

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0477号

陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“16 空港债/PR 空港债”、“20 空港债/20 空港债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“16 空港债/PR 空港债”的信用等级为 AA，维持“20 空港债/20 空港债”的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年六月二十三日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月23日

陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司 主体及相关债项 2022 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2022/6/23	AA/稳定	张绮微	丛晓莉

债项信用			评级模型							
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型							
16 空港债 /PR 空港债	AA	AA	一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
20 空港债 /20 空港债	AAA	AAA	地区综合实力	区域层级	20.00%	20.00	企业经营与财务实力	资产规模	36.00%	28.80
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。				GDP 总量	32.00%	32.00		净资产规模	36.00%	28.80
				GDP 增速	4.00%	1.60		全部债务资本化比率	9.00%	3.60
				人均 GDP	4.00%	3.20		补助收入/利润总额	5.00%	3.00
				一般公共预算收入	32.00%	32.00		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	1.00
				一般公共预算收入增速	4.00%	3.20				
			上级补助收入	4.00%	4.00					

主体概况

陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司作为空港新城重要的基础设施建设主体，继续从事空港新城基础设施及保障房建设和土地开发整理、房屋销售、商品销售等业务。公司控股股东为陕西西咸新区发展集团有限公司，实际控制人为西咸新区管理委员会。

2.二维矩阵映射										3.评级调整因素		
维度	地区综合实力									基础模型参考等级	AA+	
	1档	2档	3档	4档	5档	6档	7档	8档	9档			
企业经营与财务实力	1档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	评级调整因素	-1
	2档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-		
	3档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-		
	4档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	5档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	6档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	7档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
	8档	AA	AA-	A+								
	9档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+		
基础模型参考等级										AA+		
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。										4.主体信用等级		AA

评级观点

东方金诚认为，陕西省、西咸新区经济实力不断增强；公司主营业务仍具有较强的区域专营性，得到了股东及相关各方的持续支持；西咸集团为“20 空港债/20 空港债”提供的增信作用依然很强。同时，东方金诚关注到，公司面临较大资本支出压力；资产流动性较差；债务率水平仍较高；存在一定的代偿风险；资金来源对筹资活动产生的现金流入依赖较大；公司区域专营地位及可获得的外部支持弱于当地最重要的建设主体。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“16 空港债/PR 空港债”的信用等级为 AA，维持“20 空港债/20 空港债”的信用等级为 AAA。

同业对比

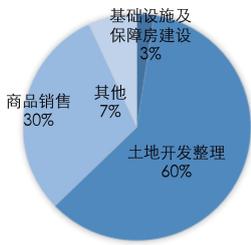
项目	空港集团	陕西省西咸新区泾河新城开发建设(集团)有限公司	陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司	陕西省西咸新区沣西新城开发建设(集团)有限公司	西安沣东发展集团有限公司
地区	陕西省	陕西省	陕西省	陕西省	陕西省
GDP (亿元)	29800.98	29800.98	29800.98	29800.98	29800.98
GDP 增速 (%)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
人均 GDP (元)	75369*	75369*	75369*	75369*	75369*
一般公共预算收入 (亿元)	2775.30	2775.30	2775.30	2775.30	2775.30
一般公共预算支出 (亿元)	6069.40	6069.40	6069.40	6069.40	6069.40
资产总额 (亿元)	499.89	371.07	345.77	496.18	636.12
所有者权益 (亿元)	107.40	104.36	105.97	149.08	80.69
营业收入 (亿元)	49.40	27.63	22.55	34.41	43.10
利润总额 (亿元)	1.27	1.21	2.03	1.76	2.38
资产负债率 (%)	78.52	71.88	69.35	69.95	87.32
全部债务资本化比率 (%)	75.90	67.45	66.14	60.92	80.92

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2021 年，其中标“*”人均 GDP 系估算值（下文同）

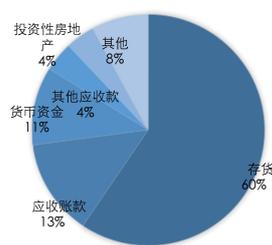
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

2021年公司营业收入构成



2021年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
资产总额	372.96	438.40	499.89
所有者权益	102.27	104.46	107.40
营业收入	33.27	44.82	49.40
利润总额	1.10	1.32	1.27
全部债务	237.94	293.69	338.25
资产负债率	72.58	76.17	78.52
全部债务资本化比率	69.94	73.76	75.90

2019年末~2021年末公司全部债务结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
地区	陕西省		
GDP 总量	25793.17	26181.86	29800.98
GDP 增速	6.0	2.2	6.5
人均 GDP (元)	66649	66292	75369*
一般公共预算收入	2287.70	2257.23	2775.30
一般公共预算收入增速	2.0	-1.3	22.9
上级补助收入	2640.00	2963.47	2895.90

优势

- 2021年以来, 陕西省、西咸新区地区经济均持续发展, 经济实力不断增强;
- 公司作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体, 业务仍具有较强的区域专营性;
- 公司在财政补贴等方面得到股东及相关各方的持续支持;
- 西咸集团综合财务实力极强, 为“20 空港债/20 空港债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建基础设施及保障房项目投资规模很大, 面临较大的资本支出压力;
- 公司流动资产中存货占比很高, 变现能力依赖与空港管委会的结算进度和规模, 资产流动性较差;
- 公司全部债务规模继续扩大, 债务率水平仍较高, 面临较大的偿付压力; 对外担保规模较大, 存在一定的代偿风险;
- 公司经营性和投资性现金流持续净流出, 对筹资活动产生的现金流入依赖较大, 易受外部融资环境等因素影响;
- 同一地区内存在多家基础设施建设主体, 公司区域专营地位及可获得的外部支持弱于当地最重要的建设主体。

评级展望

预计陕西省、西咸新区及空港新城经济实力将不断增强, 公司主营业务将保持较强的区域专营性, 并持续得到股东及各方支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AA (16 空港债/PR 空港债)	2021/6/23	张绮微 丛晓莉	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA/稳定	AA (16 空港债/PR 空港债)	2015/12/24	杜艺中 李梦吟	《城市建设设施建设公司信用评级方法 (2015)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 空港债/20 空港债	2021/6/23	8.50	2020/3/27-2027/3/27	连带责任保 证担保	陕西西咸新区发展集团有限公司/AAA/稳定
16 空港债/PR 空港债	2021/6/23	13.00	2016/6/6-2023/6/6	无	-

注：“16 空港债/PR 空港债”及“20 空港债/20 空港债”均设置本金提前偿还条款。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司（以下简称“空港集团”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

公司是由陕西省西咸新区空港新城管理委员会（以下简称“空港管委会”）于2011年10月12日出资成立的有限责任公司，初始注册资本为人民币10.00亿元。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股东和实际控制人均未发生变化。截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为人民币31.13亿元，陕西西咸新区发展集团有限公司（以下简称“西咸集团”）持股51.00%，空港管委会持股49.00%。西咸集团仍为公司控股股东，陕西省西咸新区开发建设管理委员会（以下简称“西咸新区管委会”）仍为公司的实际控制人。

跟踪期内，公司作为陕西省西咸新区空港新城（以下简称“空港新城”）重要的基础设施及保障房建设主体，继续从事空港新城范围内的基础设施及保障房建设、土地开发整理、房屋销售、商品销售等业务。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司共9家（详见图表1），较上年末无变化。

图表1 截至2021年末公司下属子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例
陕西省西咸新区空港新城安居置业有限公司	空港置业	76300.00	65.53
陕西省西咸新区空港新城物业管理有限责任公司	空港物业	2000.00	100.00
陕西省空港综合保税区投资有限公司	空港保税	50000.00	100.00
陕西省空港民航产业投资有限公司	空港民航	175000.00	100.00
陕西空港星航商旅服务有限公司 ¹	空港星航	50000.00	100.00
陕西空港市政配套管理有限公司	空港市政	50000.00	100.00
陕西空港新城创新投资有限公司	空港创投	205000.00	100.00
陕西空港新丝路商贸有限公司	空港商贸	10000.00	100.00
西咸新区临空经济投资合伙企业（有限合伙）	临空经投	50000.00	99.60

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

公司发行的“16空港债/PR空港债”到期本金及利息已按期偿付。截至2021年末，“16空港债/PR空港债”募集资金已使用完毕。

公司发行的“20空港债/20空港债”尚未到本金兑付日，到期利息已按期支付。截至2021年末，“20空港债/20空港债”募集资金已使用完毕。

宏观经济和政策环境

¹ 原子公司陕西省西咸新区空港国际文化旅游产业投资有限公司于2021年11月更名为现名。

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

1. 陕西省

陕西省人文及矿产资源丰富，跟踪期内经济保持增长，经济实力稳步增强；未来在“一带一路”战略及多项政策支持下，叠加区域统筹发展政策的实施，陕西省经济发展面临良好前景

陕西省人文科教资源和煤炭、石油、天然气等矿产资源丰富。陕西省历史悠久，省会西安是全国六大古都之一、古代丝绸之路的起点；陕西省是中国重要的科教高地，拥有西安交通大学、西北工业大学、西北农林科技大学、西安电子科技大学等8所双一流建设高校，人文科教与旅游资源十分丰富。矿产资源方面，陕西省已查明资源94种，煤炭、石油、天然气等61种矿产保有储量居全国前十。

2021年，陕西省地区生产总值为29800.98亿元，处于全国各省（自治区）中等水平，同比增长6.5%。同期，陕西省三次产业结构为8.1:46.3:45.6，第二、三产业占比较高。工业方面，陕西省已形成能源化工、装备制造和有色冶金等支柱产业。随着供给侧结构性改革的深入，陕西省高新技术产业快速发展。2021年，陕西省全部工业增加值为11256.03亿元，同比增长8.3%。其中，规模以上工业增加值同比增长7.6%。全年规模以上工业中，采矿业增加值

同比增长 4.3%；制造业同比增长 8.1%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增长 17.5%；能源工业增加值同比增长 6.5%；非能源工业同比增长 8.3%；六大高耗能行业增加值同比增长 9.8%；高技术制造业增加值同比增长 17.1%；装备制造业增加值同比增长 12.8%。

陕西省是新“丝绸之路经济带”重要区域，自 2013 年“一带一路”战略构想提出以来，国家出台多项政策扶持陕西省经济发展。西安海关获准复制上海自贸区制度，延安、渭南海关正式设立，西咸保税空港物流中心和西安铁路口岸获批，西安成为国家跨境贸易电子商务试点城市，一系列配套政策的实施大大提升陕西贸易便利化程度。2015 年 3 月，国家发改委、外交部、商务部联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景和行动》明确提出发挥陕西省综合经济文化优势，打造西安内陆型改革开放新高地。未来随着“一带一路”战略的落地实施，陕西省将能获得基础设施建设、对外贸易等方面的资金和政策支持，未来经济发展动力仍较强。

2.西咸新区

跟踪期内，西咸新区经济保持增长，经济实力不断增强

根据《2021 年 1~12 月西咸新区经济运行情况》，2021 年，西咸新区实现生产总值（GDP）652.78 亿元，其中西咸新区直管区 590.13 亿元，同比增长 3.7%，西咸新区共管区 62.65 亿元，同比增长 6.2%。从西咸新区直管区看，第一产业增加值、第二产业增加值和第三产业增加值分别为 40.22 亿元、221.24 亿元和 328.67 亿元，同比分别增长 6.5%、2.0%和 4.5%。同期，西咸新区规模以上工业增加值同比增长 5.6%。从主要行业看，电力热力生产和供应业、非金属矿物制品业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业恢复较好，同比增长分别为 8.8%、6.2%、13.6%；固定资产投资同比下降 19.1%，主要系民间投资、基础设施投资、工业投资均有不同程度的下滑。2021 年，西咸新区实现社会消费品零售总额 472.21 亿元，同比增长 6.1%。其中，网络零售保持高速增长，西咸新区全年通过公共网络实现的商品零售额同比增长 43.5%，占新区限额以上消费品零售额比重为 19.9%。

3.空港新城

跟踪期内，随着新冠疫情得到有效控制，空港新城经济总量保持增长，继续发展航空枢纽保障业、临空先进制造业、临空高端服务业三大产业，招商引资情况良好

跟踪期内，随着新冠疫情得到有效控制，空港新城经济总量保持增长。2021 年，空港新城地区生产总值同比增长 4.4%，在五大新城处中游水平；规模以上工业增加值同比增长 25.2%，居五大新城之首；全社会固定资产投资同比下降 16.9%；社会消费品零售总额同比下降 3.0%。

跟踪期内，空港新城继续发展航空枢纽保障业、临空先进制造业、临空高端服务业三大产业，辖区内东航、南航等 14 家航空公司总部基地有序建设，西部最大的航企 CBD 已雏形初显；梅里众诚、东航赛峰等临空特色鲜明的世界、中国 500 强企业以及普洛斯、丰树、“三通一达”等 176 家现代物流供应链企业也陆续建成运营。2021 年以来，苏宁广场商业综合体、幸福航空全国总部基地项目、西咸空港光电子产品产研基地、国仪测控总部及智能生产基地项目等重点项目已陆续落地，空港新城将进一步完善区内产业结构、加快空港新城航企 CBD 的打造。

财政状况

陕西省

2021年，随着新冠疫情得到有效控制，陕西省一般公共预算收入保持增长，且持续收到较大规模的上级补助收入，财政实力很强

2021年，陕西省一般公共预算收入为2775.30亿元，同比增长22.9%。其中，税收收入2236.90亿元，同比增长27.7%，占比80.60%。同期，陕西省实现国有土地使用权出让收入1913.2亿元，带动政府性基金收入平稳增长；同时，陕西省持续收到较大规模的上级补助收入，包括税收返还160.2亿元、一般性转移支付2446.2亿元、专项转移支付289.5亿元。

陕西省一般公共预算支出及政府性基金支出持续扩大。2021年，地方财政自给率²为45.73%，自给水平有所提升。截至2021年末，陕西省地方政府债务余额为8687.60亿元，其中一般债务余额4374.90亿元，专项债务余额4312.70亿元。

图表2 陕西省财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	2287.70	2257.23	2775.30
其中：税收收入	1846.00	1752.14	2236.90
政府性基金收入	1859.60	2103.66	2385.40
上级补助收入	2640.00	2963.47	2895.90
一般公共预算支出	5721.60	5933.78	6069.40
政府性基金支出	1967.90	2430.19	2753.30

资料来源：公开资料，东方金诚整理

西咸新区

2021年，政府性基金收入带动西咸新区财政收入增长，一般公共预算收入亦保持增长，财政自给率有所提高且处于较高水平，财政实力仍很强

2021年，西咸新区实现一般公共预算收入106.49亿元，同比增长26.8%。得益于土地出让量价齐升及大量新项目落地开工，国有土地使用权出让收入带动政府性基金收入大幅增长，同期，西咸新区实现政府性基金收入655.67亿元，同比增长98.9%。

随着收入的持续增加，西咸新区财政支出规模不断上升。2021年，西咸新区一般公共预算支出为150.69亿元，同比增长12.5%；政府性基金支出为609.06亿元，同比大幅增长73.2%；地方财政自给率为70.67%，自给率有所提高且处于较高水平。

截至2021年末，西咸新区政府债务余额为724.89亿元，其中一般债务余额120.10亿元，专项债务余额604.79元。

² 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

图表 3 西咸新区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	71.90	83.99	106.49
政府性基金收入	342.80	329.61	655.67
一般公共预算支出	126.10	133.94	150.69
政府性基金支出	338.40	351.57	609.06

资料来源：公开资料，东方金诚整理

空港新城

2021年，空港新城一般公共预算收入有所增长，仍保持较高增速，财政自给水平较高

根据《西咸新区空港新城 2021 年财政预算执行情况及 2022 年财政预算草案的报告》，2021 年，空港新城一般公共预算收入为 12.96 亿元，同比增长 27.67%；政府性基金预算收入为 66.25 亿元，同比增长 4.21%；一般公共预算支出为 16.20 亿元；政府性基金支出为 65.33 亿元，同比下降 12.46%；地方财政自给率为 80.00%，自给程度较高。

截至 2021 年末，空港新城地方政府债务余额为 101.26 亿元。其中，一般债务余额 2.03 亿元，专项债务余额 99.23 亿元。

业务运营

经营概况

跟踪期内，得益于土地项目结算规模较大，公司营业收入保持增长，但毛利润及毛利率水平有所下降

跟踪期内，公司继续从事空港新城内的基础设施及保障房建设、土地开发整理、房屋销售、商品销售等业务。

2021 年，得益于土地项目结算规模较大，公司营业收入保持增长。房屋销售业务因未收到空港管委会结算款及暂无项目交付使用而未实现收入。其他业务收入仍主要为房屋租赁、物业服务、市政维护收入等，收入规模较为稳定。

2021 年，公司毛利润仍主要来自于土地开发整理业务，有所下降主要系房屋销售业务未贡献利润所致；同期，公司毛利率水平亦小幅下降。

图表 4 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	33.27	100.00	44.82	100.00	49.40	100.00
基础设施及保障房建设	0.66	1.98	1.18	2.63	1.20	2.43
土地开发整理	16.68	50.14	25.09	55.99	29.81	60.34
房屋销售	5.90	17.72	2.88	6.43	-	-
商品销售	8.45	25.39	11.94	26.64	14.98	30.32
其他	1.58	4.76	3.72	8.30	3.42	6.91
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	3.43	10.31	5.63	12.55	4.96	10.05
基础设施及保障房建设	0.66	100.00	0.99	83.94	1.00	83.16
土地开发整理	2.12	12.71	3.43	13.66	3.11	10.43
房屋销售	0.16	2.74	0.46	16.01	-	-
商品销售	0.10	1.15	0.10	0.84	0.09	0.63
其他	0.39	24.72	0.65	17.38	0.76	22.30

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施及保障房建设

跟踪期内，公司继续负责空港新城范围内的基础设施及保障房建设业务，该业务仍具有较强的区域专营性

跟踪期内，公司作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体，继续从事空港新城范围内的基础设施及保障房业务，业务仍具有较强的区域专营性。跟踪期内，公司基础设施及保障房业务业务模式未发生变化，仍沿用委托代建等模式。

2021年，公司基础设施及保障房建设业务就市政道路等项目确认收入1.20亿元，略有增长；毛利率为83.16%，较上年基本稳定。

公司在建基础设施及保障房项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力

截至2021年末，公司在建的基础设施项目主要为市政道路等，计划总投资合计191.35亿元，累计已完成投资合计133.04亿元，尚需投资合计58.31亿元；在建的保障房项目主要包括空港幸福里棚户区改造（三期）项目、空港阳光里棚户区改造等，计划总投资合计31.03亿元，累计已完成投资合计30.30亿元，尚需投资大于³1.22亿元。同期末，公司暂未规划拟建的基础设施及保障房项目。

³ 实际投资规模大于计划总投资的项目暂未准确预估尚需投资额，故将尚需投资额按“0.00亿元”计算。

图表 5 截至 2021 年末公司主要在建基础设施及保障房项目情况（单位：年、万元）

项目名称	计划建设周期	计划总投资	已投资金额 ⁴
市政道路	-	1913500.00	1330365.27
基础设施项目合计	-	1913500.00	1330365.27
空港幸福里棚户区改造（三期）项目*	2014-2022	150000.00	154056.85
空港阳光里棚户区改造	2013-2022	54000.00	54837.24
空港幸福里棚户区改造	2013-2022	52000.00	44011.82
空港阳光里棚户区改造（二期）	2016-2022	40000.00	38328.47
空港阳光里棚户区改造（三期）	2016-2022	14300.00	11761.07
保障房项目合计	-	310300.00	302995.45

注：带“*”为“16 空港债/PR 空港债”募投项目。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地开发整理

跟踪期内，公司土地开发整理业务仍具有较强的区域专营性，但该业务收入易受政府土地出让规划、房地产市场波动及土地收储政策等因素影响，未来存在一定的不确定性

受空港管委会委托，公司主要负责空港新城的土地开发整理业务。跟踪期内，该业务模式未发生变化。

2021 年，公司负责开发整理的地块包括底张区域、北杜区域、太平区域和周陵区域地块等，确认的土地开发整理收入为 29.81 亿元，仍保持较大结算规模。同期，该业务毛利率 10.43%，小幅下降。截至 2021 年末，公司已累计投入 98.64 亿元用于底张、北杜、周陵、太平等区域的征迁整理开发工作。跟踪期内，公司土地开发整理业务仍具有较强的区域专营性，但该业务收入易受政府土地出让规划、房地产市场波动及土地收储政策等因素影响，未来存在一定的不确定性。

商品销售

跟踪期内，公司商品销售业务平稳发展，收入保持增长，但毛利率仍处于较低水平

跟踪期内，公司商品销售业务平稳发展，主要为大宗商品贸易及建筑材料销售，仍由子公司空港创投下属子公司陕西汇科创启供应链管理有限公司（以下简称“汇科创启”）和空港商贸负责。

汇科创启销售的产品类别主要包括电解铜、铝锭、锌锭、煤炭等大宗商品。业务模式为以销定采。空港商贸销售的产品类别主要包括棕榈油、冷冻品、红酒、咖啡生豆等大宗商品及钢材、混凝土及二灰碎石等建筑材料。大宗商品贸易业务模式主要为先货后款。建筑材料销售业务模式主要为直达供货、先货后款。

2021 年，公司实现商品销售收入 14.98 亿元，持续增长；毛利率为 0.63%，仍处于较低水平。

⁴ 实际投资规模大于计划总投资，系部分项目实际投入超出计划投入所致。

房屋销售

2021年，受无保障房项目结算及暂无项目交付使用影响，公司未实现房屋销售收入

公司房屋销售收入包括已完工的保障房项目结算款⁵及自建的商务中心一期、航投大厦等项目对外出售所产生的收入。2021年，受当期空港管委会未与公司进行保障房项目结算及暂无项目交付使用影响，公司未实现房屋销售收入。

截至2021年末，公司主要在建的自建项目为西咸空港综合保税区项目、临空产业集群标准厂房建设项目、星皓·锦樾等，计划总投资合计55.01亿元，累计已完成投资合计39.51亿元，尚需投资合计15.49亿元。同期末，公司暂无拟建的自建项目。

图表6 截至2021年末公司主要在建的自建项目情况（单位：年、万元）

项目名称	计划建设周期	计划总投资	已投资金额
西咸空港综合保税区项目*	2015-2022	226835.06	173937.73
临空产业集群标准厂房建设项目#	2019-2023	82919.23	63597.38
星皓·锦樾	2019-2022	143000.00	96527.79
空港国际商务中心二期	2017-2021	97300.00	61055.64
合计	-	550054.29	395118.54

注：带“*”为“20空港03”及“21空港01”募投项目；带“#”为“20空港债/20空港债”募投项目；资料来源：公司提供，东方金诚整理

外部支持

作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体，公司在财政补贴等方面得到股东及相关各方的持续支持；但考虑到同一地区存在多家基础设施建设主体，公司区域专营地位及可获得的外部支持弱于当地最重要的建设主体

西咸新区包括下属5个新城的5家重要的基础设施建设主体，分别为西安沣东发展集团有限公司、陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司、陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司、陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司及公司。作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体，公司在财政补贴等方面得到股东及相关各方的持续支持。

财政补贴方面，2021年，公司获得各类财政补贴合计1.34亿元。

考虑到未来公司将继续在空港新城基础设施建设领域中发挥重要作用，预计公司仍将获得股东及相关各方的持续支持。同时，东方金诚亦关注到，同一地区内存在多家基础设施建设主体，公司区域专营地位及可获得的外部支持弱于当地最重要的建设主体。

企业管理

截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为人民币31.13亿元，西咸集团持股51.00%，空港管委会持股49.00%。西咸新区管委会是公司的实际控制人。跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

⁵ 公司代建业务中的保障房项目收入结算模式为仅确认代建管理费。自2019年起，空港新城管委会对公司已完工的保障房项目开发成本部分进行结算，确认为房屋销售收入同时结转相应成本。

跟踪期内，公司治理结构与组织架构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年合并财务报表。希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共 9 家（详见图表 1），较上年末无变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，构成仍以流动资产为主，但流动资产中存货占比很高，变现能力依赖与空港管委会的结算进度和规模，资产流动性较差

跟踪期内，公司资产规模继续增长，仍以流动资产为主。2021 年末，公司流动资产以存货、应收账款、货币资金和其他应收款⁶为主。

2021 年末，公司存货继续增长，其中基础设施及保障房项目开发成本为 267.88 亿元，商品房开发成本为 27.80 亿元，土地开发整理成本为 6.43 亿元；应收账款主要为项目结算款等，其中应收空港管委会的款项为 66.54 亿元，占比 91.78%；货币资金仍主要为银行借款 39.06 亿元；其他应收款主要为与其他单位的往来款和保证金，其中应收空港新城土地储备中心（以下简称“空港土储中心”）和空港管委会的往来款分别占比 37.20%和 34.91%，均未计提坏账准备。

图表 7 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
资产总额	372.96	438.40	499.89
流动资产总计	327.98	394.06	446.72
存货	229.58	260.67	303.09
应收账款	35.50	58.97	72.46
货币资金	41.43	47.96	42.92
其他应收款	18.90	18.28	19.43
非流动资产总计	44.97	44.35	53.17
投资性房地产	18.10	17.86	25.50
其他权益工具投资	0.00	0.00	14.21
长期股权投资	12.02	10.51	10.59
固定资产	1.74	1.73	1.74
可供出售金融资产	11.25	13.29	0.00

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动资产主要由投资性房地产、其他权益工具投资、长期股权投资和固定资产构成。2021 年末，公司投资性房地产仍主要为房屋及建筑物，有所增加主要系本部购买的富力环贸港房产 1.36 亿元和子公司完工转入的商品房 5.74 亿元；其他权益工具投资新增 14.21 亿元主要系可供出售金融资产科目转入所致，被投资单位主要为长安航空有限责任公司、陕西秦农农村

⁶ 不含应收利息及应收股利。

商业银行股份有限公司、西安航空航天投资股份有限公司、西北国际货运航空有限公司等；长期股权投资系公司对联营企业及合营企业的投资，被投资单位主要为陕西长安航空旅游有限公司（8.10 亿元）等联营企业；固定资产主要为公司房屋及建筑物、办公家具等。

截至 2021 年末，公司受限资产为 98.90 亿元，包括存货中受限的资产 92.03 亿元和货币资金中的受限资金 6.87 亿元，合计占公司资产总额的比重为 19.78%。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长。2021 年末，公司实收资本无变化；资本公积小幅下降系子公司处置股权所致；未分配利润仍主要为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 8 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
所有者权益	102.27	104.46	107.40
实收资本	29.22	31.13	31.13
资本公积	62.74	61.81	61.79
未分配利润	6.68	7.70	8.76

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额及全部债务规模继续扩大，债务率水平仍较高，面临较大的偿付压力；对外担保规模较大，存在一定的代偿风险

跟踪期内，随着融资增加，公司负债总额增长较快，仍以非流动负债为主。

公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款和其他应付款⁷构成。2021 年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 39.95 亿元和一年内到期的长期应付款 0.42 亿元；短期借款因短期融资需求大幅增长，包括保证借款 17.92 亿元、信用借款 11.77 亿元、质押借款 6.65 亿元和保证、质押借款 4.12 亿元；其他应付款主要系单位间往来款，主要应付对象为陕西空港城市发展集团有限公司（13.68 亿元，占比 71.39%）和陕西省西咸新区空港新城房屋管理和保障房管理中心（1.88 亿元，占比 9.79%）。

图表 9 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
负债总额	270.68	333.94	392.49
流动负债总计	78.37	83.22	135.39
一年内到期的非流动负债	29.26	40.42	51.05
短期借款	21.71	17.60	40.46
其他应付款	22.78	15.14	19.17

⁷ 不含应付利息及应付股利。

图表9 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019年末	2020年末	2021年末
非流动负债总计	192.31	250.72	257.10
长期借款	143.19	154.26	158.64
长期应付款	29.33	54.18	59.96
应付债券	17.62	40.13	37.34

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款和应付债券构成。2021年末，公司长期借款包括信用借款65.11亿元、保证借款56.74亿元、保证及质押借款17.68亿元、质押借款16.06亿元、政府债务置换款3.04亿元；长期应付款主要系向光大金融租赁股份有限公司（15.09亿元）等金融机构融入的融资租赁款和政府专项债资金10.61亿元；应付债券主要系公司发行的13亿元“16空港债/PR空港债”、8.5亿元“20空港债/20空港债”、7亿元“20空港03”、9.85亿元美元债、7亿元“21空港01”等。

跟踪期内，公司全部债务规模继续扩大。2021年末，公司全部债务为338.25亿元，其中短期有息债务占比28.37%，占比不断提高，面临较大的集中偿付压力，未来偿债资金将通过房屋销售收入、代建业务回款、外部融资（银行借款、债券融资）、财政资金等方式来解决。同期末，公司资产负债率及全部债务资本化比率较2020年末均有所上升，仍处于较高水平。

图表10 公司全部债务及负债率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年末	2020年末	2021年末
全部债务	237.94	293.69	338.25
长期有息债务	186.97	235.67	242.29
短期有息债务	50.97	58.01	95.96
资产负债率	72.58	76.17	78.52
全部债务资本化比率	69.94	73.76	75.90

资料来源：公司提供及公司审计报告，东方金诚整理

截至2021年末，公司对外担保余额为157.03亿元，担保比率为146.21%，被担保对象主要为陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司、陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司、陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司等西咸新区各新城负责开发建设的国有企业。东方金诚关注到，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，利润对财政补贴依赖大幅提高，盈利能力依然较弱

2021年，公司营业收入保持增长；期间费用有所增长，主要为财务费用和管理费用。同期，公司利润总额略有下降，其中财政补贴占比104.84%，利润对财政补贴依赖大幅提高。同期，公司总资产收益率和净资产收益率同比小幅上升，仍处于较低水平，公司盈利能力依然较弱。

图表 11 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019年	2020年	2021年
营业收入	33.27	44.82	49.40
营业利润率	9.59	11.77	9.29
期间费用	3.01	3.78	4.62
利润总额	1.10	1.32	1.27
其中: 财政补贴	1.77	0.28	1.34
总资本收益率	0.80	0.83	0.90
净资产收益率	1.06	1.11	1.15

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

现金流

公司经营性和投资性现金流持续净流出, 资金来源对筹资活动依赖很大, 易受外部融资环境等因素影响

2021年, 公司经营活动现金流入主要为收到的项目结算款、财政补贴和相关单位的往来款, 同比大幅增长系项目结算进度加快所致; 现金收入比率较2020年大幅提升, 主营业务回款水平有所提高。公司经营活动现金流出主要由公司支付项目工程款、往来款等形成。公司经营性净现金流仍为净流出状态。

图表 12 公司主要现金流数据及指标情况 (单位: 亿元)

科目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入	29.59	53.76	75.71
现金收入比率 (%)	41.23	53.76	98.26
经营活动现金流出	54.15	93.90	107.83
投资活动现金流入	0.40	1.61	0.56
投资活动现金流出	3.09	2.97	2.14
筹资活动现金流入	120.97	145.56	149.26
筹资活动现金流出	70.89	97.43	127.47
现金及现金等价物净增加额	22.83	6.63	-11.90

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

公司投资活动现金流仍相对较小。2021年, 公司投资活动现金流入主要系对外投资收回的收益; 投资活动现金流出仍为投资所支付的现金; 投资性净现金流为-1.58亿元。

2021年, 公司筹资活动现金流入主要系取得借款和融资租赁款及发行债券收到的现金; 筹资活动现金流出增幅明显主要系偿还债务及相应利息; 筹资性净现金流规模有所减小。

偿债能力

公司作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体, 业务仍具有较强的区域专营性, 在财政补贴等方面得到股东及相关各方的持续支持, 综合偿债能力仍然很强

从短期偿债能力指标来看, 2021年末, 公司流动比率、速动比率及现金比率均有所下降, 且流动资产中变现能力较弱的存货占比很高, 流动资产对流动负债的实际保障能力较弱。同期

末，公司货币资金对短期有息债务的覆盖能力亦有所减弱。

图表 13 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)
流动比率	418.50	473.51	329.94
速动比率	125.56	160.28	106.09
现金比率	52.87	57.63	31.70
货币资金/短期有息债务	0.81	0.83	0.45
经营现金流动负债比率	-31.34	-48.23	-23.72
长期债务资本化比率	64.64	69.29	69.29
EBITDA 利息倍数	0.39	0.28	0.34
全部债务/EBITDA	68.43	80.14	65.48

资料来源：公司提供及公司审计报告，东方金诚整理

从长期偿债能力指标来看，2021年末，公司长期债务资本化比率处于较高水平，EBITDA对全部债务的覆盖程度仍然较弱。同时，公司经营性现金流入易受波动性较大的项目结算款、财政补贴、往来款等影响，存在一定的不确定性，对债务的保障程度较低。

综合来看，公司作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体，业务仍具有较强的区域专营性，在财政补贴等方面得到股东及相关各方的持续支持，东方金诚认为公司的偿债能力仍然很强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至2022年5月10日，公司本部已结清及未结清贷款中无不良/违约类或关注类贷款信息。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券及债务融资工具到期本息均已按期支付。

抗风险能力

基于对陕西省、西咸新区及空港新城地区经济及财政实力、股东及相关各方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

西咸集团综合财务实力极强，为“20 空港债/20 空港债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

西咸集团是经陕西省人民政府（以下简称“陕西省政府”）批准，由西咸新区管委会于2011年9月出资组建的国有独资企业，初始注册资本为人民币100.00亿元。截至2021年末，西咸集团注册资本为300.00亿元；实收资本为222.86亿元；西咸新区管委会是西咸集团唯一股东和实际控制人。

西咸集团作为西咸新区重要的基础设施建设和国有资本运营主体，主要从事西咸新区内基础设施及保障房建设、土地开发整理、公用事业运营，以及房地产开发、金融投资等其他经营性业务。西咸集团营业收入主要来自于基础设施及保障房建设、土地开发整理和房地产开发等业务，近三年营业收入增长较快，综合毛利率有所波动。西咸集团其他收入主要来自于商品贸

易、技术服务、租赁、物业服务、供暖、园区运营、工程施工、广告和融资代理费等。2019年~2021年，西咸集团营业收入分别为167.78亿元、192.57亿元和238.43亿元，毛利率分别为14.90%、15.72%和13.71%。

外部支持方面，西咸集团在增资、资产注入、债务置换、财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持。增资方面，西咸新区管委会多次向西咸集团注入货币资金，并以空港集团、西安沣东发展集团有限公司、陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司、陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司和陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司5家公司各51%的股权作价出资155.70亿元。2021年末，西咸集团合并口径实收资本增加至222.86亿元。资产注入方面，2017年，空港管委会向空港集团增加货币性投资38亿元，西咸集团按持股比例51%计相应增加了资本公积；同期，西咸新区轨道交通投资建设有限公司收到用于地铁建设的专项拨款2.90亿元，亦增加了资本公积。2018年，西咸新区财政局向西咸集团注入资本金合计8.00亿元并相应增加了资本公积。2019年，西咸新区管委会向西咸集团拨付地铁专项资金5.00亿元。2019年6月，西咸新区沣西新城管委会以债权转资本公积形式增加陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司资本公积8.90亿元；同年9月，西咸新区沣西新城管委会向陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司注入资本金合计32.00亿元。2020年，西咸集团本部及子公司收到相关政府的项目资本金拨付、货币资金拨付等，合并口径增加资本公积23.60亿元。2021年，西咸集团及子公司西咸新区轨道交通投资建设有限公司、陕西西咸新区城建投资集团有限公司、陕西西咸文化旅游产业集团有限公司等收到相关政府的项目资本金拨付、货币资金拨付等，合并口径增加资本公积9.07亿元。债务置换方面，2016年以来，西咸新区财政局通过陕西省政府置换债券置换西咸集团债务逾40.00亿元。财政补贴方面，西咸集团每年获得较大规模的项目专项补贴等政府补助资金。2019年~2021年，西咸集团分别获得政府补贴4.82亿元、11.18亿元和17.20亿元。

截至2021年末，西咸集团资产总额为3003.55亿元，以流动资产为主；所有者权益为687.18亿元，以实收资本和少数股东权益为主；全部债务为1733.30亿元，以长期有息债务为主。同期末，西咸集团资产负债率为77.12%，全部债务资本化比率为71.61%。2021年，西咸集团利润总额为10.45亿元，经营性净现金流为-22.78亿元，投资性净现金流为-111.98亿元，筹资性净现金流为132.62亿元。

东方金诚认为，陕西省经济保持较快增长，产业结构不断优化，区域经济的稳步发展为国家级西咸新区的开发建设提供了有力支撑；西咸新区定位为国家创新城市发展方式试验区和新型城镇化综合试点区，享有先行先试等优惠政策，其发展获得中央和陕西省政府的有力支持，为西咸集团未来发展提供了良好的机遇；西咸集团从事基础设施及保障房建设、土地开发整理和公用事业运营等业务，主营业务具有很强的区域专营性；作为西咸新区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，西咸集团在增资、资产注入、债务置换、财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持。

同时，东方金诚关注到，近年来，西咸集团在建及拟建项目投资规模很大，面临很大的资本支出压力；西咸集团流动资产中变现能力较弱的存货、应收类款项等占比较大，资金被占用较多，资产流动性较差；西咸集团全部债务规模持续增长，短期有息债务规模较大，债务率水平较高；公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。

综上所述，东方金诚评定西咸集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。西咸集团综合财务实力极强，为“20 空港债/20 空港债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

结论

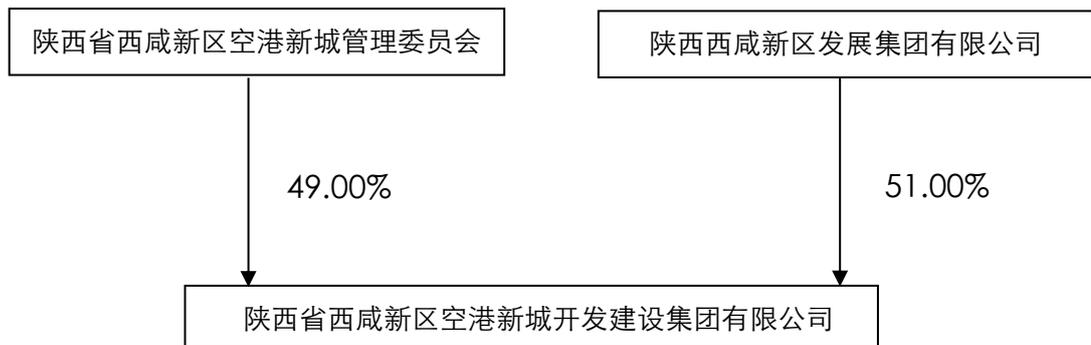
东方金诚认为，2021 年以来，陕西省、西咸新区地区经济均持续发展，经济实力不断增强；公司作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体，业务仍具有较强的区域专营性；公司在财政补贴等方面得到股东及相关各方的持续支持；西咸集团综合财务实力极强，为“20 空港债/20 空港债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司在建及拟建基础设施及保障房项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中存货占比很高，变现能力依赖与空港管委会的结算进度和规模，资产流动性较差；公司全部债务规模继续扩大，债务率水平仍较高，面临较大的偿付压力；对外担保规模较大，存在一定的代偿风险；公司经营性和投资性现金流持续净流出，对筹资活动产生的现金流入依赖较大，易受外部融资环境等因素影响；同一地区内存在多家基础设施建设主体，公司区域专营地位及可获得的外部支持弱于当地最重要的建设主体。

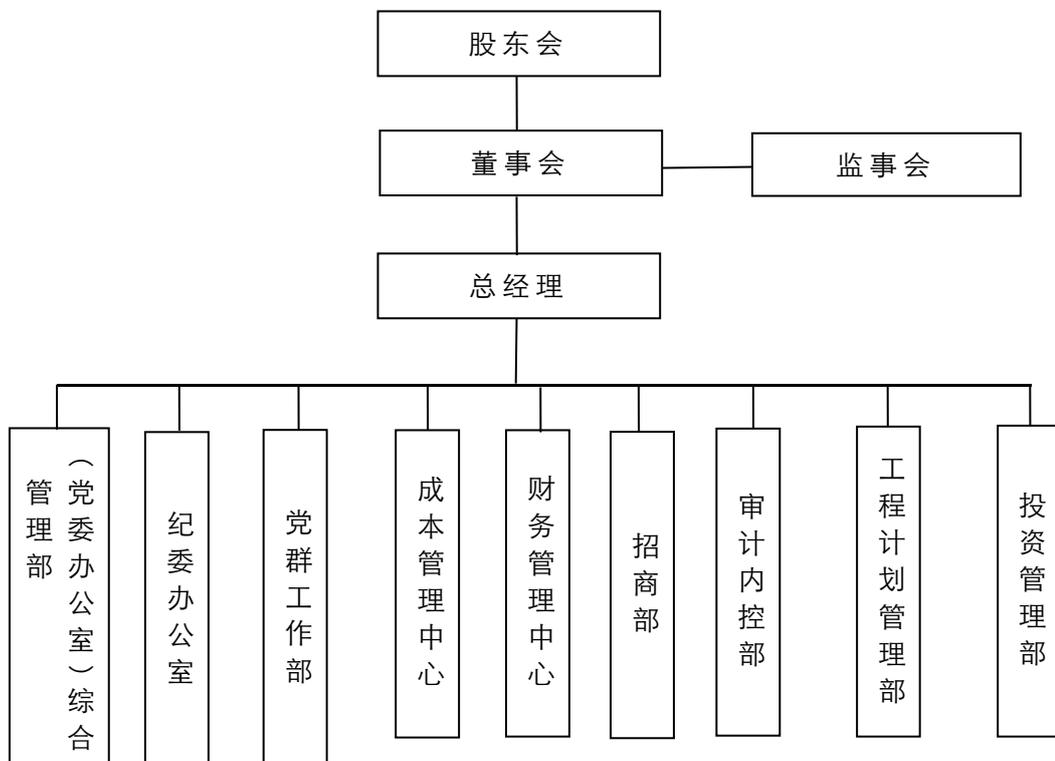
综合分析，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“16 空港债/PR 空港债”的信用等级为 AA，维持“20 空港债/20 空港债”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2021 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	372.96	438.40	499.89
其中：存货	229.58	260.67	303.09
应收账款	35.50	58.97	72.46
货币资金	41.43	47.96	42.92
投资性房地产	18.10	17.86	25.50
其他应收款	18.90	18.28	19.43
负债总额	270.68	333.94	392.49
其中：长期借款	143.19	154.26	158.64
应付债券	17.62	40.13	37.34
长期应付款	29.33	54.18	59.96
一年内到期的非流动负债	29.26	40.42	51.05
全部债务	237.94	293.69	338.25
其中：短期有息债务	50.97	58.01	95.96
所有者权益	102.27	104.46	107.40
营业收入	33.27	44.82	49.40
利润总额	1.10	1.32	1.27
经营活动产生的现金流量净额	-24.56	-40.14	-32.12
投资活动产生的现金流量净额	-2.69	-1.36	-1.58
筹资活动产生的现金流量净额	50.08	48.13	21.79
主要财务指标			
营业利润率（%）	9.59	11.77	9.29
总资本收益率（%）	0.80	0.83	0.90
净资产收益率（%）	1.06	1.11	1.15
现金收入比率（%）	41.23	53.76	98.26
资产负债率（%）	72.58	76.17	78.52
长期债务资本化比率（%）	64.64	69.29	69.29
全部债务资本化比率（%）	69.94	73.76	75.90
流动比率（%）	418.50	473.51	329.94
速动比率（%）	125.56	160.28	106.09
现金比率（%）	52.87	57.63	31.70
经营现金流动负债比率（%）	-31.34	-48.23	-23.72
EBITDA 利息倍数（倍）	0.39	0.28	0.34
全部债务/EBITDA（倍）	68.43	80.14	65.48

注：表中其他应收款不含应收利息及应收股利；长期应付款不含专项应付款。

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。