

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：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；
维持“14西安高新MTN001”、“16西安高新MTN001”、“16西安高新MTN002”、“16西安高新MTN003”、“17西安高新MTN001”、“17西安高新MTN002”、“17西安高新债01/17西高01”、“18西安高新债01/18西高01”的信用等级为**AAA**。

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

二零一九年六月十八日

西安高新控股有限公司 2019 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 AAA 评级展望 稳定

存续债券列表

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
14 西安高新 MTN001	6.00	2014.11.18~2019.11.18	AAA	AAA
16 西安高新 MTN001	6.60	2016.01.29~2021.01.29	AAA	AAA
16 西安高新 MTN002	5.00	2016.10.28~2026.10.28	AAA	AAA
16 西安高新 MTN003	6.00	2016.12.13~2021.12.13	AAA	AAA
17 西安高新 MTN001	17.40	2017.02.27~2022.02.27	AAA	AAA
17 西安高新 MTN002	15.00	2017.03.23~2027.03.23	AAA	AAA
17 西安高新 债 01/17 西高 01	50.00	2017.12.27~2024.12.27	AAA	AAA
18 西安高新 债 01/18 西高 01	10.00	2018.06.26~2025.06.26	AAA	AAA

概况数据

西安高新控股（合并口径）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	1,091.85	1,212.56	1,315.53	1,477.68
所有者权益合计（亿元）	383.71	402.04	403.13	444.25
总负债（亿元）	708.13	810.52	912.40	1,033.43
总债务（亿元）	668.47	767.93	855.16	981.16
营业总收入（亿元）	35.01	27.73	27.83	1.22
经营性业务利润（亿元）	-2.73	1.85	1.87	-0.31
净利润（亿元）	4.77	1.10	1.25	-0.31
EBIT（亿元）	14.37	15.56	17.43	4.55
EBITDA（亿元）	15.61	16.81	18.72	-
经营活动净现金流（亿元）	-99.95	1.15	-83.56	-51.83
收现比（X）	0.49	0.19	0.87	0.80
总资产收益率（%）	1.41	1.35	1.38	-
营业毛利率（%）	3.53	4.90	3.81	54.90
应收类款项/总资产（%）	14.83	15.48	23.36	22.47
资产负债率（%）	64.86	66.84	69.36	69.94
总资本化比率（%）	63.53	65.64	67.96	68.83
总债务/EBITDA（X）	42.83	45.68	45.68	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.40	0.32	0.39	-

注：1、公司各期财务报表均依据新会计准则编制；2、中诚信国际债务统计口径包含长期应付款和其他非流动负债中有息债务，并将应付债券中的短期融资券调整至短期债务，以准确计算债务指标；3、公司未提供 2019 年一季度现金流量补充表，因而相关财务指标无效。

基本观点

中诚信国际维持西安高新控股有限公司（以下简称“西安高新控股”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“14 西安高新 MTN001”、“16 西安高新 MTN001”、“16 西安高新 MTN002”、“16 西安高新 MTN003”、“17 西安高新 MTN001”、“17 西安高新 MTN002”、“17 西安高新 债 01/17 西高 01”、“18 西安高新 债 01/18 西高 01”的债项信用等级为 AAA。

2018 年以来，西安高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）区域经济持续快速发展，公司具有重要的战略地位、持续获得股东较大力度支持且公司银行授信较充足。同时，中诚信国际也关注到公司部分项目进展缓慢、后续资本支出压力较大；公共服务业务未来运营有待考察；债务负担较重、偿债压力大以及公司高层变动频繁等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优势

- **高新区经济持续、快速发展。**随着托管面积增加、自身产业发展和招商引资的日趋成熟，2018 年高新区区域经济保持了持续、快速的发展局面。2018 年，高新区实现地区生产总值（GDP）1,576.96 亿元，同比增长 12.2%，占西安市 GDP 总量的 18.9%。
- **重要的战略地位及股东支持。**作为高新区最重要的基础设施建设主体，公司获得了股东持续支持，其中 2018 年公司收到政府补助 8.61 亿元；2018 年，高新区启动西安丝路国际金融中心核心区建设，公司作为其中重要的建设管理单位，进一步巩固了公司战略地位。
- **充足的银行授信。**公司与多家商业银行保持密切合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共取得授信额 1,176.30 亿元，尚未使用的额度为 382.97 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。

关注

- **部分项目进展缓慢，资本支出压力大。**公司部分项目进展缓慢，超额投资后续现金回流面临一定不确定性；且公司在建基础设施建设项目任务较重，自营项目及拟规划建设西安丝路国际金融中心核心区项目投资金额较大，公司未来面临较大的资本支出压力。

分析师

项目负责人：余 茜 qyu@ccxi.com.cn

项目组成员：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

黄 菲 fhuang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019年6月18日

- **公共服务业务未来运营有待考察。**公司原主要负责高新区内供电、供水以及污水处理等公共服务业务，具有一定垄断性，但 2019 年后，供水、供电业务已被移交；同时受相关政策影响，2018 年公司未实现污水处理收入，公共服务未来运营情况有待考察。
- **公司债务负担较重，偿债压力大。**高新区重大项目配套建设持续投入较大，截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模进一步增至 981.16 亿元，其他权益工具中还含有 29.55 亿元永续债，公司债务负担较重；且未来两年公司每年到期债务均超过 280 亿元，面临很大的偿债压力。
- **公司治理情况值得关注。**2018 年 9 月以来，公司董事及高级管理人员变动较为频繁，引发舆论关注，中诚信国际将持续关注西安高新控股人事变动及公司治理情况。

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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级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，中诚信国际在债券存续期内每年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

“17 西安高新债 01/17 西高 01”募集资金 50 亿元，“18 西安高新债 01/18 西高 01”募集资金 10 亿元，均用于西安市高新区军民融合产业园开发建设项目。该项目规划总投资约 259.42 亿元，根据公司提供资料，截至 2018 年末，该项目已完成投资 181.43 亿元，其中“17 西安高新债 01/17 西高 01”已全部使用完毕，“18 西安高新债 01/18 西高 01”已使用 9.85 亿元。

基本分析

随着托管面积增加、自身产业发展和招商引资的日趋成熟，2018 年高新区区域经济保持了持续、快速的发展局面

高新区是国家级高新技术产业开发区，综合实力位居全国高新区前列，也是陕西自贸试验区核心区、国家自主创新示范区、大西安“万亿科创大走廊”核心区。2018 年，高新区正式托管雁塔区、长安区、鄠邑区、周至县的 12 个街镇，区域面积由之前的 312 平方公里拓展至 1,079 平方公里，或将进一步拓展高新区发展空间。

随着自身产业发展与托管面积的增加，2018 年高新区区域经济保持较快增速。2018 年，高新区实现地区生产总值（GDP）1,576.96 亿元，同比增长 12.2%，占西安市 GDP 总量的 18.9%；规模以上工业增加值同比增长 11.8%，固定资产投资（不含农户）同比增长 14.1%，GDP 和固定资产投资增速均较上年有所提升。

依托创新资源，高新区在半导体和集成电路产业、新一代信息技术、新能源汽车、智能制造等领域聚集了三星、华为、中兴、比亚迪等一批全球知名企业，涌现出一批硬科技代表性企业和潜在独角兽企业。截至 2018 年末，高新区累计注册商业主体 12 万家，拥有国家级高新技术企业 2,500 家，世界

500 强知名企业 115 家。

具体项目引进方面，2018 年，高新区全年引进签约项目 218 个，其中阿里巴巴、戴姆勒等世界 500 强企业 9 个，雅居乐、苏宁易购等国内 500 强企业 8 个；全年引进 100 亿元以上的项目 23 个，50 亿元以上项目 26 个，项目数量和质量均有所突破。2018 年，高新区实际利用内资 1,483.72 亿元，同比增长 35.6%；实际利用外资 28.7 亿美元。

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，2018 年以来，随着自身产业发展与托管面积增加，同时自身招商引资不断成熟，高新区区域经济保持了持续、快速的发展局面。

2018 年公司城市基础设施建设业务整体有所推进，但未来资金投资压力仍然较大，且部分项目进展缓慢，超额投资后续资金回流面临一定不确定性

高新区内市政及相关基础设施建设工作主要由公司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。

根据公司与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”）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，公司建成后移交给高新区管委会，自项目竣工验收、确认投资总额之日起，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，2013 年及之前签署协议且尚未完工项目暂按此协议约定继续执行。2014 年以来，公司就承接的相关基础设施建设项目与高新区管委会和西安高新区土地储备中心签订《项目公司基础设施建设项目建设合作协议》和《项目公司基础设施建设项目委托建设合同》，根据相关协议及公司提供的说明，项目按照委托代建模式回款。2018 年，公司实现代建业务收入 23.75 亿元，占营业总收入的比重为 85.31%。2019 年 1~3 月，公司尚未确认代建业务收入。

截至 2019 年 3 月末，公司主要在建项目包括基础设施建设项目和新农村建设项目，计划总投资 735.64 亿元，已累计投资 668.02 亿元，政府已配套资本金为 156.66 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。

其中，2018 年公司新增西安市高新区 2018 年棚户区改造项目(一期)，主要由新成立的西安高新城市开发建设有限责任公司承担，主导西安高新区 10 个村城棚改项目，棚户区改造项目拆迁面积 132.65 万平方米，拆迁规模 14,169 套，计划投资规模 163.73 亿元，已列入 2019 年陕西省棚户区改造计划，该项目目前暂未与公司签署相关协议，根据该项目可行性研究报告及相关资料，项目产出收益主要为土地综合开发利用收益和土地溢价等。此外，综合保税区及配套服务项目原计划承载陕西电子信息产业以

及三星电子存储芯片项目及其配套企业建设用地和中期扩展用地，该项目原计划 2012 年动工 2014 年完工，计划总投资 98.12 亿元，并已与高新区管委会签署《融资代建（BT）合作协议》，由高新区管委会支付回购资金并最终依靠园区土地出让收益获得平衡。但由于后期建设实际工程范围变动与拆迁难度较大，使得目前实际投资远超预算且仍在建设过程中，且投资超过协议约定部分尚未与高新区管委会补签协议，目前公司正在办理投资预算变更事项，中诚信国际将对项目建设进度及超额投资后续现金回流保持持续关注。

表 1：截至 2019 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	已累计投资	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	13.31	4.00	
	鱼化基础设施建设项目	23.30	19.32	5.50	
	郭杜基础设施建设项目	42.80	41.56	13.00	
	鱼化西基础设施建设项目	29.36	29.31	10.00	
	综合保税区及配套服务区项目	98.12	258.06	29.62	
	木塔南区基础设施建设项目	4.01	1.38	0.50	
	新材料园基础设施建设项目	67.03	59.15	12.50	
	生物医药产业园基础设施建设项目	23.82	25.00	7.20	
	长安通讯产业基地建设	72.85	74.13	1.00	
	软件新城基础设施建设项目	62.60	62.30	15.20	
	新农村建设项目	八仙新农村建设项目	15.37	9.69	3.00
		西曹新农村建设项目	5.98	5.76	2.00
		西祝新农村建设项目	12.09	8.48	4.00
石庙新农村建设项目		24.93	2.40	1.00	
东祝新农村建设项目		25.00	14.75	5.80	
富裕新农村建设项目		21.20	8.15	2.00	
五四新农村建设项目		12.32	14.40	4.00	
英发新农村建设项目		12.41	5.45	2.00	
	西安市高新区 2018 年棚户区改造项目(一期)	163.73	10.83	32.84	
合计		735.64	668.02	156.66	

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，本期项目投资减少部分为高新区土地储备中心拨回前期计入工程项目的进度款；2、部分项目由于征地拆迁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；3、部分项目随建设推进，融资成本逐渐提高，融资利息资本化后计入项目成本，导致已投金额小幅超过总投资额。

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 37.80 亿元，其中 15.30 亿元高新区管委会将会以资本金形式注入公司，其余资金由公司通过金融机构借款取得。

表 2：公司拟建高新区基础设施建设及新农村建设项目及未来投资计划（亿元）

项目名称	投资金额	政府拟配套资金	2019	2020
中水回用管网建设项目	4.00	1.50	0.80	0.80
浹河基础设施建设项目及浹河新农村建设项目	33.80	13.80	6.76	6.76
合计	37.80	15.30	7.56	7.56

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

设的重要主体,承担了大量项目基建任务并获得了政府配套资金支持,2018年以来,公司基建项目整体有所推进,但部分项目进展缓慢且后续超额投资现金回流面临一定不确定性,未来资金投入也仍有较大缺口,面临较大资本支出压力,中诚信国际将对上述问题持续关注。

2018 年公司工业地产可供出租面积及出租收入增长较快, 出售收入持续下降; 在建军民融合产业园项目投资规模较大, 未来或将给公司带来可观出租出售收益

公司的厂房出售和租赁业务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2019年3月末,创业园和软件园的整体出租率均在90%以上。

截至2019年3月末,创业园已拥有由孵化基地、产业化基地、综合性功能园区组成的14个创业基地,总面积102万平方米,多年来累计孵化企业超过6,000家,转化科技成果4,000多项。2018年及2019年1~3月,创业园分别实现房屋租金收入11,389万元和2,687万元,其中2018年随国家数字出版基地正式投入运营,可供租赁面积和租金收入均较2017年有较大幅度增长。2018年,创业园还实现厂房出售收入2,270万元,较2016年进一步下降,主要系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所致。

截至2019年3月末,软件园已建成秦风阁、汉韵阁、唐乐阁等写字楼,累计开发面积21.97万平方米,可供租赁面积162,028平方米,保持稳定。2018年及2019年1~3月,软件园分别实现写字楼租赁收入8,205万元和1,619万元,均较2017年小幅增长。

表 3: 2018 年~2019 年 3 月创业园及软件园房屋租赁经营情况 (平方米、万元)

项目名称	创业园		软件园	
	2018	2019.3	2018	2019.3
房屋可供租赁面积	224,800	369,861	162,028	162,028
房屋实际租赁面积	231,210	329,861	138,383	138,383
房屋租金收入	11,389	2,687	8,205	1,619

厂房出售收入	2,270	1,800	-	-
--------	-------	-------	---	---

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 A 座写字楼用于出租,2018 年实现租赁收入 4,232.27 万元。此外,公司还有在建总投资约 259.42 亿元西安市高新区军民融合产业园项目,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工作,建设内容包括回迁住宅安置房、生产区标准厂房、试验检测中心、研发中心等,同时建设生活商业配套区域,后期或将继续给公司带来相关出租或出售收入;截至2018年末,该项目已累计投资181.43亿元。

总体来看,公司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,厂房出租收入来源稳定增长,未来或将保持增长态势;但出售收入2018年下降较多。此外公司在建军民融合产业园项目投资规模较大,但完工后或将给公司带来可观的出租出售收益。

2018 年公司转售水电业务收入有所增长, 但 2019 年后该项业务已被移交; 污水处理业务受政策影响 2018 年未产生相关收入

公司负责的高新区内供电、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水管损费,分别按照用电量和用水量的7%、8%收取。2018年,公司实现供电量8,244万度,供水量920万吨,实现转售水电收入9,060万元,较上年小幅增长。2019年后,公司不再负责园区供水、供电业务,该业务移交至西安高科(集团)公司负责。

表 4: 2016~2018 年公司供电、供水业务情况

项目名称	2016	2017	2018
供电量(万度)	6,571	6,247	8,244
供水量(万吨)	938	943	920
营业收入合计(万元)	9,251	8,455	9,060

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,不以盈利为目的,污水处理费为固定的0.8元/吨,由财

政代收后返还。截至 2019 年 3 月末，公司日处理污水能力 14 万吨，拥有管道长度 88.4 千米，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别处理污水 2,603.14 万吨和 644.56 万吨，但均未实现污水处理收入，主要系公司污水处理收入原挂于应收西安市财政局应收账款，2018 年以来政策有所变动，对其计提坏账准备所致。

总体看来，公司原主要承担高新区内建设期企业供水、供电及污水处理业务，具有一定区域垄断性，但 2019 年后供水供电业务已进行移交；污水处理业务受政策影响 2018 年以来暂未产生收入，中诚信国际将对公司公共服务业务运营情况保持关注。

公司担保服务对营业收入具有补充作用，但 2018 年该业务收入略有下降；高新金控纳入公司合并报表后将进一步整合区内金融资源

企业服务业务方面，西安创新融资担保有限公司（以下简称“创新担保”）为西安高新区内的各类中小企业提供贷款担保服务。2019 年 3 月，创新担保控股权被划转至新成立的西安高新金融控股有限公司（以下简称“高新金控”），高新金控 2019 年一季度已纳入公司合并报表，将整合高新区金融资源，开展产业基金、风险投资等金融与股权投资业务。

截至 2018 年末，创新担保担保余额为 19.58 亿元，担保 392 笔，代偿 23 笔，其中 2018 年代偿 3 笔，当年代偿金额 996 万元，较 2017 年略有下降，未来公司仍需本着谨慎性原则加强对担保企业的资质审核。2018 年，创新担保实现担保费收入 2,809 万元，略有下降。

总体来看，公司担保服务对其营业收入具有一定补充作用，2018 年代偿金额略有下降，但仍需加强资质审核；高新金控纳入公司合并报表，将进一步整合高新区金融资源。

2018 年西安丝路国际金融中心核心区启动建设，公司作为建设主体承担了重要的建设任务，但目前项目仍处于拟建规划阶段，建设进展及盈利水平有待考察，或将进一步增加公司资本支出压力

2018 年 6 月，高新区发布《西安丝路国际金融

中心核心区发展规划》，启动中央创新区（CID）及其核心先导区——西安丝路国际金融中心核心区建设。中央创新区总规划面积 15.4 平方公里，规划范围南至兴隆一路，北临韦斗路，东临西沔路，西至经三十八路，核心思想系在规划区中部建设“未来之瞳”城市超高层地标集群，吸纳全球创新企业总部；在创新区南部打造西安丝路国际金融中心核心区，汇聚丝路金融创新资源，实现“双核共振”。为此，2018 年 7 月，公司成立了西安高新区城市客厅开发建设有限责任公司（以下简称“城市客厅公司”），负责中央创新区相关基础设施配套建设和商业运营项目的建设和管理，其中 2.39 平方公里的先导区域——西安丝路国际金融中心核心区将先行启动建设。

图 1：高新区中央创新区规划图



资料来源：公司提供

目前，城市客厅公司尚未具体开展业务运营，大部分项目仍处于拟建规划阶段，后期将分阶段分项目陆续开展建设工作。截至 2019 年 3 月末，城市客厅公司拟建市政项目包括道路及水系建设项目，目前尚未签署相关协议确定资金平衡模式；拟建商业运营类项目包括未来之瞳和未来之城等，上述项目规划总投资 482.00 亿元，预计未来两年投资规模或将达到 150 亿元，其中大部分为商业办公项目，资金来源多为自筹，建成后拟通过商业出租或出售等实现收益平衡，但目前相关商业运营项目亦未出具可行性研究报告，具体盈利模式仍有待商榷完善。其中西部地区超高层地标建筑集群——未来之瞳项目规划投资 100 亿元，是集科创研发、办公、星级酒店等功能为一体的核心引擎项目，包含 450 亩湿地花园、多栋超高层建筑，配套大剧院、音乐厅、美术馆、空中景观步道等。

总体看来，中央创新区是高新区三次创业的重点和未来国际化大西安代表板块之一，具有重要的战略意义，公司作为其中重要的建设管理单位，进一步巩固了公司地位。但目前相关项目仍处于拟建阶段，建设进展及盈利水平有待长远考察，且未来规划建设的项目较多，投资规模较大，或将进一步增加公司资本支出压力。

2018 年公司董事及高管变动频繁，引发舆论关注，中诚信国际将持续关注高新控股人事变动及公司治理情况

公司于 2018 年 9 月召开股东会及临时董事会对董事长、法人、部分董事及总经理进行变更。2018 年 11 月，公司召开股东会对公司章程部分条款内容进行修订。2018 年 12 月，公司两度召开股东会，免去部分董事职务并重新选举了新董事，任命新董事长及法定代表人，后续又召开临时董事会任命了总经理等公司高层。

中诚信国际关注到，2018 年 9 月以来公司董事及高级管理人员变动较为频繁，引发舆论关注，中诚信国际将持续关注西安高新控股人事变动及公司治理情况。

财务分析

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 2016~2018 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2019 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。各期数据分析均基于当期审计报告期末数据。

盈利能力

2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 27.83 亿元和 1.22 亿元，2018 年公司营业收入较上年变化不大，各科目变化亦较小。2018 年，公司实现代建项目收入 23.75 亿元，占营业总收入的比重为 85.31%。2018 年，由于政策变动，公司暂未实现污水处理收入；物业管理、担保业务收入相对稳定；随创业园出租为主、出售为辅的思路转变，近年来房地产销售收入规模逐步下降，房屋租赁收入逐步提升。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 3.81%，较 2017 年略有下降。具体来看，房地产销售、房屋租赁业务毛利率较上年变化不大，公司代建项目回购均以成本价回购，毛利率为零；其他业务主要包括培训服务，代理服务费、土地租种及前期运维服务等，毛利率受各种综合因素影响波动较大。2019 年 1~3 月，公司综合毛利率为 54.90%，主要系其他业务毛利率较高拉升了综合毛利率。

表 5：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司各板块收入及毛利率情况(亿元、%)

项目名称	2016		2017		2018		2019.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	0.81	29.92	0.70	29.08	0.23	35.79	-	-
房屋租赁	2.10	41.86	2.18	33.93	2.42	35.72	0.56	36.24
污水处理	0.15	-130.69	0.17	-84.40	-	-	-	-
担保项目	0.27	100.00	0.29	100.00	0.28	100.00	0.04	100.00
代建项目	30.69	0.00	23.29	0.00	23.75	0.00	-	-
物业管理	0.95	6.34	0.88	31.31	0.96	22.17	0.12	-9.66
其他	0.04	-29.27	0.21	75.15	0.20	33.67	0.50	99.97
合计/综合	35.01	3.53	27.73	4.90	27.83	3.81	1.22	54.90

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、计算各年度综合毛利率时，使用营业总收入与营业总成本概念，营业成本合计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，因利息收入增加，2018 年公司

财务费用有所下降，管理费用、销售费用相对变化

不大，使得三费合计下降至 7.27 亿元，公司三费收入占比同步下降至 26.11%，但仍远高于公司毛利率，对公司利润形成侵蚀。2019 年 1~3 月，由于部分业务尚未确认营业收入，三费收入占比增至 238.06%。

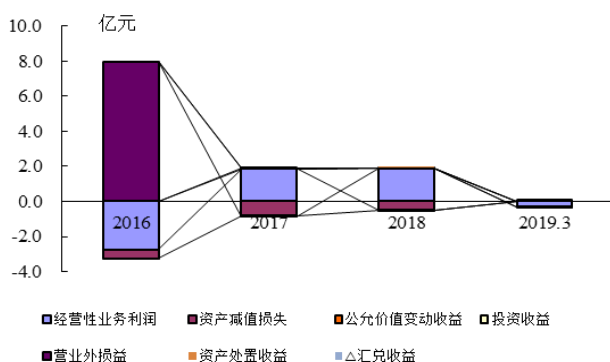
表 6：2016 年~2019 年 3 月公司期间费用情况

项目名称	2016	2017	2018	2019
销售费用（亿元）	0.09	0.26	0.27	0.10
管理费用（亿元）	1.10	1.12	1.16	0.35
财务费用（亿元）	2.25	6.57	5.83	2.45
三费合计（亿元）	3.44	7.94	7.27	2.90
营业总收入（亿元）	35.01	27.73	27.83	1.22
三费收入占比（%）	9.82	28.65	26.11	238.06

资料来源：公司财务报告

从利润总额的构成来看，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现利润总额 1.42 亿元和-0.31 亿元，主要来自经营性业务利润，2018 年利润总额随坏账损失减少及营业外损益回升小幅增长。2018 年公司经营性业务利润为 1.87 亿元，其中当年公司收到政府补助 8.61 亿元，是公司利润的重要补充。2019 年 1~3 月，由于相关政府补助尚未到位，公司经营性业务利润仅为-0.31 亿元。

图 2：2016 年~2019 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，2018 年公司营业收入和毛利率较去年变化不大，三费收入占比略有下降，但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。

偿债能力

截至 2018 年末，公司总资产 1,315.53 亿元，较

2017 年末增加 102.97 亿元，主要来自于存货和其他应收款的增加。截至 2018 年末，公司存货为 460.02 亿元，较上年末增加 107.84 亿元，主要系新材料园、软件新城等基础设施建设项目投入规模较大及部分借款费用计入开发成本所致。截至 2018 年末，公司其他应收款为 254.43 亿元，较上年末增加 115.40 亿元，主要系相关单位及关联单位往来款增加，其中对公司股东之一西安高新技术产业开发区科技投资服务中心临时拆借款及资金占用费由 2017 年的 90.84 亿元增至 158.05 亿元，占比达 61.72%。截至 2018 年末，由于代建项目资金支出增加、对外资金拆借及偿还借款等，公司货币资金为 75.53 亿元，较上年末减少 128.00 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司总资产进一步增至 1,477.68 亿元，主要来自于货币资金和长期股权投资的增加。

所有者权益方面，截至 2018 年末，公司所有者权益合计 403.13 亿元，同比增加 1.09 亿元，变化不大，其中其他权益工具中含公司发行永续债 29.55 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计增至 444.25 亿元，其中公司资本公积和少数股东权益分别增加 21.40 亿元和 20.31 亿元，主要系公司合并范围发生变化，2019 年一季度高新金控纳入公司合并报表。

负债方面，根据公司业务发展的需要，公司债务规模大幅上升，截至 2019 年 3 月末，公司总负债为 1,033.43 亿元，总债务为 981.16 亿元。从债务结构上看，2018 年以来，由于公司发行了多支超短券及一年内到期的非流动负债增加等，公司短期债务规模上升较快，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2017 年的 0.20 倍升至 2018 年的 0.65 倍，债务结构有待调整。随公司负债增加，资产负债率和总资本化比率持续增加，截至 2019 年 3 月末，二者分别为 69.94% 和 68.83%，已处于较高水平。

2018 年及 2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为-83.56 亿元和-51.83 亿元，由正转负且缺口较大，主要系 2018 年以来公司向土储中心拨付大量资金用于基础设施和新农村项目建设等，但收入确认具有滞后性。投资活动现金流方面，2018 年公司投资活动净现金流为-89.45 亿元，依旧呈现缺

口状态，除公司在自营项目投入，主要系当年公司对外支付大量拆借资金。2018年及2019年1~3月，公司筹资活动净现金流分别为43.44亿元和127.57亿元，公司仍依赖借款对外筹资，2018年偿债规模大幅增长，使得筹资活动净现金流规模有所下降。

从偿债能力指标来看，2018年公司EBITDA增至18.72亿元，进一步提升，2018年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息保障系数分别为45.68倍和0.39倍，较上年变化不大，由于债务规模的持续增加，EBITDA仍无法覆盖债务本息。此外，2018年公司经营活动净现金流呈现缺口状态，无法对债务本息形成有效覆盖。

表 7：2016 年~2019 年 3 月公司偿债能力指标

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
短期债务(亿元)	76.75	130.17	335.35	351.49
长期债务(亿元)	591.72	637.76	519.81	629.67
总债务(亿元)	668.47	767.93	855.16	981.16
货币资金(亿元)	225.04	203.53	75.53	142.26
经营活动净现金流(亿元)	-99.95	1.15	-83.56	-51.83
EBITDA(亿元)	15.61	16.81	18.72	-
总债务/EBITDA(X)	42.83	45.68	45.68	-
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.15	0.001	-0.10	-
EBITDA 利息保障系数(X)	0.40	0.32	0.39	-
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-2.55	0.02	-1.73	-3.63

资料来源：公司财务报告

从债务到期分布来看，2019年4~12月、2020年及2021年，公司到期债务分别为285.68亿元、359.15亿元和111.09亿元，剩余债务在2022年及以后偿还，未来两年公司每年的到期债务均超过280亿元，短期债务到期规模较大，中诚信国际将对公司还债资金筹措情况保持关注。

或有负债方面，截至2019年3月末，公司对外担保金额总计197.80亿元，占净资产的44.52%。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，中诚信国际将对此保持持续关注。

表 8：截至 2019 年 3 月末公司前四大被担保人明细(亿元)

被担保人	担保金额
西安高科国际社区建设开发有限公司	41.35
西安高科鱼化老烟城市建设有限公司	35.90

西安高科鱼化建设有限公司	27.00
西安高科互融建设发展有限公司	15.00
合计	119.25

资料来源：公司提供

资产抵质押方面，截至2019年3月末，公司受限资产账面价值为41.73亿元，占总资产的2.82%，共获得贷款余额19.59亿元，主要包括都市之门等固定资产及投资性房地产为主。

公司与多家商业银行保持密切合作关系，截至2019年3月末，公司在多家银行共取得授信额度1,176.30亿元，尚未使用的额度为382.97亿元。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。

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2019年5月10日，公司不存在已结清和未结清不良信贷信息，不存在逾期而未偿还的债务。

评级展望

2018年以来，高新区区域经济持续、快速发展，为公司提供了良好的外部经济环境，公司作为高新区内基础设施建设及公用事业运营主体，持续获得股东较大力度支持，西安丝路国际金融中心核心区的启动进一步巩固了公司的战略地位，同时公司与金融机构关系良好，拥有充足的授信额度；但中诚信国际也关注到公司部分项目进展缓慢、后续资本支出压力较大，公共服务业务未来运营情况有待考察，债务负担仍较重且面临很大偿债压力以及董事、高管变动频繁引发舆论关注等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

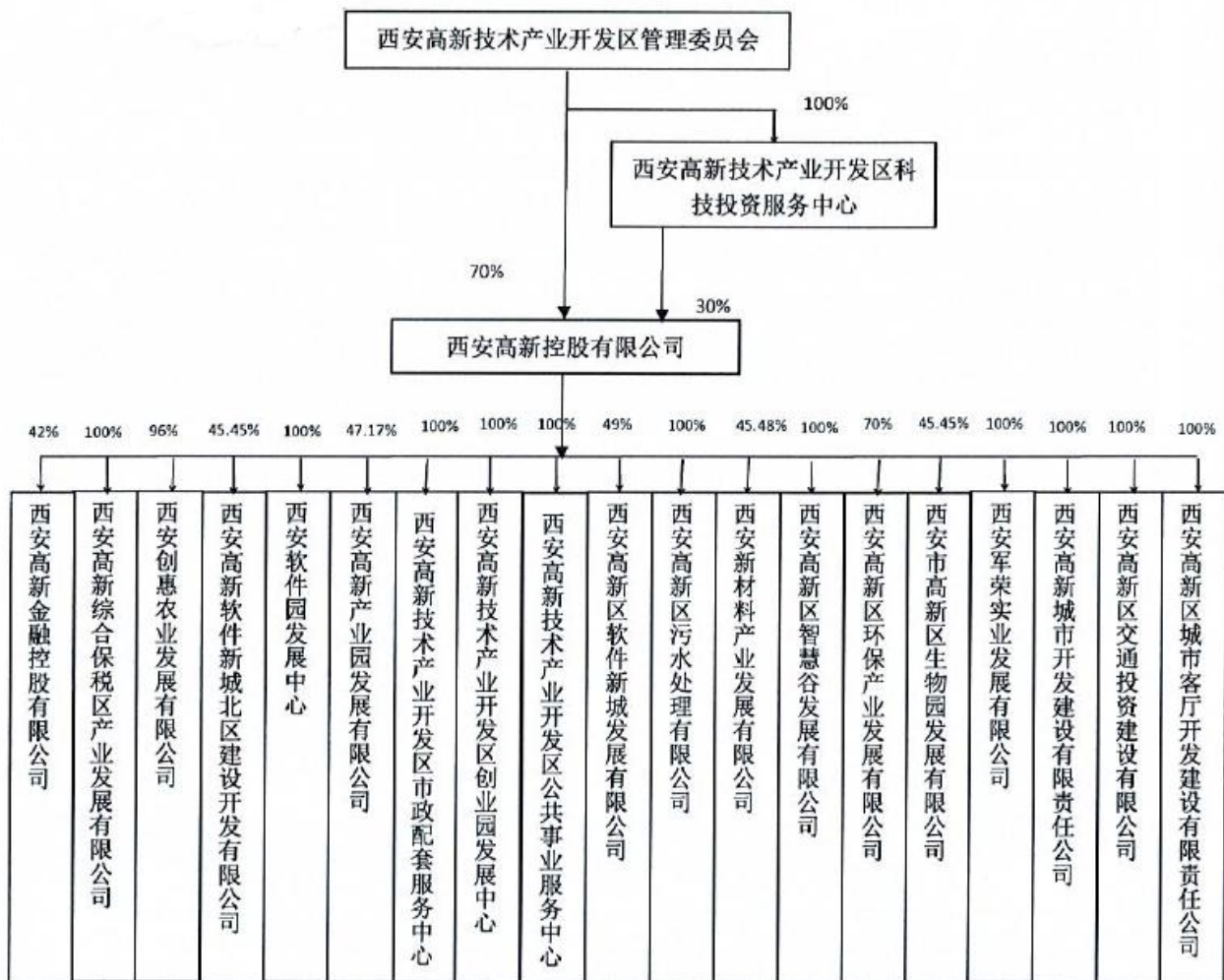
综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

结论

中诚信国际维持西安高新控股有限公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“14西安高新MTN001”、“16西安高新MTN001”、“16西安

高新 MTN002”、“16 西安高新 MTN003”、“17 西安高新 MTN001”、“17 西安高新 MTN002”、“17 西安高新债 01/17 西高 01”、“18 西安高新债 01/18 西高 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：西安高新控股有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



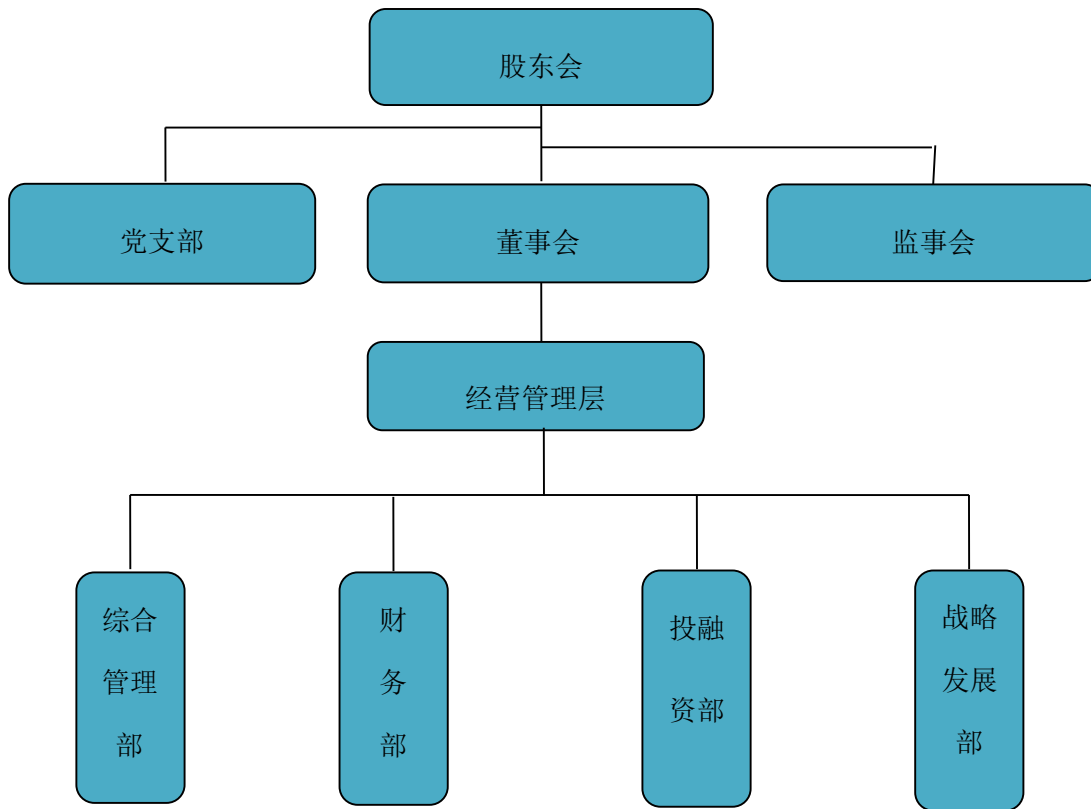
注：1、公司通过股权划转方式取得的子公司西安高新技术产业开发区创业园发展中心、西安高新技术产业开发区公共事业服务中心、西安软件园发展中心、西安高新技术产业开发区市政配套服务中心尚未完成工商变更登记，股东仍为西安高新技术产业开发区管理委员会。

2、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、西安高新金融控股有限公司五家公司股权比例低于 50%，除西安高新金融控股有限公司外，其余 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；西安高新金融控股有限公司第一大股东为西安高新控股有限公司，公司全资子公司西安高新技术产业开发区创业园发展中心持有西安高新金融控股有限公司 10.1% 股权，故公司对其合计持股比例超过 50%。

3、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 2019 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)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	2,250,385.89	2,035,275.42	755,269.08	1,422,587.55
应收账款	390,951.46	468,347.88	504,337.92	503,347.14
其他应收款	1,217,383.07	1,390,303.90	2,544,277.16	2,744,224.51
存货	2,015,385.61	3,521,813.07	4,600,220.61	4,715,518.88
可供出售金融资产	132,685.45	136,298.20	168,798.20	232,912.99
长期股权投资	381.02	380.27	241.31	271,212.82
在建工程	4,018,371.16	3,675,409.59	3,658,741.19	3,763,742.95
无形资产	27,874.60	27,229.32	27,445.37	27,286.15
总资产	10,918,473.85	12,125,602.80	13,155,266.34	14,776,835.95
其他应付款	83,574.68	76,247.78	190,467.36	367,596.32
短期债务	767,507.66	1,301,679.24	3,353,461.32	3,514,855.90
长期债务	5,917,233.35	6,377,641.12	5,198,130.25	6,296,732.98
总债务	6,684,741.01	7,679,320.35	8,551,591.57	9,811,588.88
总负债	7,081,345.98	8,105,209.20	9,123,959.13	10,334,299.51
费用化利息支出	96,664.42	145,662.22	160,103.81	48,613.89
资本化利息支出	295,539.47	376,615.77	323,928.82	94,264.56
实收资本	113,000.00	113,000.00	113,000.00	113,000.00
少数股东权益	55,638.31	56,782.10	57,021.75	260,155.83
所有者权益合计	3,837,127.87	4,020,393.59	4,031,307.22	4,442,536.44
营业总收入	350,073.10	277,263.24	278,333.56	12,194.32
经营性业务利润	-27,304.39	18,455.60	18,682.21	-3,103.03
投资收益	241.60	273.84	-107.62	0.00
营业外收入	79,507.44	106.88	388.39	0.45
净利润	47,701.42	10,956.11	12,536.37	-3,141.55
EBIT	143,741.79	155,621.58	174,339.82	45,501.81
EBITDA	156,076.60	168,101.88	187,225.39	-
销售商品、提供劳务收到的现金	171,845.53	52,679.25	240,012.12	9,767.24
收到其他与经营活动有关的现金	127,092.81	175,285.67	127,415.68	306,646.67
购买商品、接受劳务支付的现金	1,238,190.62	159,227.93	1,102,525.88	652,324.54
支付其他与经营活动有关的现金	44,832.13	40,999.56	84,667.97	176,969.96
吸收投资收到的现金	683,036.89	172,390.00	0.00	0.00
资本支出	370,071.54	945,833.00	126,883.11	52,693.75
经营活动产生现金净流量	-999,474.90	11,452.15	-835,560.14	-518,312.56
投资活动产生现金净流量	-297,258.64	-1,074,642.60	-894,537.54	-75,774.47
筹资活动产生现金净流量	1,112,369.77	851,890.14	434,439.37	1,275,669.26
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率 (%)	3.53	4.90	3.81	54.90
三费收入比 (%)	9.82	28.65	26.11	238.06
应收类款项/总资产 (%)	14.83	15.48	23.36	22.47
收现比 (X)	0.49	0.19	0.87	0.80
总资产收益率 (%)	1.41	1.35	1.38	-
流动比率 (X)	5.92	4.87	2.29	2.38
速动比率 (X)	3.92	2.59	1.05	1.20
资产负债率 (%)	64.86	66.84	69.36	69.94
总资本化比率 (%)	63.53	65.64	67.96	68.83
长短期债务比 (X)	0.13	0.20	0.65	0.56
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.15	0.00	-0.10	-
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-1.30	0.01	-0.25	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-2.55	0.02	-1.73	-3.63
总债务/EBITDA (X)	42.83	45.68	45.68	-
EBITDA/短期债务 (X)	0.20	0.13	0.06	-
货币资金/短期债务 (X)	2.93	1.56	0.23	0.40
EBITDA 利息倍数 (X)	0.40	0.32	0.39	-

注：1、公司各期财务报表均依据新会计准则编制；2、中诚信国际债务统计口径包含长期应付款和其他非流动负债中有息债务，并将应付债券中的短期融资券调整至短期债务，以准确计算债务指标；3、公司未提供 2019 年一季度现金流量补充表，因而相关财务指标无效。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

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

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

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

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/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/(费用化利息支出+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 级及以下等级外，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：债项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 级及以下等级外，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，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。