



2021年第一期西安世园投资(集团) 有限公司公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

技术领先，服务全球，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員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com



2021年第一期西安世园投资（集团） 有限公司公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级

AA

评级展望

稳定

债券信用等级

AA+

评级日期

2021-4-16

评级观点

- 中证鹏元评定西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“世园集团”或“公司”）本次拟发行总额不超过 8 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到西安市经济保持较快发展，综合经济实力较强；浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，经济实力不断提升，公司后续收入较有保障，且得到很大力度的外部支持，国有土地使用权抵押担保提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性一般，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 8 亿元

发行期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期第 3-7 年末分别按照发行总额 20%的比例偿还本金

发行目的：募集资金总额为不超过 8 亿元，其中 2 亿元用于西安丝路国际会议中心项目，6 亿元用于补充营运资金

增信方式：国有土地使用权抵押担保

未来展望

- 预计公司后续收入较有保障，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2019	2018	2017
总资产	347.31	261.89	188.23
所有者权益	138.87	94.64	58.92
总债务	156.91	137.29	115.35
资产负债率	60.01%	63.86%	68.70%
现金短期债务比	0.65	1.24	1.17
营业收入	13.45	11.47	11.76
其他收益	0.19	0.14	0.97
利润总额	1.91	1.74	0.96
销售毛利率	12.33%	3.32%	10.05%
EBITDA	2.38	2.31	1.53
EBITDA 利息保障倍数	0.27	0.36	0.26
经营活动现金流净额	6.42	-16.65	-9.66
收现比	1.58	1.33	0.57

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘玮

liuw@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松

chenjs@cspengyuan.com

联系电话：010-66216006

优势

- **得益于五大主导产业发展带动，西安市经济保持较快发展，综合经济实力较强；浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，经济实力不断提升。**得益于高新技术产业、装备制造业、旅游产业、现代服务业、文化产业等五大主导产业发展带动，2018-2020年西安市地区生产总值持续增长，按可比价格计算，增速分别为8.2%、7.0%和5.2%；浐灞生态区是国家级绿色生态示范区、生态文明先行示范区，2018-2019年浐灞生态区地区生产总值增速分别为15.1%、6.6%，为公司发展提供了良好的基础。
- **预计公司后续收入较有保障。**公司是浐灞生态区重要的基础设施项目建设主体，承担了大量项目建设工作，截至2019年末公司主要在建项目计划总投资22.77亿元，另有部分房地产项目已对外预售金额合计19.94亿元，且在建自营项目可销售面积约18万平方米，预计后续收入较有保障。
- **公司获得的外部支持力度很大。**2018-2019年公司股东多次通过注入资金、资产等方式向公司增资，合计增加公司实收资本60.06亿元、增加资本公积2.23亿元；此外，2017-2019年公司分别获得政府补助2,011.53万元、1,413.40万元和1,932.80万元。
- **国有土地使用权抵押担保提升了本期债券的信用水平。**公司以评估价值245,906.47万元（估价日期：2020年4月1日）的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，按本期债券发行规模8亿元、利率7%测算，评估价值为本期债券发行规模及一年应付利息的2.87倍，提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性一般。**公司资产以应收账款、土地和项目成本为主，2019年末公司应收账款账面价值为68.49亿元，占资产总额比重19.72%，对资金形成较大占用，且回款时间易受当地财政资金安排影响，存在较大不确定性，此外公司资产中土地及项目成本占比较大，集中变现能力弱，整体资产流动性一般。
- **公司主要在建项目尚需投资金额较大，面临较大的资金压力。**截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资62.11亿元，面临较大资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至2019年末，公司总债务余额156.91亿元，占负债总额的比重为75.28%，其中一年内到期的总债务余额为42.90亿元；2019年EBITDA利息保障倍数仅为0.27，公司面临较大偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保余额47.92亿元，担保金额较大且未设置反担保措施，公司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
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



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2020年末，公司注册资本为142.99亿元，实收资本为139.85亿元。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，其中西安浐灞生态区管理委员会持股比例为81.54%，为公司控股股东及实际控制人，股权结构图见附录二。

公司作为西安浐灞生态区重要的国有资产运营和市政基础设施建设主体之一，承担着当地基础设施项目的投资、融资、建设、运营和管理等职能。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共9家，子公司情况详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2021年第一期西安世园投资（集团）有限公司公司债券；

发行总额：不超过8亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，前2年每年应付利息单独支付，后5年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付；

增信方式：公司以其合法拥有的一宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，土地面积为172,966.5平方米，评估价值为245,906.47万元（估价日期：2020年4月1日）。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过8亿元，其中2亿元用于西安丝路国际会议中心项目（募集资金占该项目总投资的比例为5.55%），6亿元用于补充营运资金。

1、项目建设内容

该项目建设及运营主体均为公司本部，项目占地约157.61亩，总建筑面积约207,112平方米，主要以会议、宴会功能为主，并设置有配套办公、停车场等功能。地上主体共三层，功能包括宴会厅、多功能厅和会议厅。该项目总投资约360,445.00万元。

2、项目审批情况

该项目已经有关部门批复同意实施，具体批复情况如下：

表1 募投项目批复文件

批准文件名称	批准文件号	批准部门
《关于西安丝路国际会议中心项目节能报告的批复》	西浐灞发[2018]30 号	西安浐灞生态区管理委员会
《西安市重大项目社会稳定风险系统评估备案报告表》	-	中共西安市委维护稳定工作领导小组办公室
《关于西安丝路国际会议中心建设项目环境影响报告表的批复》	市浐灞环评[2018]9 号	西安市环境保护局浐灞分局
《关于西安丝路国际会议中心建设项目可行性研究报告的批复》、《关于西安丝路国际会议中心建设项目建设内容变更的批复》	西浐灞发[2018]26 号、西浐灞发[2019]78 号	西安浐灞生态区管理委员会
国有土地使用权证	陕（2019）西安市不动产权第0200531 号	西安市自然资源和规划局
建设用地规划许可证	浐灞规地字第[2019]003（换）号	西安市自然资源和规划局
建筑工程规划许可证	浐灞规建字第 [2019]024（换）号	西安市自然资源和规划局
建筑工程施工许可证	610141201812140101	西安市城乡建设委员会

资料来源：公司提供

3、项目投资进度

截至2020年末，该项目主体部分钢结构、幕墙、金属屋面工程已基本完成施工，相关会议机电、配电、装修以及会议中心室外工程、外围配套设施建设等正在完善中，项目施工的工程进度为92.48%，公司已经支付25亿元工程款，项目投资款支付进度约为69.36%，项目预计在2021年6月末之前完成竣工决算，并支付剩余工程款。

4、项目经济效益

该项目收入主要分为宴会厅出租收入、多功能厅出租收入、会议室出租收入、办公区及同声传译室出租收入和停车及商务收入。假设本期债券于2021年发行，根据《西安丝路国际会议中心可行性研究报告》，预计募投项目在债券存续期间可累计形成14.86亿元的收入。值得关注的是，由于疫情影响募投项目竣工决算时间有所推迟，且后续出租率及出租价格存在不达预期的可能。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，

全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导资金服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有



所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。10月，国办发[2018]101号文明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

得益于五大主导产业发展带动，西安市经济保持较快发展，综合经济实力较强

西安市是陕西省省会，是国家明确建设的3个国际化大都市之一、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、联合国教科文组织1981年确定的“世界历史名城”。西安市是“一带一路”上的重要支点城市、新亚欧大陆桥中国段的西部中心城市，位于中国的几何中心和大地原点，地处关中平原中部，北濒渭河，南依秦岭，八水绕长安。全市下辖新城、碑林、莲湖、雁塔、灞桥、未央、阎良、临潼、长安、高陵、鄠邑11个区，蓝田、周至2个县。西安市总面积1.01万平方公里，市区规划面积865平方公里，城市建成区面积565.75平方公里，截至2019年末，全市常住人口1,020.35万人。

近年来，西安市委、市政府确立了“五大主导产业”（高新技术产业、装备制造业、旅游产业、现代服务业、文化产业）的发展重点和“五区一港两基地”（国家级西安高新技术产业开发区、国家级西安经济技术开发区、曲江国家文化产业示范园区、浐灞生态区、沣东新城、西安国际港务区、西安阎良国家航空高技术产业基地、西安国家民用航天产业基地）的发展格局。2018-2020年，西安市地区生产总值分别为8,349.86亿元、9,321.19亿元和10,020.39亿元，按可比价格计算，增速分别为8.2%、7.0%和5.2%，增速持续放缓，三次产业结构由2018年的3.1：35.0：61.9调整为2020年的3.1：33.2：63.7，第三产业是区域主导产业，且其对经济增长的贡献不断提升。2020年西安市人均GDP为98,205元，为同期全国人均GDP的135.55%，经济发展水平较好。

2018-2020年西安市固定资产投资增速分别为8.4%、1.1%和12.3%，固定资产投资增速波动较大，2020年西安市固定资产投资增速较快，主要是工业投资增速较快，其中信息传输、软件和信息技术服务业工业投资同比增加29.6%。2018-2020年西安市社会消费品零售总额增速分别为9.6%、6.0%和-2.9%，受2020年第一季度新冠疫情影响，2020年全年西安市社会消费品零售总额同比下滑2.9%，但全年降幅比前三季度收窄2.7个百分点。

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》等大唐文华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，曲江新区荣获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。

表2 西安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	10,020.39	5.2%	9,321.19	7.0%	8,349.86	8.2%
第一产业增加值	312.75	3.0%	279.13	4.3%	258.82	3.3%
第二产业增加值	3,328.27	7.4%	3,167.44	7.6%	2,925.61	8.5%
第三产业增加值	6,379.37	4.2%	5,874.62	6.8%	5,165.43	8.3%
工业增加值	1,828.59	5.8%	1,868.86	6.6%	1,874.36	9.0%
固定资产投资	-	12.3%	-	1.1%	-	8.4%
社会消费品零售总额	4,989.33	-2.9%	-	6.0%	4,658.72	9.6%
进出口总额	3,473.8	7.2%	3,243.06	-1.8%	3,303.87	29.6%
存款余额	25,730.51	11.5%	23,340.84	9.8%	21,266.72	4.4%
贷款余额	25,559.04	14.8%	22,436.65	12.8%	19,891.60	16.0%
人均 GDP（元）	98,205		92,256		85,114	
人均 GDP/全国人均 GDP	135.55%		130.14%		131.67%	

注：“-”表示数据未公开披露；2020 年人均 GDP 按照 2019 年末常住人口计算。

资料来源：西安市 2018-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年西安市实现一般公共预算收入724.14亿元，同比增长3.1%，实现政府性基金收入1,207.32亿元，同比增长26.6%。2020年西安市一般公共预算支出1,347.58亿元，同比增长8.1%。

浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，经济实力不断提升

浐灞生态区位于西安城区东部，北到渭河，南到绕城高速，包括浐、灞两河两岸的南北向带状区域，规划总面积129平方公里，其中集中治理区89平方公里。浐灞生态区是国家级绿色生态示范区、生态文明先行示范区。2018-2019年浐灞生态区地区生产总值均保持增长，但增速有所下降。2018-2019年浐灞生态区第二产业增加值增速保持上升趋势，但第三产业增加值增速呈现下降趋势。2018-2019年浐灞生态区工业增加值分别为2.02亿元、10.04亿元，保持增长趋势。2019年浐灞生态区固定资产投资增速有所下降，为-11.2%。2019年浐灞生态区社会消费品零售总额增速为6.9%。

2020年1-9月，浐灞生态区GDP增速较2019年全年增速有所下滑；分产业看，第二产业增加值增速仍保持较高水平，但第三产业增加值增速处于较低水平。2020年1-9月，浐灞生态区实现固定资产投资增速较高，为17.4%。2020年1-9月，浐灞生态区社会消费品零售总额增速较2019年全年增速略有下降。

表3 浐灞生态区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	224.51	5%	278.69	6.6%	141.74	15.1%
第二产业增加值	75.97	12%	100.06	11.3%	42.59	7.6%
第三产业增加值	148.54	1.6%	178.63	4.3%	99.15	18.3%
工业增加值	-	-	10.04	-	2.02	-
固定资产投资	295.28	17.4%	434.17	-11.2%	489.18	9.2%
社会消费品零售总额	299.37	6.2%	-	6.9%	180.32	13.2%

资料来源：浐灞生态区 2018 年国民经济和社会发展统计公报、浐灞生态区政府网站公开的《浐灞生态区 2019 年经济社会发展情况》、《2020 年三季度国民经济社会发展情况》，中证鹏元整理

2020年浐灞生态区实现公共财政收入24.29亿元，同比增长3.81%。

五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求制定了《公司章程》，根据《公司章程》规定，公司设股东会，是公司的权利机构，股东会由全体股东组成，即浐灞管委会、西安市浐灞河发展有限公司和西安浐灞城市投资建设有限公司，按其出资比例行使表决权，负责决定公司经营方针和投资计划、选举和更换由职工代表担任的董事、监事，审议公司董事会报告、监事会报告、年度财务预决算方案等。

公司设董事会，成员为3人，董事由股东会选举产生，每届任期3年，任期届满，连选可以连任，设董事长1人，由董事会选举产生。董事会对股东会负责，并行使召集股东会议、向股东会报告工作，执行股东会决议，决定公司经营计划和投资方案等职权。董事会所议事项应由半数以上的董事通过方为有效。公司设总经理1名，由董事会决定聘任或解聘，总经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实

施公司年度经营计划和投资方案等。

公司设监事会，设监事5名，其中职工监事人数不少于三分之一，监事会主席由股东任命，监事任期每届三年，任期届满，连选可以连任，监事会负责检查公司财务，对董事、高级管理人员进行监督。

为规范日常经营活动，公司设立了投资策划部、财务审计部、综合管理部、合同预算部、建设管理部，组织架构图见附录三。

六、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工程代建，此外还从事园区运营管理等业务，2019年公司部分房地产项目达到确认收入条件，当期新增房屋销售业务收入2.72亿元。公司其他收入主要来源于酒店经营、物业管理、租赁、交通运输等，并曾于2017年开展土地转让业务，受业务结构变动影响，近年公司营业收入略有波动，毛利率水平波动较大。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	134,402.02	12.35%	114,685.40	3.32%	116,689.34	9.60%
代建工程	77,966.08	7.00%	77,594.10	5.04%	60,815.15	4.49%
房屋销售	27,194.06	23.42%	0.00	-	0.00	-
园区运营管理	7,918.71	33.50%	9,329.54	30.00%	10,546.51	31.11%
转让土地使用权	0.00	-	0.00	-	29,942.48	17.17%
其他	21,323.18	9.93%	27,761.76	-10.46%	15,385.20	0.27%
其他业务	113.30	-7.35%	4.77	100.00%	868.36	70.74%
合计	134,515.33	12.33%	114,690.18	3.32%	117,557.70	10.05%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司代建业务收入持续增长，部分在建项目已签订代建协议，预计收入仍有一定持续性

公司主要从事灞河右岸区域的项目建设等工作。公司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”）签订的《2011西安世园会会址及基础配套工程委托代建合同书》，公司对世园会会址及周边基础设施配套项目进行代建，土储中心以项目工程决算金额的一定比例向公司支付代建管理费，当期代建工程投入及代建管理费经业主单位审核确认后按季度计取并支付。公司按照业务单位审定的工程进度来确认代建工程成本，并加计一定比例代建管理费，上述两项之和为代建工程收入。

模式二为根据公司与西安市土地储备中心浐灞分中心（以下简称“土储浐灞分中心”）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》，土储浐灞分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*3,700元/平方米+建设补助资金）由土储浐灞分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。

表5 公司代建业务收入确认情况（单位：亿元）

年份	项目名称	代建成本	代建收入
2019 年	世园会会址及基础设施配套项目	7.25	7.80
2018 年	世园会会址及基础设施配套项目	7.37	7.76
2017 年	浐灞廉租房项目	1.13	1.16
2017 年	世园会会址及基础设施配套项目	4.67	4.92

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

2017-2019年公司分别实现代建业务收入6.08亿元、7.76亿元和7.80亿元，收入水平持续提升，但近年代建业务回款情况欠佳，应收账款规模持续增长。毛利率方面，由于项目加成比例不同且2017年浐灞廉租房项目毛利率较低，导致公司近年代建业务毛利率有一定差异。

截至2019年末，公司主要代建项目计划总投资22.77亿元，尚需投资8.48亿元，均已签订代建合同，预计后续公司代建业务仍有一定持续性，其中浐灞廉租房项目已投资8.50亿元，已全部结转确认收入。

表6 截至 2019 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
浐灞廉租房项目	10.00	8.50
郭渠村安置房建设项目	6.78	5.00
灞桥堡村安置房建设项目	0.73	0.65
浐灞生态区集中配建租赁型保障房	5.26	0.14
合计	22.77	14.29

资料来源：公司提供

2019年公司实现房屋销售业务收入，目前已销售尚未结转金额较大且剩余可售面积较多，预计将继续为公司带来一定收入，但在建项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力，且需关注当地房地产市场景气度对公司业务影响

公司房屋销售业务主要由公司本部及子公司西安世园置业有限公司负责，公司项目主要位于西安市浐灞区。2019年丝路国际创意梦工厂（一期）项目达到结转收入条件，结转房屋销售收入2.72亿元。除该项目外，世园樾府项目、滨河酒店配套二期、世园锦绣建设项目等也已开始对外销售，2019年末公司合计预收房屋销售款19.94亿元，待项目达到确认收入条件后，可为公司带来较大规模的房屋销售收入。2019年末上述项目建成后剩余可销售面积超过12万平方米，此外公司在建的西安浐灞生态区自贸中心项目为商业综合体，包括酒店、办公、商业、酒店等业态，其中两座公寓计划对外销售，可售面积5.8万平方米。公司可对外销售房屋规模较大，该业务有一定持续性，但需关注房地产市场景气度对该业务影响。

表7 截至 2019 年末公司在售项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建设内容	可销售面积	已销售面积	已销售金额	2019 年结转房屋销售收入
世园樾府项目	住宅+ 商铺	住宅:8.60; 商铺:0.46	住宅:8.57; 商铺: 0.00	11.50	0.00
丝路国际创意梦工厂（一期）项目	商铺	2.53	1.98	2.95	2.72
滨河酒店配套二期	住宅	6.30	6.30	5.16	0.00
世园锦绣建设项目	住宅+ 商铺	住宅:14.49	4.08	3.25	0.00

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2019年末，公司在建自营项目如下表，除房地产项目外，本期债券募投项目、西安丝路国际会展中心、西安丝路国际会议中心（东区）和世园滨河精品酒店项目计划通过出租的方式实现收入，2019年末在建自营项目计划总投资178.71亿元，尚需投资53.63亿元，叠加代建项目资金缺口，公司主要在建项目合计尚需投资62.11亿元，尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力。

表8 截至 2019 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
丝路国际创意梦工场（一期）项目	8.00	7.79
世园樾府项目	7.50	5.60
西安浐灞生态区自贸中心	19.50	3.61
世园滨河精品酒店项目	9.80	2.83
滨河酒店配套二期项目	5.80	2.75
世园锦绣建设项目	11.00	4.51
西安丝路国际会展中心	44.07	36.76
西安丝路国际会议中心	36.04	30.96
西安丝路国际会议中心（东区）	37.00	30.27
合计	178.71	125.08

资料来源：公司提供

公司还从事世园会园区运营管理等业务，是公司收入的有益补充

公司园区运营业务主要由子公司西安世博园运营管理有限公司（以下简称“运营公司”）负责，根据浐灞管委会与运营公司签订的《西安世博园景区委托管理协议》等相关协议，运营公司受托对世博园园区进行日常运营以及资产管理，管委会按照一定的比例支付管理、维修维护等费用。具体来看，公司园区运营管理业务包括园区管理和园区租赁两部分，其中园区管理收入为该项业务收入的主要来源。管理维护包括保安、保洁、绿化等，所产生的成本由浐灞管委会审核后确认，公司在成本的基础上加计一定比例的费用确认为园区管理收入；租赁收入主要来源于园区内房屋、设备等租赁。2017-2019年，公司分别确认园区运营管理收入10,546.51万元、9,329.54万元和7,918.71万元，由于管理园区面积持续减少

等原因，收入规模持续下降。

近年公司其他业务包括通过子公司西安世园旅游汽车有限公司开展的出租车营运和公交运输业务，截至2019年末公司拥有出租车300辆、公交线路6条、公交车71辆，运营范围为西安市内。此外，其他收入还包括通过子公司西安世园物业管理有限公司开展的物业管理业务，通过子公司西安灞柳驿酒店有限公司开展的酒店管理业务等，但部分业务公益性较强，导致其他业务毛利率波动明显。

公司曾于2017年实现转让土地收入，且2017-2018年连续获得土地处置收益，但土地业务易受当地政府安排影响，存在一定不确定性

2017年公司对外出售了编号为CB3-6-139、CB3-6-140和CB3-6-142的三块土地，实现土地使用权转让收入2.99亿元，计入营业收入。转让土地总面积为79,248平方米，土地性质均为住宅用地。

根据土储浐灞分中心及土储中心与公司签订的相关协议，公司将持有的部分土地交由上述政府单位储备，相关单位给予公司一定补偿，2017-2018年公司分别通过处置土地实现资产处置收益7,733.32万元和30,720.29万元。截至2019年末公司存货中土地资产账面价值37.59亿元，扣除拟用于本期债券抵押的土地后，未抵押土地账面价值合计32.68亿元，但由于公司根据浐灞管委会安排和公司经营情况对可售土地进行转让，该业务存在一定不确定性。

公司获得很大力度的外部支持

自成立以来，公司股东持续给予公司支持，曾于2008年、2009年、2010年、2015年、2018年、2019年多次向公司增资，推动公司实收资本由3,000.00万元增加至2019年末的113.06亿元。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资产的差额，调增公司资本公积和长期股权投资2.26亿元，截至2019年末公司资本公积为2.26亿元。

表9 近年公司获得的资金、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	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 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

此外，2017-2019年公司分别获得垃圾分类项目扶持资金、公交车投入性补贴等政府补助2,011.53万元、1,413.40万元和1,932.80万元，一定程度提升了公司利润水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017-2018年公司合并范围无变化，2019年新设立子公司西安世园润盈置业有限公司，截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共9家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收款项对资金形成较大占用，且项目成本、土地等规模较大，整体资产流动性一般

随着股东注资及融资规模扩大，近年公司资产规模持续增长，2019年末资产总额347.31亿元，较2017年末增长84.51%；公司资产以流动资产为主，但由于2019年公司将部分项目成本调整至在建工程科目，流动资产占资产总额的比重由2017年末的88.51%下降至2019年末的58.31%。

2019年末公司货币资金28.03亿元，主要为银行存款，其中包括10.00万元使用受限的银行承兑保证金。2019年末公司应收账款68.49亿元，占资产总额的19.72%，主要应收对象为当地政府下设机构，其中应收西安浐灞生态区土地储备中心项目款59.58亿元，近年公司业务获现情况不佳，应收账款持续增长，对资金形成较大占用，且公司应收账款回款时间易受当地财政资金安排影响，存在较大不确定性。2018年末公司预付款项为19.18亿元，主要为预付西安丝路国际会展中心有限公司的项目建设款，随着项目推进，2019年末该项目成本转入在建工程科目核算。公司存货主要为土地及项目成本，2019年末土地资产账面价值37.59亿元，使用权类型均为出让，用途包括住宅、商业金融、文化用地等，2019年末公司存货账面价值大幅增长主要系浐灞生态区管委会向公司注入土地以及项目投入增加。公司投资性房地产包括四块土地，系2018年经公司董事会决议，将公司本部及子公司西安世园实业有限公司作为存货的部分土地转为投资性房地产，采用公允价值计量模式核算，根据陕长评报字（2020）第002号、陕长评报字（2020）第003号评估报告，CB2-1-5、CB2-1-6两宗土地的评估价值为18.88亿元（评估基准日：2019年12月31日），CB3-4-94、CB3-4-95两宗土地的评估价值为18.34亿元（评估基准日：2019年12月31日），其中账面价值3.89亿元的土地已用于抵押。2019年末公司在建工程项目账面价值63.87亿元，主要系转入在建工程科目的丝路会展中心项目，2019年末该项目账面价值63.82亿元。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	28.03	8.07%	38.96	14.88%	23.26	12.36%
应收账款	68.49	19.72%	63.13	24.11%	60.46	32.12%
预付款项	1.71	0.49%	19.18	7.32%	2.13	1.13%
存货	95.34	27.45%	62.08	23.70%	65.14	34.61%
流动资产合计	202.51	58.31%	192.43	73.48%	166.60	88.51%
投资性房地产	37.23	10.72%	35.36	13.50%	-	0.00%
在建工程	63.87	18.39%	0.01	0.01%	0.23	0.12%
非流动资产合计	144.79	41.69%	69.46	26.52%	21.63	11.49%
资产总计	347.31	100.00%	261.89	100.00%	188.23	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，公司资产规模持续增长，但主要以应收账款、项目成本及土地为主，截至2019年末公司部分货币资金及土地使用受限，账面价值合计5.75亿元，占资产总额的比重为1.66%，整体资产流动性一般。

收入质量与盈利能力

公司营业收入略有波动，部分在建项目已签订代建协议且部分自建项目已预售，预计未来收入仍有一定保障；得益于资产处置收益及公允价值变动收益，近年公司利润水平持续增长，但需关注土地市场波动对公司利润水平的影响

公司主要负责灞河右岸区域的项目建设工作，其中代建业务是公司收入的主要来源，此外公司收入还包括园区运营以及物业管理、租赁、交通运输等业务，2019年公司部分前期预售的房地产项目达到确认收入条件，新增房屋销售收入，推动收入规模提升。2017-2019年，公司分别实现营业收入11.76亿元、11.47亿元和13.45亿元，目前公司部分在建项目已签订代建协议且部分自建项目已预售，预计未来收入仍有一定保障。毛利率方面，由于公司代建业务不同模式回报率差异、2017年土地转让业务和2019年房屋销售业务盈利能力较强等原因，近年公司销售毛利率有所波动。得益于公司房地产项目开始预售，2017-2019年公司收现比不断提高，2019年为1.58，主业回款能力较好。

2017-2019年，公司分别获得垃圾分类项目扶持资金、公交车投入性补贴等政府补助2,011.53万元、1,413.40万元和1,932.80万元，一定程度提升了公司利润水平。此外，2017年、2018年公司分别获得处置收储土地收益7,733.32万元和30,720.29万元，2019年公司投资性房地产中的四块土地评估增值18,715.92万元，计入公允价值变动收益，占利润总额比重较大。

受以上因素综合影响，2017-2019年公司利润水平持续增长，分别实现利润总额9,553.91万元、17,373.75万元和19,058.50万元，但近年利润对土地市场情况有较大依赖，需关注土地市场波动对公司利润水平的影响。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
------	--------	--------	--------

营业收入	13.45	11.47	11.76
收现比	1.58	1.33	0.57
公允价值变动收益	1.87	0.00	0.00
资产处置收益	-0.08	3.07	0.77
营业利润	1.92	1.74	0.99
其他收益	0.19	0.14	0.19
利润总额	1.91	1.74	0.96
销售毛利率	12.33%	3.32%	10.05%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

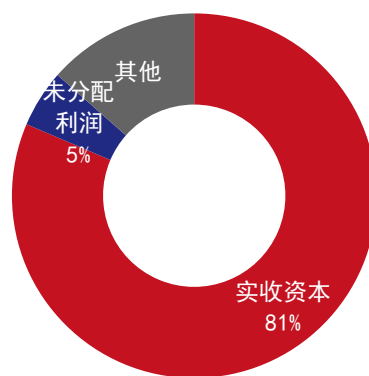
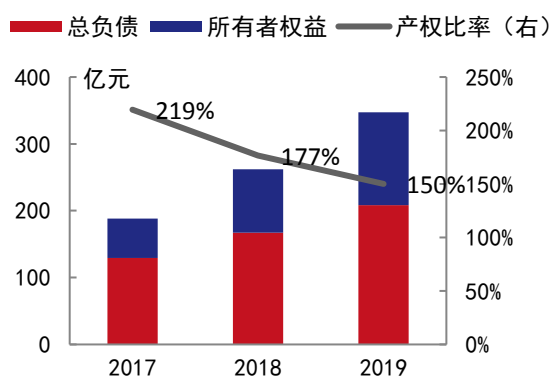
资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增加，偿债能力指标较弱，面临较大偿债压力

为配合业务发展，近年公司融资规模持续增长，负债总额由2017年末的129.31亿元增加至2019年末的208.44亿元。从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，2019年末非流动负债占比为57.45%。得益于政府注资计入实收资本及公司利润累积，近年公司所有者权益持续大幅增长，由2017年末的58.93亿元增长至2019年末的138.87亿元。2019年末公司所有者权益主要为实收资本，实收资本占所有者权益的比重为81%。2017-2019年公司产权比率不断下降，但所有者权益对负债的覆盖程度仍有限。

图 1 公司资本结构

图 2 2019 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司短期借款3.60亿元，其中抵押借款3.00亿元，抵押物为公司土地使用权。公司预收款项主要为世园樾府等项目形成的商品房预收款19.94亿元和预收土储中心安置房建设款项2.27亿元。2019年末公司一年内到期的非流动负债余额39.30亿元，包括一年内到期的长期借款15.76亿元、长期应付款7.44亿元和应付债券16.10亿元。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	3.60	1.73%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
预收款项	22.31	10.70%	9.89	5.91%	0.73	0.57%
一年内到期的非流动负债	39.30	18.86%	31.53	18.85%	19.92	15.41%
流动负债合计	88.69	42.55%	56.55	33.81%	33.63	26.01%
长期借款	58.27	27.96%	40.60	24.28%	52.75	40.80%
应付债券	47.43	22.75%	49.19	29.41%	24.20	18.72%
长期应付款	8.52	4.09%	16.17	9.67%	18.68	14.45%
非流动负债合计	119.74	57.45%	110.70	66.19%	95.68	73.99%
负债合计	208.43	100.00%	167.25	100.00%	129.31	100.00%

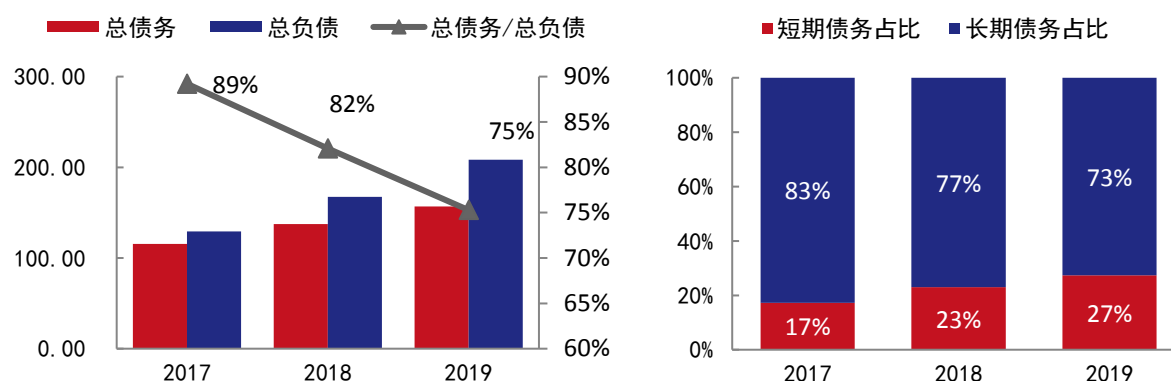
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司长期借款余额有所波动，2019年末余额为58.27亿元，包括保证借款32.07亿元、信用借款24.11亿元、抵押借款1.75亿元和质押借款0.34亿元，其中抵押物为公司土地使用权，质押物为项目收益权。2019年末公司存续期债券包括“14世园投资债”等9期债券，扣除一年内到期部分余额合计47.43亿元。2019年末公司长期应付款包括以融资租赁款余额8.31亿元和专项应付款0.20亿元，其中专项应付款为会展中心启动资金拨款。

随着外部融资规模扩大，近年公司总债务余额持续增长，2019年末公司总债务余额为156.91亿元，较2017年末增长36.03%；其中长期债务占比较高，公司长期债务压力较大。

图 3 公司债务占负债比重（单位：亿元）

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率为60.01%，近年持续下降；短期偿债指标方面，近年公司现金短期债务比略有波动，2019年末为0.65，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱。主要由于总债务规模持续增长，2019年公司EBITDA利息保障倍数有所下降，仅为0.27，EBITDA对总债务本息保障程度很弱，公司面临较大债务压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	60.01%	63.86%	68.70%

现金短期债务比	0.65	1.24	1.17
EBITDA 利息保障倍数	0.27	0.36	0.26

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、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2017年1月1日至报告查询日（2021年3月29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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额为47.92亿元，被担保对象虽为当地国有企业西安市浐灞河发展有限公司，但担保规模较大且未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表14 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
西安市浐灞河发展有限公司	15,000.00	2021-10-30	否
	23,000.00	2021-7-4	否
	58,000.00	2021-9-24	否
	9,774.65	2022-9-29	否
	24,000.00	2021-12-26	否
	15,000.00	2022-3-9	否
	39,400.00	2022-3-28	否
	23,370.00	2021-5-30	否
	19,500.00	2022-3-15	否
	13,000.00	2022-3-25	否
	29,800.00	2023-6-15	否
	50,000.00	2023-9-20	否
	20,000.00	2022-6-30	否
	50,000.00	2021-9-26	否
	80,000.00	2023-7-31	否
	4,402.67	2021-8-29	否
合计	479,248.89	-	-

资料来源：公司提供

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，募投项目产生的收入及现金流入是本期债券本息偿付资金的主要来源。募投项目收入主要分为宴会厅出租收入、多功能厅出租收入、会议室出租收入、办公区及同声传译室出租收入和停车及商务收入。根据《西安丝路国际会议中心项目可行性研究报告》，预计募投项目在债券存续期间可累计形成14.86亿元的收入。值得关注的是，由于疫情影响募投项目竣工决算时间有所推迟，且募投项目后续出租率及出租价格存在不达预期的可能。

公司经营活动产生的现金流入也是本期债券还本付息资金的来源之一。代建业务是公司收入的主要来源，此外公司收入来源还包括房屋销售、园区运营以及物业管理、租赁、交通运输等业务。目前公司在建项目较多，部分项目已签订代建协议，部分自建房地产项目已预售，未来收入有一定保障。但在建项目尚需投资规模较大，需关注项目建设的资金压力。

同时公司可通过资产变现补充偿债资金。2019年末公司存货中土地账面价值37.59亿元，均未抵押，其中包括拟用于本期债券抵押增信的土地，其账面价值4.92亿元，扣除该块土地，未抵押土地账面价值合计32.68亿元，公司土地性质均为出让，用途包括住宅、商业金融、文化用地等，公司可通过土地抵押融资或变现获得必要的偿债资金，但未来需关注土地市场波动对其融资和变现能力产生的影响。

本期债券保障措施分析

国有土地使用权抵押担保可提升本期债券信用水平

1、资产抵押情况

公司以西安市浐灞区的一宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，土地登记用途为商业金融，使用权类型为出让，土地面积为172,966.5平方米，详见下表，该块土地计入公司存货科目，2019年末账面价值49,154.49万元。根据正衡房地产资产评估有限公司出具的《土地估价报告》（正衡土估字（2020）第018号）（估价日期：2020年4月1日），该地块实际开发程度为宗地红线外“七通”，宗地红线内“场地平整”，剩余使用年限30.16年，土地的评估价值为245,906.47万元，按本期债券发行规模8亿元、利率7%测算，评估价值为本期债券发行规模的3.07倍，为本期债券发行规模及一年应付利息的2.87倍。

表15 公司抵押资产情况（单位：平方米、万元）

国有土地使用权证	位置	面积	证载用途	评估价值
西浐灞国用（2010出）第022号	西安浐灞生态区灞柳东路以东	172,966.50	商业金融	245,906.47

资料来源：公司提供

根据《土地估价报告》，该地块四至为：东临世园村、南临世博园水系、西临灞柳东路、北临古希腊园林；距西安火车站约10.3公里，距灞桥站约1.6公里，距纺织城客运站约3.8公里，距地铁3号线浐灞中心站约1.9公里，所处区域主要有灞河东路、灞柳西路、广运大桥、东城大道等主次干道及多个公交站点，交通条件较好；周围分布有西安市灞桥区人民医院、中国建设银行、灞桥实验小学等医疗、金融、

教育机构，生活服务设施总体较为方便；所处区域有大时代商业广场等商服设施，周边多为临街商业，人口密度及人流量一般，商服繁华程度一般。

图 5 拟抵押土地位置



注：图中所标待估宗地为拟用于本期债券土地抵押增信地块。

资料来源：正衡房地产资产评估有限公司出具的《土地估价报告》（正衡土估字（2020）第 018 号）

2、抵押相关法律手续及抵押资产的监管

根据公司与开源证券股份有限公司（以下简称“**债权代理人**”）签订的《2020年西安世园投资（集团）有限公司公司债券国有土地使用权抵押合同》（以下简称“**抵押合同**”），抵押协议所担保的范围为主债权（发行的债券本金）以及由此产生的利息（包括债券利息、逾期利息和相关复利），以及违约金、损害赔偿金、手续费、保险费及其他为签订或履行抵押合同而产生的费用、以及公司实现担保权利和债券所产生的费用（包括但不限于处置费用、税费、诉讼费用、拍卖费、执行费、律师费、差旅费）。

在本期债券发行日10个工作日前（不含发行日当日），公司应在**债权代理人**的配合下向土地管理部门（原土地使用权登记管理部门）完成抵押资产的抵押登记手续，申领抵押凭证后立即将该抵押凭证连同抵押物之权属证明交给**债权代理人**或**债权代理人**指定的抵押资产监管人保管。抵押资产设定抵押的期限为本期债券存续期间或本期债券起息日至全部本息兑付完毕之日，二者期限如不一致，以较长者为抵押期限。

根据公司与**债权代理人**签订的《2020年西安世园投资（集团）有限公司公司债券抵押资产监管协议》（以下简称“**监管协议**”），在本期债券存续期内，公司应聘请适格资产评估机构对抵押资产的价值进行评估，公司聘请的资产评估机构应按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，年度评估报告的基准日为初次评估报告基准日在当年的对应日，年度评估报告的出具时间应不迟于该报告基准日期后的20个工作日。**债权代理人**有合理的理由认为需要对本期债券抵押资产的价值进行重新评估的，

应当向公司发出书面通知，公司应当在收到书面通知书之日起20个工作日内聘请适格资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。下列情形可以构成合理的理由：（1）抵押资产已经发生重大毁损；（2）根据市场行情，抵押资产已经发生显著贬值；（3）可能导致抵押资产价值发生显著贬值的其他情形。

3、抵押资产的追加、置换与释放

根据监管协议约定，抵押资产的总价值与本期债券未偿还本金及一年利息的比率（以下简称“抵押比率”）低于1.5时，债权代理人应在3个工作日内制作《追加抵押资产通知书》，加盖公章后送达公司，拟追加的抵押物资产的所有权人应为公司或其他主体，公司在收到《追加抵押资产通知书》后50个工作日内为追加的抵押资产进行价值评估并办理抵押登记，办理抵押登记时应当邀请债权代理人授权经办人员参加，并与债权代理人完成权利凭证的移交。公司未实现前述约定的，债权代理人可提交债权人会议讨论决定。追加的抵押资产如果为国有土地使用权或房屋所有权之外的其他种类的抵押资产，追加的抵押资产的监管方式由签订监管协议的各方另行协商。

在本期债券存续期间，公司因经营发展的需要，向债权代理人申请并经债权代理人同意后，可以置换相应的抵押资产，但应对拟置入抵押资产的价值进行评估，并保证评估价值不低于拟置换出抵押资产的评估价值。当抵押比率超过2时，公司有权申请抵押资产进行增值释放；本期债券足额还本付息后，所有的抵押资产经法定程序解除登记后释放。

综上所述，公司以西安浐灞生态区灞柳东路以东评估总价为24.59亿元的土地使用权为本期债券提供抵押担保。考虑到未来土地价格或存在波动，从而导致抵押比率变动，公司需每年聘请具有证券业务资格的评估机构进行评估，若抵押比率低于1.5时，公司需及时追加抵押资产，如果不能及时追加抵押，债权代理人可提交债权人会议讨论决定，追加的抵押资产如果为国有土地使用权或房屋所有权之外的其他种类的抵押资产，追加的抵押资产的监管方式由签订监管协议的各方另行协商。但由于抵押的土地使用权资产规模相对较大，能否按预期价格变现尚待观察。

考虑到本期债券采用了国有土地使用权抵押担保的增信措施并设置了以上抵押资产追加条款，国有土地使用权抵押担保的增信方式能提升本期债券的信用水平。

十、结论

综上，中证鹏元评定西安世园投资（集团）有限公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。



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，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，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以及偿债保障情况等因素，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。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

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，发行主体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不定期跟踪评级。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。

如发行主体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。

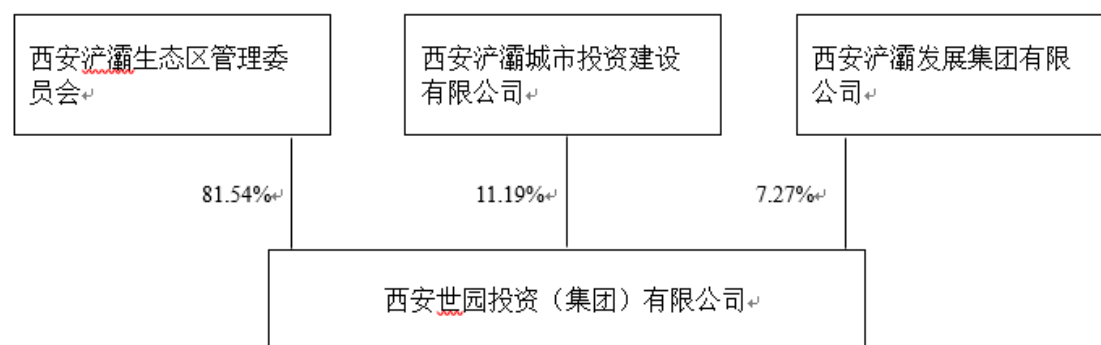
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	28.03	38.96	23.26
应收账款	68.49	63.13	60.46
存货	95.34	62.08	65.14
投资性房地产	37.23	35.36	0.00
在建工程	63.87	0.01	0.23
总资产	347.31	261.89	188.23
短期借款	3.60	0.00	0.00
预收款项	22.31	9.89	0.73
一年内到期的非流动负债	39.30	31.53	19.92
长期借款	58.27	40.60	52.75
应付债券	47.43	49.19	24.20
长期应付款	8.32	15.97	18.48
负债总额	208.43	167.25	129.31
总债务	156.91	137.29	115.35
所有者权益	138.87	94.64	58.92
营业收入	13.45	11.47	11.76
营业利润	1.92	1.74	0.99
其他收益	0.19	0.14	0.97
利润总额	1.91	1.74	0.96
经营活动产生的现金流量净额	6.42	-16.65	-9.66
投资活动产生的现金流量净额	-60.47	4.30	-2.15
筹资活动产生的现金流量净额	43.12	28.06	15.35
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
销售毛利率	12.33%	3.32%	10.05%
收现比	1.58	1.33	0.57
资产负债率	60.01%	63.86%	68.70%
现金短期债务比	0.65	1.24	1.17
EBITDA（亿元）	2.38	2.31	1.53
EBITDA 利息保障倍数	0.27	0.36	0.26

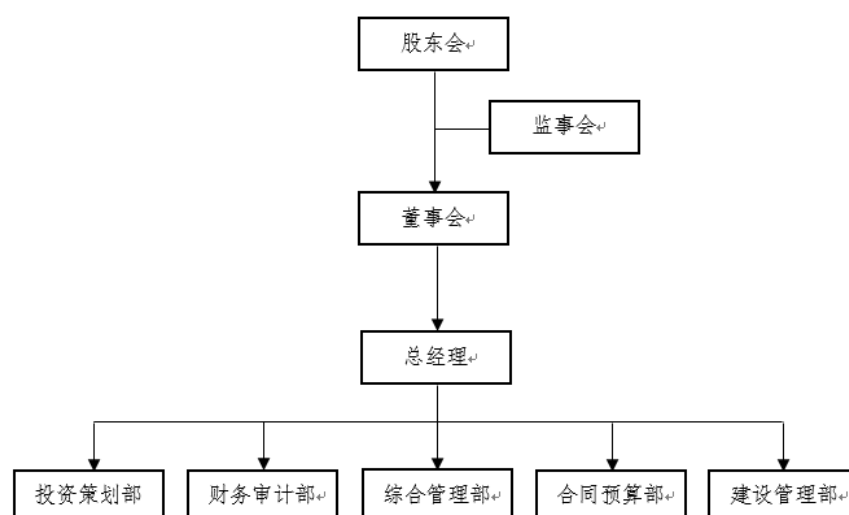
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2019 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
西安世博园运营管理有限公司	2.00	100.00%	公园管理运营
西安世园物业管理有限责任公司	0.15	100.00%	物业管理
西安世园园林有限责任公司	16.22	100.00%	园林景观工程
西安世园旅游汽车有限公司	0.15	100.00%	出租车公交客运
西安灞柳驿酒店有限公司	0.50	100.00%	餐饮住宿
西安世园城市开发建设有限公司	4.00	100.00%	建筑市政工程
西安世园置业有限公司	6.86	100.00%	房地产开发销售
西安世园文化艺术品交易中心股份有限公司	0.10	60.00%	文物鉴定拍卖
西安世园润盈置业有限公司	0.01	100.00%	房地产开发销售

资料来源：公司提供

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期总债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、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。