收入 0.29 亿元，物业管理收入 0.88 亿元，其他收入 0.21 亿元，占营业总收入的比重分别为 2.52%、7.86%、0.61%、1.06%、3.18%

和 0.76%。

图 3：2017 年公司营业总收入构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

基础设施建设业务

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、新农村以及其他配套设施的建设。

西安高新控股全资子公司西安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。近年来，西安市高新区城市建设发展速度较快，道路改造与扩建、桥梁建设、交通枢纽建设、新农村建设以及市政养护等项目进展顺利。

根据公司与高新区管委会签订的《融资代建（BT）合作协议》，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，公司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。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。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。目前公司在建大部分基础设施及新农村建设项目多为 2013 年之前签订协议，由于项目尚未完工结算仍按照约定协议执行。2014 年以来，公司就生物医药产业园基础设施建设项目、新材料园基础设施建设项目、长安通讯产业基地建设项目、软件新城基础设施建设项目重新签订《项目合作协议》，由公司主要负责筹措资金进行相关建设，高新区管委会自 2015 年开始分期以现金方式向公司支付购买服务资金，其中软件新城基础设施建设项目则约定项目内土地整理完毕出让及扣费后，以不低于区内土地开发成本的标准返还公司，若土地出让收入无法覆盖开发成本，则缺口纳入高新区财政预算管理，安排财政资金补足。2015~2017 年，公司代建业务收入分别为 15.67 亿元、30.69 亿元和 23.29 亿元，有所波动。

截至 2017 年末，公司主要在建项目 12 个，包括 6 个基础设施建设项目和 6 个新农村建设项目，累计已投资额 458.39 亿元，政府已配套资本金为 85.82 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 2：截至 2017 年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
	综合保税区及配套服务区项目	98.12	260.83	29.62
	新材料园基础设施建设项目	67.03	42.50	12.50
	生物医药产业园基础设施建设项目	23.82	22.86	7.20
	长安通讯产业基地建设	72.85	36.71	1.00
	软件新城基础设施建设项目	62.60	47.45	15.20
新农村建设项目	西祝新农村建设项目	12.09	7.70	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	12.84	5.80
	富裕新农村建设项目	21.20	6.21	2.00
	五四新农村建设项目	12.32	10.08	4.00
	英发新农村建设项目	12.41	5.00	2.00
合计		437.87	458.39	85.82

注：1、综合保税区及配套服务区项目因后期工程范围变动较大工程投入超出预算较大，公司目前正办理有关投资预算变更事项；2、其他项目由于部分钉子户等遗留问题以及高新区管委会后期配套资金规模下降等因素导致实质进展缓慢。

资料来源：公司提供

根据高新区建设计划，公司未来将承接的基础设施建设及新农村建设项目计划总投资约 43.79 亿元，其中 17.59 亿元高新区管委会将会以资本金形式注入公司，其余 26.20 亿元由公司通过金融机构借款取得。

表 3：截至 2017 年末公司拟建高新区基础设施建设及新农村建设项目投资计划（亿元）

项目名称	投资金额	2018	2019	2020
西南郊污水处理厂二期	2.51	0.50	0.50	0.50
西沔公路拓宽改造工程	1.50	0.30	0.30	0.30
太平河河道改造工程	1.98	0.16	0.16	0.16
中水回用管网建设项目	4.00	0.80	0.80	0.80
洮河基础设施建设项目及洮河新农村建设项目	33.80	6.76	6.76	6.76
合计	43.79	8.52	8.52	8.52

资料来源：公司提供

总体来说，公司作为高新区内主要的基础设施建设主体，在政策上继续得到高新区管委会的支持，公司建设项目运营稳定，但进展较为缓慢，且由于承担的建设任务较重，未来公司资金投入压力仍然较大。

城市公用事业业务

除了高新区的基础设施建设项目，公司还负责高新区内的供电、供水以及污水处理业务，具有一定垄断性。根据经营情况，公司一般会向供电局、自来水公司等购买近一年的水电，以供高新区内事业单位和居民使用并收取供电线损费和用水管损费，分别按照用电量和用水量的 7%、8% 收取，其中供电线损费自 2017 年之后不再收取。

2015~2017 年，公司供电量分别为 7,455 万度、6,571 万度和 6,247 万度，供水量分别为 984 万吨、938 万吨和 943 万吨，供水、供电业务实现营业收入合计分别为 10,197 万元、9,251 万元和 8,455 万元。由于公司主要负责高新区处于建设期企业的供水供电业务，受部分企业完全运营转为市政水电的影响，近年来公司水电业务供应量及收入均出现一定幅度下滑。

表 4：2015~2017 年供电、供水业务经营情况

项目名称	2015	2016	2017
供电量（万度）	7,455	6,571	6,247
供水量（万吨）	984	938	943
营业收入合计（万元）	10,197	9,251	8,455

资料来源：公司提供

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，公司从 2009 年 6 月开始经营污水处理业务，主要为帮助高新区营造绿色生态环境，不以盈利为目的。污水处理费为 0.8 元/吨，由财政代收后返还。截至 2017 年末，公司日处理污水能力 8 万吨，拥有管道长度 88.4 千米，2017 年，公司处理污水 2,376.5 万吨。2015~2017 年，公司分别实现污水处理费 1,469.09 万元、1,521.02 万元和 1,693.74 万元。

总体看来，公司主要承担高新区内建设期企业供水、供电业务，供水、供电量及相关收入会受部分企业转为市政水电影响而下滑；污水处理业务保持基本稳定，中诚信证评将对相关业务运营情况保持关注。

厂房出租出售业务

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，主要由西安高新技术产业开发区创业园发展中心（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 2017 年末，创业园和软件园的出租率均在 95% 以上。

创业园成立于 1993 年，1997 年被批准为“国际企业孵化器试点建设单位”，并被认定为“国家级科技创业服务中心”。多年来，创业园致力于为园区内创业企业提供良好的软硬件环境，已建成创业研发园、现代企业中心、加速器等中小企业扶持厂房和写字楼等多处物业。

截至 2017 年末，创业园发展中心现已拥有由孵化基地、产业化基地、综合性功能园区组成的多个创业基地，总面积 97.04 万平方米，已形成由 1 个综合性孵化器和多个专业孵化器相结合的“1+N”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，建立了面向高新区科技型中小企业的分阶段、分领域培育的创业服务体系，为区域产业集群的发展源源不断地输送后备力量。多年来，累计孵化毕业企业 500 多家，转化科技成果 1,500 多项。

2015~2017 年，创业园分别实现实际出租面积 21.62 万平方米、19.42 万平方米和 22.28 万平方米，同期分别实现房屋租金收入 8,756 万元、7,430 万元和 8,535 万元。其中 2016 年，创业园租金收入略有下滑，主要系公司部分房产处于装修状态所致；2017 年，随国家数字出版基地投入运营使得可供租赁面积增至 22.30 万平方米，同时平均租金也略有提升，创业园租金收入有所增长。2015~2017 年，创业园分别实现厂房出售收入 8,659 万元、8,054 万元和 6,980 万元。近年来公司逐渐改变经营思路，施行“出租为主、出售为辅”的经营方针，新增出售面积需视高新区发展定位而定，因而近年来长城出售收入逐年下降。

表 5：2015~2017 年创业园房屋租赁出售业务经营情况

项目名称	2015	2016	2017
房屋实际租赁面积（平方米）	216,185	194,175	222,786
房屋租金收入（万元）	8,756	7,430	8,535
厂房出售收入（万元）	8,659	8,054	6,980

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。

截至 2017 年末，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，累计开发面积 21.97 万平方米。软件园出租面积比较稳定，近年来实际出租面积均为 13.84 万平方米，房屋租金按照市场行情逐年增长，2015~2017 年分别实现写字楼租赁收入 6,289 万元、6,420 万元和 7,025 万元，期间均未实现写字楼销售收入。

表 6：2015~2017 年软件园房屋租赁业务经营情况

项目名称	2015	2016	2017
房屋可供租赁面积（平方米）	162,028	162,028	162,028
房屋实际租赁面积（平方米）	138,383	138,383	138,383
房屋租金收入（万元）	6,289	6,420	7,025

资料来源：公司提供

除以上两个园区的租赁收入外，公司还将本部都市之门部分房产用于出租，该房产于 2012 年开始投入运营。2015~2017 年，公司通过出租都市之门部分房产分别实现租赁收入 4,362 万元、4,459 万元和 3,915 万元。此外，公司还有部分综合办公楼以及保税仓库的租赁收入。并且，公司在建西安市高新区军民融合产业园项目，还将建设标准区厂房、研发区厂房、住宅安置房及研发中心等，后期或将给继续公司带来相关出售或出售收入。

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或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。

担保业务

企业服务业务方面，由创业园下属子公司西安创新融资担保有限公司（以下简称“创新担保”）主要开展，为西安高新区内的各类中小企业提供贷款担保服务。针对不同类型的企业，费率收取情况为：科技金融企业 1.5%、高新区内企业 1.6%~2.6%、高新区外企业 2%~2.6%；另满足一定条件的企业可再享受 0.2% 的费率优惠，可累计享受。截至 2017 年末，创新担保担保金额为 18.71 亿元，担保 461 笔，代偿 24 笔，其中 2017 年代偿 14 笔，2017 年代偿金额 5,245 万元，目前尚在追缴过程中，未来公司将本着谨慎性原则加强对担保企业的资质审核。2015~2017 年，公司分别实现担保费收入 2,343 万元、2,728 万元和 2,942 万元，其中 2017 年公司收到西安市中小企业信用担保机构融资担保补贴 971 万元。

总体来看，公司担保服务对其营业收入具有一定补充作用，同时高新区政府给予公司一定的担保补贴款，但公司担保业务发生代偿项目及代偿金额

较多，影响该板块获利情况，中诚信证评将对此保持持续关注。

管 理

产权结构

截至 2017 年末，高新区管委会持有公司 70% 股权，高新区科技服务中心持有公司 30% 股权，公司实际控制人为高新区管委会。截至 2017 年末，公司纳入合并财务报表范围内的一级子公司有 15 家。

法人治理结构

公司依《公司法》和其他有关规定设立，公司享有股东投资形成的全部法人财产权，依法享有民事权利，承担民事责任，实行自主经营、自负盈亏。

公司建立了较为完善的法人治理结构，公司设股东会，公司股东会由全体股东组成，股东会是公司最高权力机构，依据公司章程的规定行使职权。公司设立董事会，董事会是股东会的常设执行机构和最高经营决策机构，由 7 名董事组成，董事长 1 名，由董事会选举产生。同时，公司下设监事会，监事会由 3 名监事组成。经营管理方面，公司实行董事会领导下的日常经营负责制，设总经理 1 名及副总经理若干，由董事会聘任或解聘。

管理水平

内部组织结构上，公司设有办公室、工程管理部、企业管理部、财务审计部和法律事务部。

工程管理上，公司的工程管理部按基本建设和施工程序完成管委会交办的施工项目，全面负责施工项目的全流程工作，对工程进度进行整体把握，定期检查项目现场的安全、质量、进度、文件资料管理等工作。

财务管理方面，公司依照法律、行政法规和国务院有关主管部门的规定建立和健全公司的财务、会计和审计制度。

总体来看，公司建立了符合自身发展的管理体制，各项管理制度较为规范。

战略规划

未来几年，公司作为高新区管委会的投融资主

体，将进一步配合高新区创建世界一流科技园区的战略目标和发展规划，强化园区内基础设施建设、提升园区现代服务水平。

在基础设施建设领域，将按照国际化发展战略，进一步提高高新区内公用服务设施和市政配套设施水准。一是加强道路桥梁建设和交通管理，不断缓解高新区交通拥堵。二是做好区域配套建设，改造该区域电力、给水、热力、道路、人行道、雨污水管道以及路灯、景观灯等设施。三是通过建设“数字高新”，使西安高新区的电子网络设施的水准和数字化水平走在全国高新区的前列。四是进一步实施园区绿化、美化、亮化工程，不断提升园区的品味。

在城中村改造领域，遵循城市化发展规律，不断创新城改模式，引导和鼓励社会资金开展城中村改造工作。

在工业地产领域，依照园区内工业地产业服务于科技产业发展、完善生产、商务配套等原则，积极配合政府运用土地供给和价格调节、规划建设审批、政策激励引导等综合调控手段，不断优化工业地产业务发展的方向、形态和速度，力求持续、健康、协调发展。

在污水处理领域，为了进一步扩大污水处理量、提高出水水质标准、加强再生水利用效率，公司将加快污水处理厂二期建设和再生水管网维护等投资。

总体来看，公司战略制定结合了眼前发展现状和未来规划，对公司未来业务突破具有一定的指导意义，有利于提升公司在市场环境下的竞争力。

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 2015~2017 年财务报告。公司各期财务报表均依据新会计准则编制。各期数据分析均基于当期审计报告期末数据。截至 2017 年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共有 15 家。公司全资设立的西安高新第一幼儿园、西安高新第一小学、西安高新第一中学，公司并不具有实际经营控制权，因此未纳入合并报表范围。

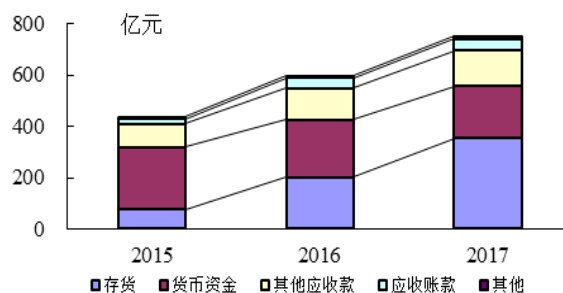
资本结构

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，2015~2017年末，公司总资产分别为940.29亿元、1,091.85亿元和1,212.56亿元，呈持续增长的态势。

从资产的构成来看，2015~2017年末，公司流动资产占比分别为46.51%、54.67%和61.97%，占比逐年增加。截至2017年末，公司流动资产为751.44亿元，其中，货币资金、存货、其他应收款和应收账款占比较大，四个科目分别占流动资产的27.09%、46.87%、18.50%和6.23%。2015~2017年末，公司货币资金余额分别为243.18亿元、225.04亿元和203.53亿元，随公司借款偿还货币资金规模有所下降，但仍较为充足；同期，其他应收款余额分别为89.32亿元、121.74亿元和139.03亿元，主要系股东及高新区内公司等关联方借款及资金占用费，规模逐年增长，其中截至2017年末，公司应收其股东高新区科技服务中心的90.84亿元借款及资金占用费，占该科目期末余额的64.42%；同期，公司存货¹余额分别为76.42亿元、201.54亿元和352.18亿元，主要为公司基础设施建设和新农村建设等代建项目的开发成本，规模随公司代建项目的增多而快速增长，其中2016年大幅增长主要由于公司新增西安高新区新材料园基础设施建设项目、软件新城基础设施建设项目及西安高新区长安通讯产业基地建设项目等开发成本所致，2017年，公司将部分原计入在建工程的项目调整至存货并追溯调整期初数据，2017年末，公司存货较期初增长9.91亿元，2017年相关基础设施项目持续投入有所放缓。2015~2017年末，公司应收账款分别为18.47亿元、39.10亿元和46.83亿元，主要为公司应收高新区管委会的代建收入款，随公司承担代建项目增多而持续增长，其中2017年末应收高新区管委会代建收入款达45.24亿元，占应收账款的总比例达96.48%。

¹ 存货科目余额已在2017年审计报告中将其年初数据调整至342.27亿元。

图4：2015~2017年末公司流动资产构成



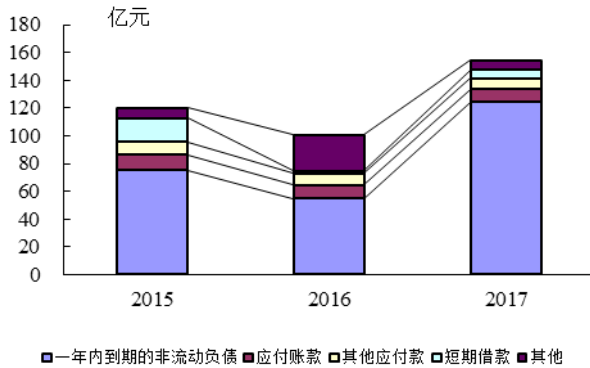
截至2017年末，公司非流动资产为461.12亿元，占总资产的比例为38.03%。公司作为高新区基础设施建设及开发的唯一主体，在建工程在公司非流动资产中占比较高。截至2017年末，在建工程占公司非流动资产的79.71%。近年来随着高新区基础设施投资及建设的加速，公司在建工程保持较大规模。2015~2017年末，公司在建工程²余额分别为422.65亿元、401.84亿元和367.54亿元，其中2016年由于部分项目完工结转收入，导致在建工程规模有所下降；2017年，由于科目调整，在建工程绝对值较上年末有所下降，但较追溯调整后的期初金额大幅增长106.44亿元，主要系综合保税区和配套服务区项目投入规模较大所致。

随着项目建设进程的推进，公司负债规模逐年扩大，2015~2017年末，公司总负债分别为700.66亿元、708.13亿元和810.52亿元，呈持续增长趋势。其中流动负债分别为120.08亿元、100.75亿元和154.28亿元，占比分别为17.14%、14.23%和19.03%。公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、应付账款、其他应付款和短期借款组成，截至2017年末，上述科目占比分别为80.48%、6.15%、4.94%和3.89%。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款及应付债券，2015~2017年末，公司一年内到期的非流动负债分别为75.29亿元、54.79亿元和124.17亿元。同期，公司其他应付款分别为9.38亿元、8.36亿元和7.62亿元，主要为单位间往来款。同期，公司应付账款分别为10.94亿元、9.77亿元和9.49亿元，主要为

² 在建工程余额已在2017年审计报告中将其期初数据追溯调整至261.10亿元，其中综合保税区及配套服务区项目、甘家寨基础设施建设项目由于项目特殊性，仍旧放在在建工程科目。

尚未结算的工程款。同期，公司短期借款分别为 17.00 亿元、2.00 亿元和 6.00 亿元，总体规模较小，2017 年末全部为保证借款。

图 5：2015~2017 年末公司流动负债构成

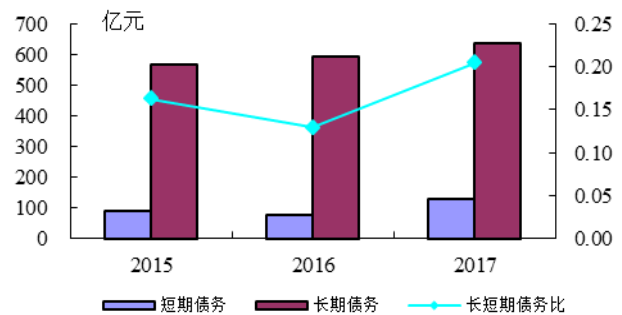


资料来源：公司财务报告

2015~2017 年末，公司非流动负债分别为 580.58 亿元、607.38 亿元和 656.25 亿元，公司非流动负债总额大幅增长主要是由于以 BT 模式修建基础设施建设项目产生的长期借款增加所致。2016 年以来公司综合保税区及配套服务项目、热源厂、软件新城建设项目项目全面推进，相应融资进一步提高了公司的负债规模。截至 2017 年末，公司长期借款 464.60 亿元。2015~2017 年末，公司应付债券³分别为 135.47 亿元、106.86 亿元和 142.12 亿元，应付债券规模较大。

2015~2017 年末，公司总债务规模分别为 660.07 亿元、668.47 亿元和 767.93 亿元，规模不断增长。从债务构成来看，2015~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.16 倍、0.13 倍和 0.20 倍。公司以长期借款为主的债务结构可以分散公司短期内的偿债压力，同时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。

图 6：2015~2017 年末公司债务结构情况



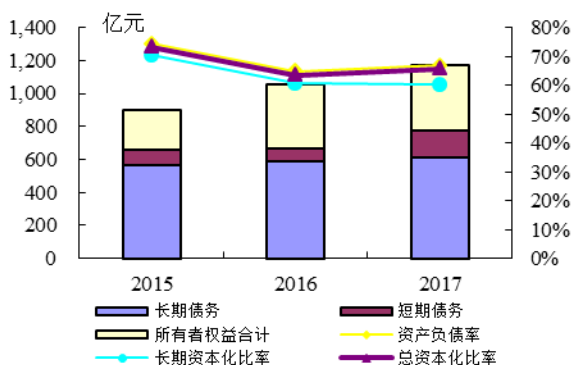
资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，2015~2017 年末，公司所有者权益合计分别为 239.63 亿元、383.71 亿元和 402.04 亿元，呈快速增长趋势，主要系资本公积和其他权益工具的增加。2015~2017 年末，公司资本公积分别为 209.90 亿元、336.75 亿元和 336.74 亿元，其中 2016 年，依据高新区财政局西高财发 2016（83）号文件、西高财函 2016（049）号文件，2016 年高新区管委会财政局将公司纳入政府债务的银行借款 99.83 亿元通过债务置换的方式将其置换为政府债，并作为对公司的投资。同时，高新区管委会为公司拨入补充资本 27.04 亿元，带动公司所有者权益进一步增加。2017 年，公司暂未获得补充资本，资本公积略有下降主要系公司将设备处置收入上缴高新区国库。同期，公司其他权益工具分别为 0 亿元、12.41 亿元和 29.55 亿元，2016 年，公司新增其他权益工具为公司于 2016 年 1 月及 2016 年 12 月分别发行的金额为 6.6 亿元和 6 亿元的永续中票；2017 年 2 月，公司再次发行金额 17.4 亿元永续中票。

从资本结构来看，由于公司负责高新区内基础设施的建设投资，资金需求较大，公司对外融资活动增加，债务规模随之显著上升，但 2016 年，随着股东对公司的资本注入，公司资产负债率有明显下降，2017 年债务持续增加使得资产负债率又略有回升。2015~2017 年末，资产负债率分别为 74.51%、64.86%和 66.84%；同期，公司总资本化比率分别为 73.37%、63.53%和 65.64%。

³ 2015~2016 年应付债券为中诚信国际调整后口径。

图 7：2015~2017 年末公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，随着经营规模的扩大以及高新区管委会对公司资本实力的大力支持，公司总资产及所有者权益均保持稳定增长。公司以长期债务为主的债务结构符合公司的经营模式，同时也有助于降低公司的流动性风险。但中诚信证评也关注到由于近期建设力度的加大，公司债务规模随之快速增长。

盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 20.31 亿元、35.01 亿元和 27.73 亿元，规模有所波动。其中，代建项目收入为公司最主要的收入来源，2015~2017 年分别为 15.67 亿元、30.69 亿元和 23.29 亿元，由于 2016 年回购项目的增加，使得该项业务收入同比大幅增长，2017 年规模回归正常。公司

房地产销售收入主要来自创业园及软件园厂房及配套设施的开发、建设和销售，主要用于扶持园区内的中小企业，因此收入较为有限，并且随着后期公司出售为辅的方针调整，收入不断减少。租赁业务主要为公司创业园及软件园厂房的出租收入，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。物业管理主要来自创业园及软件园物业管理服务及高新区内水电供应等，近年来受区内部分企业转为市政水电影响收入规模不断下降。

毛利率方面，2015~2017 年，公司毛利率分别为 9.52%、3.53% 和 4.90%，总体呈下滑趋势。公司房产销售毛利率基本保持稳定；房屋租赁业务由于 2016 年部分出租房产装修及 2017 年新投入运营国家数字出版基地等尚处于招租期，房屋租赁毛利率近年来有所下降；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；此外，由于公司代建项目回购均以成本价回购，毛利率为零，且 2016 年公司该项业务占比加大，使得当年公司营业毛利率下滑较大。

表 7：2015~2017 年公司主要业务收入及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	0.87	29.68	0.81	29.92	0.70	29.08
房屋租赁	2.00	55.55	2.10	41.86	2.18	33.93
污水处理	0.15	-117.26	0.15	-130.69	0.17	-84.40
担保项目	0.23	100.00	0.27	100.00	0.29	100.00
代建项目	15.67	0.00	30.69	0.00	23.29	0.00
物业管理	1.29	32.32	0.95	6.34	0.88	30.18
其他	0.11	81.99	0.04	-29.27	0.21	79.92
综合	20.31	9.52	35.01	3.53	27.73	4.90

注：1、由于四舍五入原因导致综合数不等于各板块收入之和；2、物业管理收入含转售水电、保洁服务及花卉销售收入；3、计算 2017 年综合毛利率时，使用营业总成本概念，含赔付支出净额及提取保险合同准备金净额。

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2015~2017 年，公司三费收入占比分别为 16.99%、9.82% 和 28.65%，2016 年由于营业总收入增长较快而有所下降，2017 年则由于财务费用和销售费用的增加而大幅上升，对公司利

润形成侵蚀。财务费用是公司期间费用的重要组成，2017 年公司有息债务规模进一步增大，利息支出增长迅速，财务费用增幅较大；此外，2017 年，高新区加大招商力度及打造西安创业街区新名片

等活动，广告宣传费、项目招商费及项目服务费等销售费用增加较大。

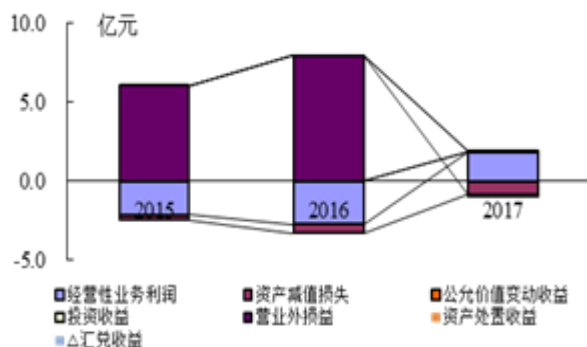
表 8：2015~2017 年公司期间费用情况

项目名称	2015	2016	2017
销售费用（亿元）	0.07	0.09	0.26
管理费用（亿元）	1.03	1.10	1.12
财务费用（亿元）	2.35	2.25	6.57
三费合计（亿元）	3.45	3.44	7.94
营业总收入（亿元）	20.31	35.01	27.73
三费收入占比（%）	16.99	9.82	28.65

资料来源：公司财务报告

利润总额方面，2015~2017 年，公司利润总额分别为 3.64 亿元、4.71 亿元和 1.00 亿元，其中 2017 年下降幅度较大，主要系当年利息费用较多所致。同期，公司经营性业务利润分别为-2.10 亿元、-2.73 亿元和 1.85 亿元，2017 年经营性利润由负转正大幅提升，主要系根据会计准则调整，将收到的政府补助 8.88 亿元计入其他收益科目所致，因而公司 2017 年营业外损益科目也大幅下降。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，2015~2017 年，公司营业外损益分别为 6.08 亿元、7.94 亿元和-0.06 亿元。另外，公司对外投资主要为对园区内高科技企业的前期支持投资，因而投资收益规模较小，2015~2017 年，公司投资收益分别为 82.39 万元、241.60 万元和 273.84 万元。

图 8：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，2017 年公司营业收入略有下降，同时利息支出大幅增加使得三费占比及利润总额均有所下降，公司目前盈利能力不强，利润来源仍主要依赖高新区财政补贴。随着高新区建设的逐步深入，公司未来盈利能力有待进一步观察。

现金流

公司经营活动现金流近几年基本呈净流出状态，2015~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 -47.88 亿元、-99.95 亿元和 1.15 亿元，其中 2015 年由于公司增加了对新材料园基础设施建设项目、生物医药产业园基础设施建设项目等项目的支出，公司经营活动现金流出大幅增加；2016 年，公司经营活动现金流出进一步增加至 129.84 亿元，主要系公司增加了对软件新城及软件新城北区等基础设施建设等代建项目的支出所致；2017 年公司相对回归常态，暂无较大新投入代建项目，公司购买商品、接受劳务支付的现金较 2016 年末减少 107.90 亿元，经营活动净现金流由负转正。

投资活动现金流方面，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，公司投资活动现金流出不断增大。投资活动现金流出主要用于购建固定资产支出以及与其他单位的资金拆借，流入主要为收到的资金拆借及相关项目归还建设资金。2015~2017 年，投资活动净现金流分别是 -110.28 亿元、-29.73 亿元和 -107.46 亿元。2016 年，由于三星项目归还建设资金以及支付给西安高新区基础设施配套建设开发公司等公司借款减少，使得投资活动现金流缺口有所收窄；2017 年公司投资活动净现金流缺口有所扩大，主要系综合保税区及配套服务中心项目投入持续加大所致。

在筹资活动现金流方面，公司主要以借款的方式筹措资金，公司项目建设速度加快，导致融资需求配合建设进度也同步增加，促使公司融资活动频繁，融资规模处于高位。2015~2017 年，公司借款收到的现金分别为 326.27 亿元、208.27 亿元和 208.85 亿元，同期，公司吸收投资获得的现金分别为 45.06 亿元、68.30 亿元和 17.24 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。公司筹资活动的现金流出主要为偿还银行借款、分配利润或偿付利息。

表 9：2015~2017 年公司现金流情况（亿元）

项目名称	2015	2016	2017
经营活动产生现金流入	25.47	29.89	23.17
经营活动产生现金流出	73.35	129.84	22.02
经营活动净现金流	-47.88	-99.95	1.15
投资活动产生现金流入	18.20	56.95	21.12
投资活动产生现金流出	128.48	86.67	128.58
投资活动净现金流	-110.28	-29.73	-107.46
筹资活动产生现金流入	401.77	284.96	244.90
其中：吸收投资	45.06	68.30	17.24
借款	326.27	208.27	208.85
发行债券	-	-	-
筹资活动产生现金流出	146.07	173.72	159.72
其中：偿还债务	103.63	113.22	87.19
筹资活动净现金流	255.70	111.24	85.19
现金及现金等价物净增加额	97.54	-18.44	-21.13

资料来源：公司财务报告

总体来看，近年来公司投资规模较大，经营活动净现金流、投资活动净现金流呈现出较大缺口，公司主要依靠外部融资进行资金平衡。根据高新区未来基础设施建设规划，公司未来投资支出依然较大，需要多渠道融资以满足投资需求。

偿债能力

从长期偿债能力指标来看，由于近年来建设及投资规模的上升，公司总债务规模随之不断增加，2015~2017 年末，公司总债务规模分别为 660.07 亿元、668.47 亿元和 767.93 亿元，持续增长。同期，公司 EBITDA 持续增长，分别为 11.76 亿元、15.61 亿元和 16.81 亿元，但增长速度不及债务规模增速，因此 EBITDA 对债务利息的覆盖能力持续下降。2017 年，公司总债务/EBITDA 为 47.68 倍，EBITDA 利息保障系数为 0.32 倍。此外，公司经营活动净现金流基本为流程状态，2017 年虽然由负转正，但净额很小，基本无法对债务本息形成有效支撑。

表 10：2015~2017 年公司偿债能力指标

项目名称	2015	2016	2017
短期债务（亿元）	92.29	76.75	130.17
长期债务（亿元）	567.79	591.72	637.76
总债务（亿元）	660.07	668.47	767.93
货币资金（亿元）	243.18	225.04	203.53
经营活动净现金流（亿元）	-47.88	-99.95	1.15
EBITDA（亿元）	11.76	15.61	16.81
总债务/EBITDA（X）	56.13	42.83	45.68
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.07	-0.15	0.001
EBITDA 利息保障系数（X）	0.43	0.40	0.32
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-1.74	-2.55	0.02

资料来源：公司财务报告

从债务到期分布来看，2018~2020 年公司的到期债务均超过 150 亿元，近期债务到期规模较大，中诚信证评将对公司还债资金筹措情况保持关注。

表 11：截至 2017 年末公司债务到期情况（亿元）

年份	2018	2019	2020	2021	2022 及以后
金额	157.84	174.86	165.82	31.18	18.45

注：上表债务不包含长期应付款下带息债务，且各年到期债务包含需提前偿还的本金部分。

资料来源：公司提供

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保金额总计 195.54 亿元，占净资产的 48.64%。公司对外担保对象大部分为高新区内其他国有企业，但对外担保金额较大，面临一定或有负债风险，中诚信证评将对此保持持续关注。此外，截至 2017 年末，公司子公司西安创新融资担保有限公司对外担保 461 笔，担保金融共计 18.71 亿元。

表 12：截至 2017 年末公司前五大被担保人明细（亿元）

被担保人	担保金额
西安高科鱼化老烟城市建设有限公司	35.90
西安高科国际社区建设开发有限公司	16.00
西安高科鱼化建设有限公司	15.00
西安高新区草堂科技产业基地发展有限公司	10.00
西安高新区草堂科技产业基地发展有限公司	8.50
合计	85.40

资料来源：公司提供

资产抵质押方面，截至 2017 年末，公司受限资产账面价值为 0.26 亿元，占总资产的 0.02%，主要包括受限货币资金、电子商务示范基地固定资产及相应土地使用权。

公司与多家商业银行保持密切合作关系，截至

2017 年末，公司在多家银行共取得授信额度 777.63 亿元，尚未使用的额度为 237.67 亿元。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》，截至 2018 年 3 月 24 日，公司不存在逾期而未偿还的债务。

评级展望

近年来，高新区的区域经济稳步增强；公司作为高新区内基础设施建设及公用事业最重要的建设及运营主体，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，公司的业务具有区域垄断优势。同时中诚信证评也关注到公司债务负担较重且面临一定偿债压力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，中诚信证评认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

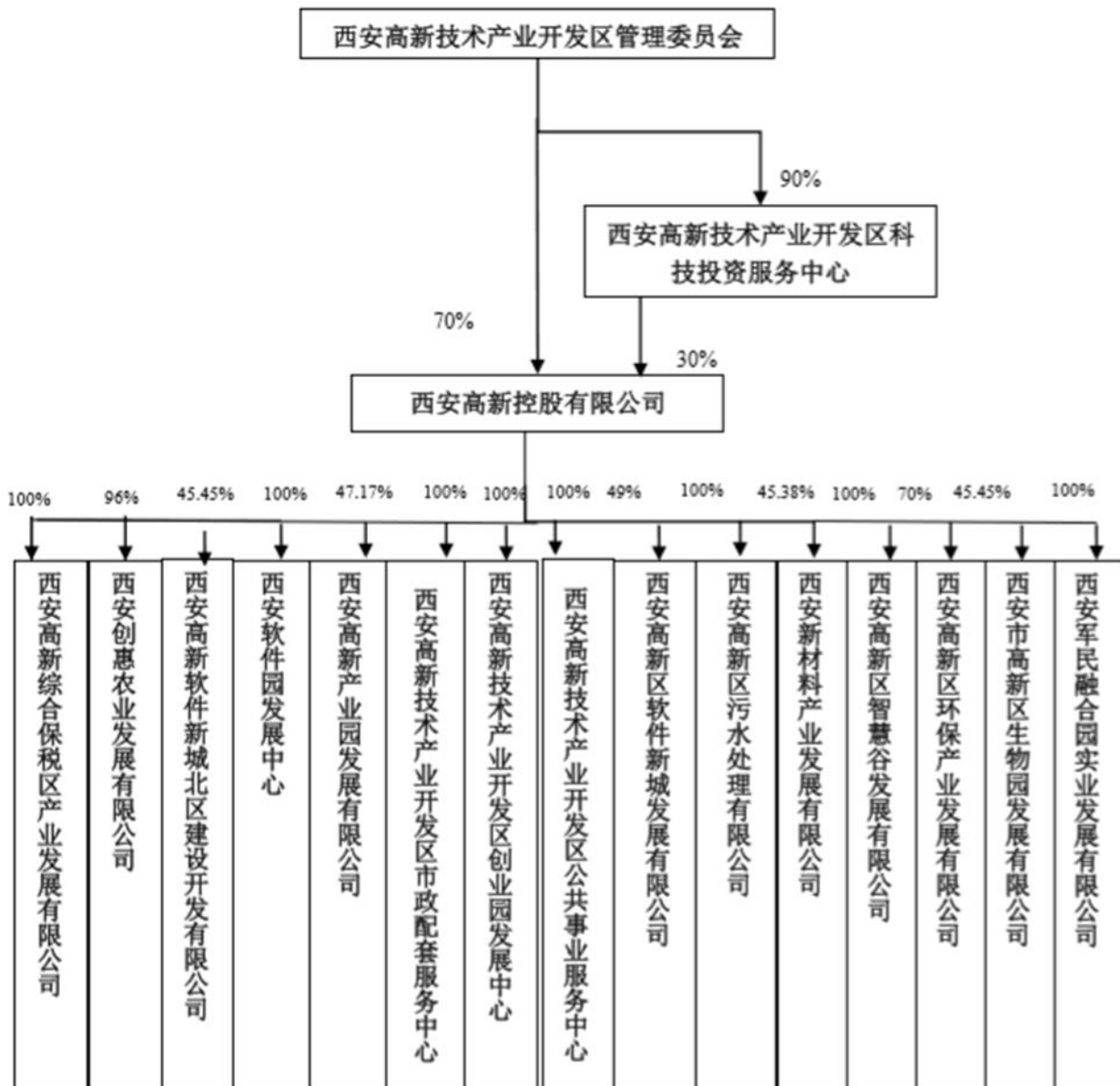
综上，中诚信证评评定西安高新控股有限公司主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2018 年第一期西安高新控股有限公司公司债券”信用等级为 **AAA**。

关于2018年第一期西安高新控股有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

附一：西安高新控股有限公司股权结构图（截至 2017 年末）

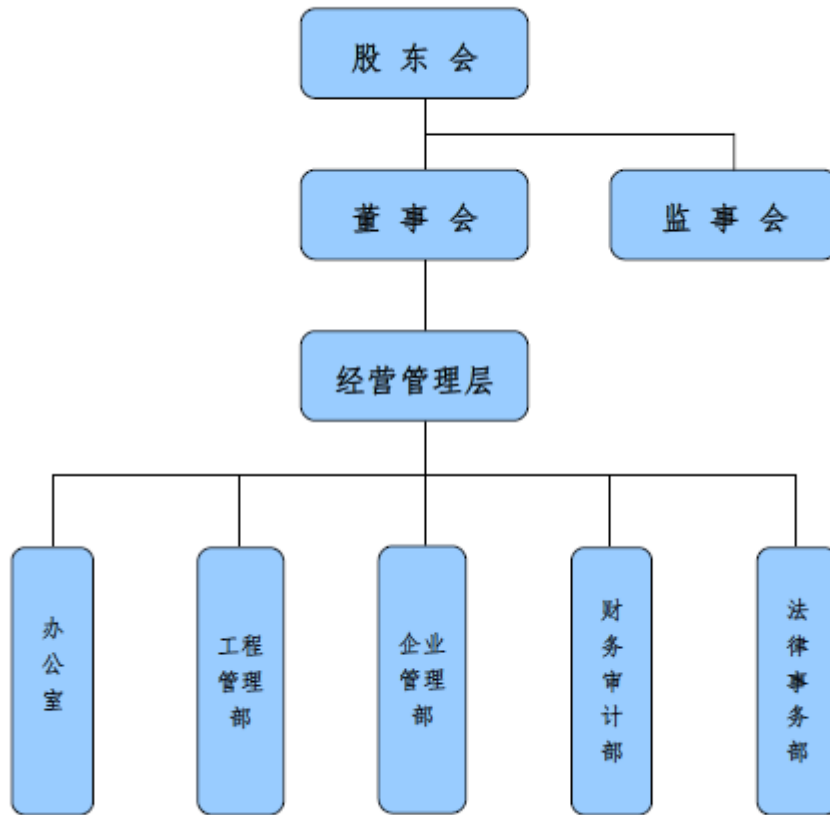


注：1、公司持有的西安高新产业园发展有限公司、西安高新区软件新城发展有限公司、西安新材料产业发展有限公司和西安市高新区生物园发展有限公司四家公司股权比例低于 50%，以上 4 家公司的董事长及主要管理人员均为公司人员担任。其他投资方不参与 4 家单位的实质性经营管理，仅对公司运营进行必要的监督；

2、公司对西安高新软件新城北区建设开发有限公司直接和间接持股比例合计达 100%。

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 2017 年末）



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）	2015	2016	2017
货币资金	2,431,823.60	2,250,385.89	2,035,275.42
应收账款	184,716.01	390,951.46	468,347.88
其他应收款	893,224.78	1,217,383.07	1,390,303.90
存货	764,170.71	2,015,385.61	3,521,813.07
可供出售金融资产	129,250.08	132,685.45	136,298.20
长期股权投资	2,217.43	381.02	380.27
在建工程	4,226,490.10	4,018,371.16	3,675,409.59
无形资产	25,902.05	27,874.60	27,229.32
总资产	9,402,907.66	10,918,473.85	12,125,602.80
其他应付款	93,789.90	83,574.68	76,247.78
短期债务	922,890.00	767,507.66	1,301,679.24
长期债务	5,677,857.78	5,917,233.35	6,377,641.12
总债务	6,600,747.78	6,684,741.01	7,679,320.35
总负债	7,006,571.29	7,081,345.98	8,105,209.20
费用化利息支出	64,971.62	96,664.42	145,662.22
资本化利息支出	210,016.39	295,539.47	376,615.77
实收资本	113,000.00	113,000.00	113,000.00
少数股东权益	55,063.61	55,638.31	56,782.10
所有者权益合计	2,396,336.38	3,837,127.87	4,020,393.59
营业总收入	203,135.03	350,073.10	277,263.24
经营性业务利润	-21,047.20	-27,304.39	18,455.60
投资收益	82.39	241.60	273.84
营业外收入	61,110.75	79,507.44	106.88
净利润	35,132.99	47,701.42	10,956.11
EBIT	101,334.93	143,741.79	155,621.58
EBITDA	117,590.94	156,076.60	168,101.88
销售商品、提供劳务收到的现金	110,109.59	171,845.53	52,679.25
收到其他与经营活动有关的现金	144,558.06	127,092.81	175,285.67
购买商品、接受劳务支付的现金	602,000.02	1,238,190.62	159,227.93
支付其他与经营活动有关的现金	118,205.44	44,832.13	40,999.56
吸收投资收到的现金	450,608.87	683,036.89	172,390.00
资本支出	635,305.65	370,071.54	945,833.00
经营活动产生现金净流量	-478,823.62	-999,474.90	11,452.15
投资活动产生现金净流量	-1,102,785.57	-297,258.64	-1,074,642.60
筹资活动产生现金净流量	2,557,014.74	1,112,369.77	851,890.14

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	9.52	3.53	4.90
三费收入比 (%)	16.99	9.82	28.65
应收类款项/总资产 (%)	11.46	14.83	15.48
收现比 (X)	0.54	0.49	0.19
总资产收益率 (%)	1.26	1.41	1.35
流动比率 (X)	3.64	5.92	4.87
速动比率 (X)	3.01	3.92	2.59
资产负债率 (%)	74.51	64.86	66.84
总资本化比率 (%)	73.37	63.53	65.64
长短期债务比 (X)	0.16	0.13	0.20
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.07	-0.15	0.001
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.52	-1.30	0.01
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-1.74	-2.55	0.02
总债务/EBITDA (X)	56.13	42.83	45.68
EBITDA/短期债务 (X)	0.13	0.20	0.13
货币资金/短期债务 (X)	2.64	2.93	1.56
EBITDA 利息倍数 (X)	0.43	0.40	0.32

注：1.公司各期财务报表均依据新会计准则编制；2.中诚信证评将长期应付款科目中的带息负债、将应付债券中的短期融资券调整至相关科目以准确计算相关债务指标。

附四：西安高新控股有限公司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+所有者权益合计）

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：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

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。

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。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。