



2022年第一期、第二期陕西省西安港实业有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

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.
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员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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年第一期、第二期陕西省西安港实业有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
22 西安港债 01/22 西港 01	AA+	AA+
22 西安港债 02/22 西港 04	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：西安市及西安国际港务区经济财政实力持续增强，产业基础较好，为西安港实业有限公司（以下简称“公司”）发展提供了良好基础，公司是西安国际港务区重要的城市建设投资主体，土地整理及代建业务竞争力强，持续性较好，且获得的外部支持力度仍较大，国有土地使用权抵押担保提升了“22 西安港债 01/22 西港 01”的安全性，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效提升了“22 西安港债 02/22 西港 04”的安全性。同时中证鹏元也关注到，公司资产以存货、应收款项等为主，整体流动性较弱，公司项目资金支出及债务偿还压力较大，同时面临较大的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为西安国际港务区重要的城市建设投资主体，预计业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 1 日

联系方式

项目负责人：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	794.57	789.49	711.99	643.73
所有者权益	279.20	279.54	260.25	235.12
总债务	454.77	455.35	280.28	350.67
资产负债率	64.86%	64.59%	63.45%	63.48%
现金短期债务比	0.34	0.41	1.35	1.90
营业收入	17.51	63.16	63.29	47.23
其他收益	0.01	3.23	0.23	0.19
利润总额	0.73	3.37	3.64	2.87
销售毛利率	16.01%	15.96%	13.45%	11.46%
EBITDA	-	10.22	6.16	4.24
EBITDA 利息保障倍数	-	0.38	0.28	0.23
经营活动现金流净额	-8.61	1.27	-9.62	4.66

资料来源：公司 2020、2022 年审计报告及未经审计 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **西安市及西安国际港务区经济财政实力持续增强，产业基础较好。**西安市城市定位较高，先进制造业和文化旅游业发展较好，经济财政实力较强；西安国际港务区依托西安港物流通道和自贸试验区优势，基本形成了临港产业、电子商务等五大主导产业体系，近年经济财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好基础。
- **公司土地整理及代建业务持续性较好。**公司是西安国际港务区重要的城市建设投资主体，主要从事西安国际港务区范围内的土地开发整理和基础设施建设，业务竞争力强，截至 2022 年末，公司土地整理及代建业务有多个在建项目，且投资规模大。
- **公司获得的外部支持力度较大。**公司 2022 年仍然在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了政府的大力支持，控股股东西安港口控股集团有限公司（以下简称“港口控股”）向公司增资以及子公司西安港资本管理有限公司接收无偿划转的西安港金资商业服务合伙企业（有限合伙）股权，增加公司资本公积 22.43 亿元；财政补助方面，2022 年公司获得政府补贴金额 3.23 亿元。
- **国有土地使用权抵押担保提升了“22 西安港债 01/22 西港 01”的安全性。**公司以评估价值 115,318.84 万元（评估基准日 2022 年 11 月 4 日）的国有土地使用权为“22 西安港债 01/22 西港 01”提供抵押担保，截至 2022 年 3 月末，公司已按约定完成抵押资产抵押登记手续，上述抵押资产评估价值与债券本金及一年利息的比率大于 1.5，提升了“22 西安港债 01/22 西港 01”的安全性。
- **三峡担保提供的保证担保有效提升了“22 西安港债 02/22 西港 04”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22 西安港债 02/22 西港 04”的安全性。

关注

- **公司资产以存货、应收款项等为主，整体流动性较弱。**截至 2023 年 3 月末，公司资产以存货、应收款项、投资性房地产等为主，其中项目回款依赖于当地政府的结算安排，应收款项对公司资金形成较大占用，回款时间具有不确定性，存货中项目投入资金沉淀较重，即期变现能力较弱。
- **公司项目资金支出及债务偿还压力较大。**近年公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，在建项目的持续投入给公司带来较大的资金支出压力；同时公司负债以刚性债务为主，债务规模较大且扩张较快，总债务中非标债务规模较大，从债务到期分布情况来看，公司一年内需偿付的债务规模较大，面临较大的偿债压力，未来公司项目投资、业务扩展或仍有融资需求，从而进一步抬升杠杆水平。
- **公司面临较大的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保规模较大，担保对象主要系西安国际港务区地方国企，但均无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
港口控股	西安国际港务区内最重要的基础设施建设和土地整理主体，以及中欧班列“长安号”运营	941.14	325.54	111.95
公司	西安国际港务区内最重要的基础设施建设和土地整理主体	789.49	279.54	63.16
陆港投资	中欧班列“长安号”运营、商品贸易、保障房建设、房地产开发等	398.20	125.42	69.74

注：（1）“陆港投资”为西安国际陆港投资发展集团有限公司的简称、“港口控股”为西安港口控股集团有限公司的简称；（2）上表各指标为 2022 年数据。

资料来源：中证鹏元数据库、公开披露的评级报告，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	7/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	7/7		财务状况	5/7
	行政层级	4/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				-2
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					1
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是西安市的基础设施建设平台之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，西安市政府提供特殊支持的意愿为强，主要体现为公司与西安市政府的联系紧密度低以及对西安市政府非常重要。同时，中证鹏元认为西安市政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA/“22 西安港债 02/22 西港 04”	2022-5-19	胡长森、马琳丽	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)	阅读全文
AA/稳定	AAA/“21 西安港 MTN001”	2021-8-6	胡长森、马琳丽	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 西安港债 01/22 西港 01	7.00	7.00	2022-5-19	2029-3-31

22 西安港债 02/22 西港 04	8.00	8.00	2022-5-19	2029-6-21
---------------------	------	------	-----------	-----------

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年3月发行7年期7.00亿元“22西安港债01/22西港01”、于2022年6月发行7年期8.00亿元“22西安港债02/22西港04”，募集资金均计划用于西安国际港务区新陆新居项目一期。上述债券使用相同的募集资金专项账户，截至2023年3月27日，募集资金专项账户余额为7.00万元。

三、发行主体概况

2022年公司股权结构发生变化，2022年3月，公司股东做出决定，同意将西安国际港务区管理委员会（以下简称“港务区管委会”）持有的公司100%股权转让给港口控股。截至2023年3月末，公司注册资本、实收资本均为150.00亿元，港口控股持有公司100%的股权，为公司的控股股东，港务区管委会作为港口控股的控股股东及实际控制人，为公司的实际控制人，公司股权结构图见附录二。

2022年公司合并范围新增2家子公司，减少5家子公司，2023年1-3月公司合并范围无变化，截至2023年3月末，公司合并范围一级子公司共8家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
西安华盛佳成置业有限公司	100.00%	10,000.00	房屋建筑业	收购
西安自贸港置业有限公司	100.00%	100,000.00	房地产业	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
西安欧尼斯贸易有限公司	100.00%	5,000.00	贸易业务	处置
陕西秦隆能源实业有限公司	100.00%	3,000.00	贸易业务	处置
陕西思赢电子科技有限公司	100.00%	5,000.00	贸易业务	处置
西安灏盛溢贸易有限公司	100.00%	200.00	贸易业务	处置
西安港显示科技有限公司	100.00%	5,000.00	显示器件销售	注销

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策

和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要

在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发〔2022〕20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

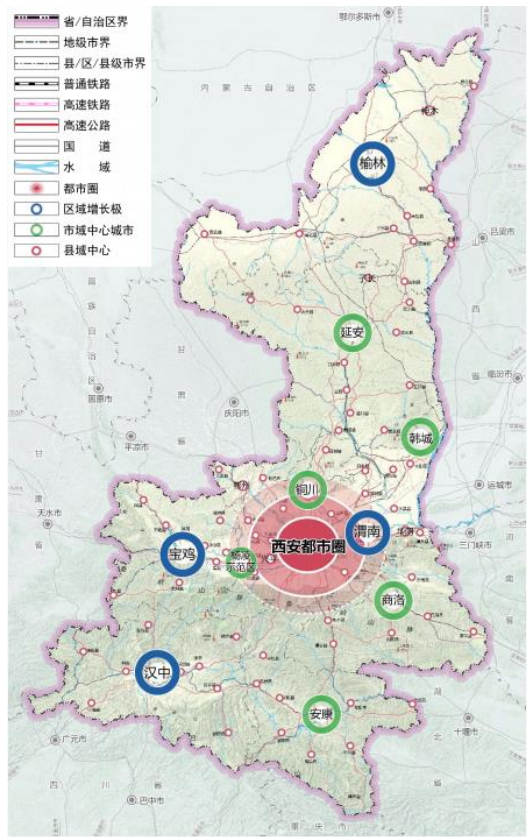
2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

行业及区域经济环境

西安市战略定位较高，经济财政实力较强，拥有电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料、新能源、食品和生物医药六大支柱产业，同时旅游产业优势突出，2022年西安市固定资产投资明显回暖，当前旅游业复苏势头渐显，但债务率处于偏高水平，且需关注政府性基金收入的稳定性

区位特征：西安市是陕西省省会、国家明确建设的3个国际化大都市之一、国家中心城市和西安都市圈核心区域，战略定位较高。西安市是全国第9个国家中心城市、国家重要的科研、教育和工业基地，也是国家明确建设的3个国际化大都市之一和联合国教科文组织1981年确定的“世界历史名城”。西安市是我国“一带一路”的重要支点城市、新亚欧大陆桥中国段的西部中心城市，地处关中平原中部，北濒渭河，南依秦岭。2022年3月，国家发展改革委批复同意了《西安都市圈发展规划》，这是继南京、福州、成都、长株潭都市圈规划之后，国家批复的第5个都市圈规划。西安都市圈以西安主城区、咸阳主城区及西咸新区为核心，渭南中心城区、铜川中心城区、杨凌示范区为副中心，是陕西省发展的核心区域。西安市总面积10,108平方千米，其中市区面积3,582平方千米，下辖11个区（新城区、碑林区、莲湖区、灞桥区、未央区、雁塔区、阎良区、临潼区、长安区、高陵区、鄠邑区）、2个县（蓝田县、周至县）、8个国家级开发区/新区（西安高新技术产业开发区、西安经济技术开发区、曲江新区、浐灞生态区、阎良国家航空高技术产业基地、国家民用航天产业基地、西安国际港务区和西咸新区）。截至2022年末，全市常住人口1,299.59万人。

图 1 西安都市圈发展规划图



资料来源：《陕西省国土空间规划（2021-2035 年）》公众版

经济发展水平：西安市整体经济实力远超省内其他各市，2022年固定资产投资明显回暖，经济呈回升态势，但占主导的第三产业增速仍处于低位。近年西安市GDP持续保持增长，经济实力远超省内其他各市，2022年西安市经济增速同比略有回升，且高于全国、全省平均水平，增量贡献主要来自第二产业，第三产业同比增长仅1.3%。2022年西安市三次产业结构为2.82:35.45:61.74，第三产业是区域主导产业。2022年西安市人均GDP达8.88万元，和全国人均GDP相当。从拉动经济的三大要素来看，近年西安市投资、消费和对外贸易增速波动均较大，其中2022年固定资产投资同比增长10.5%，主要得益于工业投资回暖。

表2 2022 年陕西省地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
西安市	11,486.51	4.4%	8.88	834.09	1,262.94
榆林市	6,543.65	5.6%	18.08	926.80	72.10
咸阳市	2,817.55	4.4%	6.89	115.58	112.17
宝鸡市	2,743.10	2.8%	8.38	92.65	58.97
延安市	2,231.93	4.6%	9.84	180.45	36.44
渭南市	2,201.13	4.0%	4.76	93.19	67.60

汉中市	1,905.45	4.3%	5.98	49.08	43.69
安康市	1,268.65	2.0%	5.13	31.37	43.41
商洛市	902.56	3.3%	4.46	26.89	25.33
铜川市	505.55	4.3%	7.17	22.24	11.76

注：铜川市人均GDP根据2022年末常住人口计算，其他地级市数据均来自国民经济和社会发展统计公报。
 资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 西安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	11,486.51	4.4%	10,688.28	4.1%	10,020.39	5.2%
固定资产投资	-	10.5%	-	-11.6%	-	12.3%
社会消费品零售总额	4,642.11	-5.2%	4,963.42	0.8%	4,989.33	-2.9%
进出口总额	4,474.10	0.8%	4,399.96	26.5%	3,473.80	7.2%
人均 GDP（万元）	8.88		8.37		7.74	
人均 GDP/全国人均 GDP	103.63%		103.35%		106.78%	

注：2020年人均GDP系根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：西安市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：西安市拥有电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药六大支柱产业，同时旅游产业优势突出，2023年以来区域旅游业复苏势头渐显。按照集群化发展思路，西安市支柱产业企业分布在各大园区内。规划以集成电路、智能终端和新型电子元器件等为重点，打造电子信息制造产业集群，“十四五”重点项目包括三星12英寸闪存芯片二期、8英寸功率器件生产线、奕斯伟硅产业基地、比亚迪高端智能终端生产二期、西安中兴新思南科技产业基地、海康威视西安科技园等。规划以新能源汽车、节能汽车和关键零部件等为重点，打造汽车产业集群，“十四五”重点项目包括陕汽重卡扩能、开沃纯电动车和零部件产业园等。规划以飞机制造、航空发动机和航天运载动力等为重点，打造航空航天产业集群。规划以超特高压输配电设备、工程机械和轨道交通装备等为重点，打造高端装备产业集群。规划以超导材料、铝镁新材料和太阳能光伏等为重点，打造新材料新能源产业集群。规划以现代食品、生物医药和医疗器械等为重点，打造食品和生物医药产业集群。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》等大唐文化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，西安曲江大雁塔·大唐芙蓉园景区荣获国家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。2021年11月，西安市政府发布了《西安市“十四五”文化和旅游发展规划》，规划中提出，西安市以建设国家中心城市、国际消费中心城市和建成具有历史文化特色的国际化大都市为目的定位，到2025年，文化旅游及相关产业增加值占GDP比重达到16%，全年接待境内外游客突破4.0亿人次，旅游业总收入达到5,000亿元。此外，2022年9月，西安市政府发布了《西安国际消费中心城市培育创建三年行动方案（2022-2024年）》，提出力争到2024年，西安市旅游总收入突破4,000亿元。当前西安文旅全面复苏，2023年春节假期，西安市监测的15家重点旅游景区累计接待227.79万人次，同比增长160%，恢复至2019年同期水平。

财政及债务水平：按自然口径计算，近年西安市一般公共预算收入波动增长，政府性基金收入规模较大，但2022年有所下降，需关注其稳定性，目前广义债务率偏高。2022年西安市一般公共预算收入为834.09亿元，同口径增长9.7%，增幅在全国15个副省级城市排第1位，但考虑退税减税降费等因素后，从自然口径来看，2022年西安市一般公共预算收入同比略有下降，财政自给率表现一般，一般公共预算收入质量仍较好。房地产行业景气度下行，2022年西安市政府性基金收入同比有所下降，未来仍需关注其稳定性。西安市的地方政府债务余额规模较大，但考虑到其政府性基金收入较大，规模远超省内其他各市，整体债务压力可控。截至2021年末，西安市广义政府债务率¹为402.52%，处于偏高水平。

表4 西安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	834.09	855.96	724.14
税收收入占比	72.45%	79.73%	78.94%
财政自给率	53.02%	58.05%	53.74%
政府性基金收入	1,262.94	1,460.39	1,207.32
地方政府债务余额	3,625.51	2,506.04	2,810.14

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

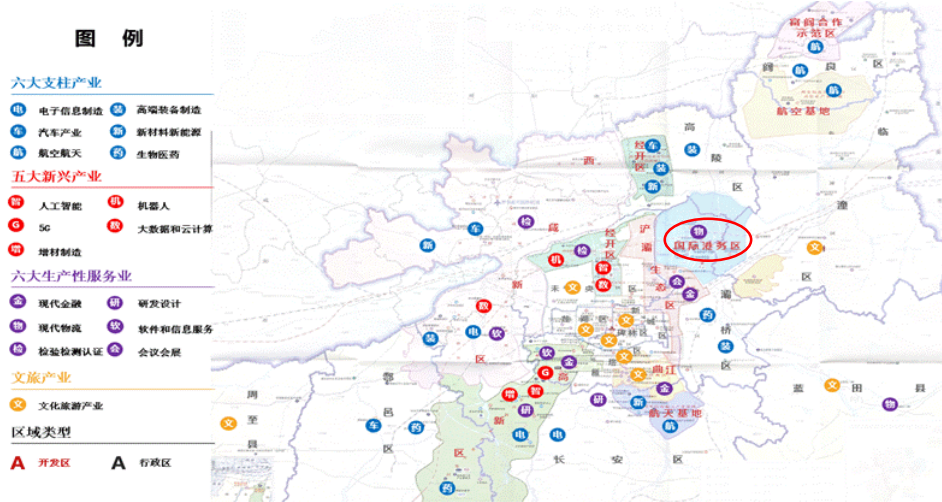
资料来源：西安市政府网站，中证鹏元整理

依托西安港物流通道和自贸试验区优势，西安国际港务区基本形成了临港产业、电子商务等五大主导产业体系，近年经济财政实力稳步增强，GDP 增速较高，财政收入持续增长，但债务压力较大

区位特征：西安国际港务区是陕西省、西安市践行国家“一带一路”倡议、建设对外开放大通道的重要抓手和主要平台，为陕西省自贸区的核心板块。西安国际港务区由西安市人民政府批准，于2008年设立，位于西安市主城区东北部的灞渭三角洲，浐河、灞河、泾河、渭河四水聚港，规划控制区120 平方公里，规划建设面积 89.89 平方公里。西安国际港务区是陕西省、西安市为打造内陆改革开放新高地而设立的经济先导区，是陕西省、西安市践行国家“一带一路”倡议、建设对外开放大通道的重要抓手和主要平台，是陕西自贸区的核心板块。自 2008 年组建以来，西安国际港务区按照“港-区-城”发展路径，依托“西安综合保税区、新筑铁路综合物流中心、西安公路港”三大核心平台，形成了以“长安号”国际货运班列、“西安港”、一类开放口岸、跨境电商综试区等为基础的对外开放格局，创立了“港口内移、就地办单、海铁联运、无缝对接”内陆港模式。西安国际港务区交通优势较明显，骨干路网与西安三环路、绕城高速无缝对接，距离西安咸阳国际机场 28 公里，西安高铁站 7 公里，距西安行政新中心仅 15 分钟车程，穿区而过的西安地铁 3 号线、地铁 14 号线已建成通车，园区对外与陕沪、包茂、连霍、福银等 8 条高速公路通过绕城无缝衔接，是国家多式联运示范基地。根据第七次全国人口普查结果，西安国际港务区常住人口 13.59 万人。

¹ 广义政府债务率=（地方政府直接债务余额+地区已发债城投有息债务）/（公共财政收入+政府性基金收入+上级补助收入）

图 2 西安国际港务区区位图



资料来源：西安市现代产业布局规划

经济发展水平：西安国际港务区近年来GDP保持高速增长，但增速持续下滑。2022年西安国际港务区GDP同比增长8.1%，增速较高但处于持续下滑态势。经济增长要素方面，近年西安国际港务区固定资产投资(不含农户)保持较快增速，2022年同比增长18.3%；社会消费品零售总额同比增长9.8%，消费有所回暖。在西安市八大开发区中，西安国际港务区GDP和一般公共预算收入规模均排名靠后，但政府性基金收入规模大、排名居于前列。

表5 2022年西安市主要开发区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入	政府性基金收入
西安高新技术产业开发区	3,104.30	10.1%	137.67	219.21
西安经济技术开发区	1,125.01	6.5%	53.97	39.71
西咸新区	624.85	3.5%	95.04	-
西安航天基地（陕西航天经济技术开发区）	396.98	8.8%	44.17	20.79
曲江新区	-	-	42.00	63.69
浐灞生态区	343.96	6.0%	25.15	18.39
西安国际港务区	-	8.1%	32.68	72.71
西安航空基地	-	9.3%	2.12	4.81

注：“-”表示数据尚未披露。

资料来源：各开发区政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表6 西安国际港务区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	-	8.1%	184.42	12.2%	155.61	18.6%
固定资产投资(不含农户)	-	18.3%	-	21.5%	-	30.6%
社会消费品零售总额	-	9.8%	-	2.9%	-	16.6%

资料来源：西安国际港务区 2020-2022 年全年主要经济指标完成情况、西安国际港务区官方网站，中证鹏元整理

产业情况：依托国际港务区西安港物流通道和自贸试验区优势，西安国际港务区基本形成了临港产业、电子商务、新金融、现代商贸物流、文体健康五大主导产业体系。十三五期间，西安国际港务区经济呈持续高速发展态势，产业发展规模不断壮大，全区形成了临港经济、电子商务、商贸物流、新金融、文体健康等五大主导产业体系。但西安国际港务区现代产业链体系还未形成，先进制造业基础相对薄弱，现代服务业发展规模和质量相对国内先进区域差距仍较大，现有产业相互依存度低，依靠创新驱动带动产业发展的能力较弱，仍缺少具有较强集聚效应和影响力的产业项目。

十四五期间，西安国际港务区将打造中欧班列（西安）集结中心，推进以长安号为核心的运产贸融合发展，加快形成面向中亚、南亚、西亚国家的通道，打造商贸物流枢纽，构筑内陆地区效率高、成本低、服务优的国际贸易通道；充分发挥自贸试验区先行先试优势，做强西安陆港型国家物流枢纽，推进海铁联运、公铁联运等多式联运建设，努力形成“干支结合、枢纽集散”的集疏运体系；建设进口贸易创新促进示范区，大力发展一般贸易、大宗贸易和跨境电商，实现“港产贸”融合一体化发展；积极打造面向“一带一路”的产业转移承接中心、国际贸易中心、金融服务中心、人文交流基地和多元化国际商事争端解决中心。

财政及债务水平：西安国际港务区一般公共预算收入持续增长，但税收收入占比持续下滑，财政自给率表现一般，广义政府债务率偏高。近年西安国际港务区一般公共预算收入持续增长，但税收收入占比持续性下滑，财政自给率表现一般，政府性基金收入规模持续减少。区域债务方面，西安国际港务区地方政府债务余额逐年增加，2021年末广义政府债务率²超过400%，债务压力较大。

表7 西安国际港务区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	32.68	30.34	21.11
税收收入占比	69.36%	76.7%	88.64%
财政自给率	59.01%	57.70%	42.01%
政府性基金收入	72.71	110.57	198.79
地方政府债务余额	153.59	143.84	134.90

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：西安国际港务区 2020-2022 年预算执行情况，中证鹏元整理

投融资平台：西安国际港务区发债城投平台有 2 家，分别为西安国际陆港投资发展集团有限公司（以下简称“陆港投资”）和公司。其中，陆港投资成立之初主要从事园区内的基础设施建设及保障房建设，2017 年以来加强市场化转型，聚焦临港贸易及物流等产业发展，目前主要从事中欧班列“长安号”运营、商品贸易，以及少量保障房建设、房地产开发等业务；公司主要从事园区内的基础设施建设和土

² 广义政府债务率=（地方政府直接债务余额+地区已发债城投有息债务）/（公共财政收入+政府性基金收入+上级补助收入）

地整理业务等。此外，为进一步提高国有资本运作效率，西安国际港务区管理委员会以公司和西安自贸港建设运营有限公司的净资产作为出资款，组建了港口控股，港口控股是西安国际港务区最重要的城市建设投资主体，同时从事中欧班列“长安号”运营等业务。

五、经营与竞争

公司是西安国际港务区重要的城市建设投资主体，主要从事西安国际港务区范围内的土地开发整理和基础设施建设，同时经营经营租赁、贸易、产品加工销售等业务

公司是西安国际港务区重要的城市建设投资主体，主要从事西安国际港务区范围内的土地开发整理和基础设施建设，以及贸易业务和产品加工销售等业务，并逐步拓展物业经营管理、供应链金融及产业投资等板块。土地整理及代建业务是公司的核心业务，2022年公司营业收入规模同比变化不大，主要来自土地整理业务、代建业务；同期销售毛利率有所上升，主要系往年毛利率较低的贸易收入占比下降，同时毛利率较高的经营租赁收入占比提升所致。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理业务	42.14	66.71%	10.91%	40.75	64.38%	11.07%
代建业务	6.52	10.33%	5.42%	5.64	8.92%	11.89%
贸易业务	2.33	3.70%	1.58%	12.96	20.48%	1.49%
经营租赁业务	3.52	5.57%	86.91%	0.70	1.10%	98.00%
其他	8.65	13.70%	23.52%	3.24	5.13%	75.76%
合计	63.16	100.00%	15.96%	63.29	100.00%	13.45%

注：其他主要包含处置投资性房地产和在建工程、委托贷款利息、资金占用费、融资租赁、产品销售等业务。

资料来源：公司 2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

（一）土地整理和代建业务

公司在西安国际港务区的土地整理和基础设施业务中占据主导地位，业务竞争力强，在建项目较多，业务持续性较好，但整体尚需投资规模较大，给公司带来较大的资金压力

公司基础设施建设和土地整理业务采用委托代建模式，委托方为港务区管委会，具体操作模式为：公司与港务区管委会签订《委托代建协议》、《土地开发整理委托协议》及相关补充协议、就个别具体项目签订委托建设管理协议，港务区管委会委托公司负责西安国际港务区范围内的基础设施建设和土地开发整理项目的建设、管理及融资等，公司定期向港务区管委会上报项目进度和投资情况，港务区管委会每年根据可用财力及项目情况按照当年审定的项目成本加成一定比例与公司结算，公司据此确认收入和结转成本。

同时，公司代建业务还采用与港务区管委会、西安国际港务区土地储备中心（以下简称“港务区土

储中心”）就具体项目签订回购协议书的形式开展，协议约定各项目暂定采购价（最终采购价款以项目决算金额为基础进行清算，与暂定采购价款可能存在出入），港务区管委会、港务区土储中心将采购资金纳入预算并在协议签订后按不低于暂定采购价款的80%支付款项，待项目决算完成，根据决算报告金额扣除已支付的相关费用后，多退少补。

受项目进度和结算进度影响，2022年公司土地整理收入和基础设施建设代建收入均有所增长，毛利率则受到具体项目和业务模式影响，存在波动。

表9 2022 年公司基础设施代建业务收入情况（单位：万元）

时间	项目名称	确认收入
2022 年	西安东北部 330 千伏架空输电线路迁改落地工程（国际港务区段）	54,123.06
	港兴路公交枢纽站 EPC 项目	1,066.06
	西安国际港务区西港花园学校外立面提升改造项目	431.19
	西安市第五污水处理厂排水口改造及西安国际港务区港宁路交港务大道、纺渭路交秦汉大道电力改造工程	9,603.67
	合计	65,223.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 2022 年公司土地整理业务收入情况（单位：万元）

时间	项目名称	确认收入
2022 年	第十四届全运会土地整理项目	421,378.40
	合计	421,378.40

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在土地整理的土地整理项目预计总投资260.81亿元，已完成投资203.07亿元；主要在基础设施建设项目预计总投资28.10亿元，已完成投资10.45亿元。公司主要在建项目未来仍需较大规模投入，面临较大的资金支出压力。

表11 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目类型	项目名称	预计总投资	累计总投资
土地整理	第十四届全运会土地整理项目	908,290.00	813,795.32
	六村（余家、东王、陆东、陆西、郝家、寨村）城改	626,340.00	369,473.25
	西安市国际港务区滋合周村、骏马村棚户区改造项目	434,993.00	303,223.79
	新筑铁路综合物流中心二期	282,403.11	267,623.10
	中欧班列（西安）集结中心配套设施建设整理项目	241,350.11	191,263.12
	国际港务区新寺村城改项目	68,918.50	58,498.33
	国际港务区兰家村城改项目	45,760.33	26,783.83
	小计	2,608,055.05	2,030,660.74
基础设施建设	西安东北部 330 千伏架空输电线路迁改落地工程（国际港务区段）	281,000.00	104,499.78
合计		2,889,055.05	2,135,160.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采用自建模式建造的项目尚需投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力，且项目建成后收益实现情况有待观察

公司部分项目采用自建模式。截至2022年末，公司主要在建的自营项目有交大一附院陆港医院项目和保障房建设项目（西安国际港务区新陆新居项目一期和杏园新居项目系自建项目，新筑新城二期、秦汉和苑项目、新合新苑项目和双寨尚苑项目系外购取得），预计总投资204.43亿元，已完成投资149.33亿元，未来仍需投入55.09亿元。

表12 截至 2022 年末公司主要在建自建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
交大一附院陆港医院	225,000.00	51,383.74
西安国际港务区新陆新居项目一期*	281,190.43	273,111.39
新筑新城二期	528,402.11	400,522.93
秦汉和苑项目	398,060.15	316,873.36
杏园新居项目	275,150.00	175,943.88
新合新苑项目	246,321.33	211,496.29
双寨尚苑项目	90,154.66	64,000.00
合计	2,044,278.68	1,493,331.59

注：标*项目为“22 西安港债 01/22 西港 01”、“22 西安港债 02/22 西港 04”募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

交大一附院陆港医院项目建设单位为西安港置业有限公司，资金主要来源于自筹和对外融资，公司只负责建设固定资产基础设施，后期计划出租或出售给陆港医院获取收益。保障房建设项目全面建成验收通过后，公司将按照约定价格向拆迁户出售安置房，项目收入主要来源于住宅、商业用房、地下停车位等物业的销售和运营，若未来安置房售价与成本之间出现差额，公司将与港务区管委会进行协商，以政府补助、资金注入、资产划拨或其他适当的方式给予公司一定补偿。

总体来看，公司自营项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力，且项目建成后收益实现情况有待观察。

（二）其他业务

受处置投资性房地产和在建工程影响，公司其他收入规模扩大，其中贸易业务收入减少且毛利率较低

公司的贸易业务主要由子公司西安港国际贸易有限公司负责，具体的业务模式为：首先，公司按照内部规定，核查客户的资信情况；其次，根据合格客户的订单情况，订购其需要的产品。目前，主要采购钢材、肉类等商品，公司多与贸易公司合作，采购所需产品。最后，根据合同规定支付采购金额，把相关产品转卖给客户，并给资信良好的客户一定的账期，逐步收回销售款。2022年公司实现贸易业务收入2.33亿元，受园区内工程建设钢材需求量减少影响，收入规模缩减，且公司贸易业务毛利率较低，同

时需关注公司贸易业务资金占用风险。

公司的经营租赁业务主要由子公司西安大通道融资租赁有限公司负责，具体的业务模式为：公司采购车辆等出租给承租人使用，承租人支付租金，公司向承租人提供设备及使用权的同时，还提供设备的维修、保养等其他专门的服务；除此之外，公司经营租赁业务还包括子公司西安自贸港资产管理有限公司出租奥体中心、商事法庭的收入。2022年公司实现经营租赁业务收入3.52亿元，毛利率为86.91%。

此外，公司还有融资租赁业务收入、保理业务收入、产品加工销售业务收入以及委托贷款利息、资金占用费等其他业务收入，2022年主要受公司处置投资性房地产中柳树余小学、兰家小学和在建工程中全运村中小学项目资产影响，当年其他收入规模扩大。

公司在资本注入和财政补贴方面得到较大力度的外部支持

公司作为西安国际港务区重要的基础设施建设主体，2022年仍然在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了政府的大力支持，港口控股向公司增资以及子公司西安港资本管理有限公司接收无偿划转的西安港金资商业服务合伙企业（有限合伙）股权，增加公司资本公积22.43亿元，同时公司无偿划转持有的西安自贸港城市发展有限公司股权减少资本公积2.99亿元；财政补助方面，2022年公司获得政府补贴金额3.23亿元。

六、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2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司进行了会计差错更正，对2021年财务数据进行了调整，故2021年财务数据采用2022年审计报告中期初数据。2022年公司合并范围新增3家子公司，减少5家子公司，2023年1-3月公司合并范围无变化，截至2023年3月末，公司合并范围一级子公司共8家，详见附录四。

公司经对2021年收入进行梳理后发现，2021年存在与港务区管委会土地整理项目收入结算单未入账的情况，公司根据真实性原则对2021年财务报表进行了调整并相应调整了应收账款、应交税费、所得税费用、税金及附加等科目；公司与债务人港务区管委会、债权人陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕金资”）签订了《债务重组协议》，依据上述协议陕金资针对该笔债权对公司存在追索权，公司错将该业务作为不具有追索权进行会计处理，终止确认应收账款，公司根据真实性原则对2021年财务数据进行了调整。

上述对会计差错更正对2021年合并财务数据影响如下：

受影响的比较期间报表科目	更正前金额（万元）	更正金额（万元）	更正后金额（万元）
--------------	-----------	----------	-----------

应收账款	195,209.25	110,451.82	305,661.08
存货	3,383,134.48	-51,800.00	3,331,334.48
应交税费	18,996.82	3,641.31	22,638.12
长期应付款	288,939.35	50,000.00	338,939.35
盈余公积	10,776.92	501.05	11,277.97
未分配利润	73,310.93	4,509.47	77,820.40
营业收入	574,791.73	58,145.50	632,937.23
营业成本	495,988.71	51,800.00	547,788.71
税金及附加	7,493.75	226.77	7,720.52
财务费用	34,434.47	-561.96	33,872.51
所得税费用	7,070.67	1,670.17	8,740.84
净利润	22,658.74	5,010.52	27,669.26

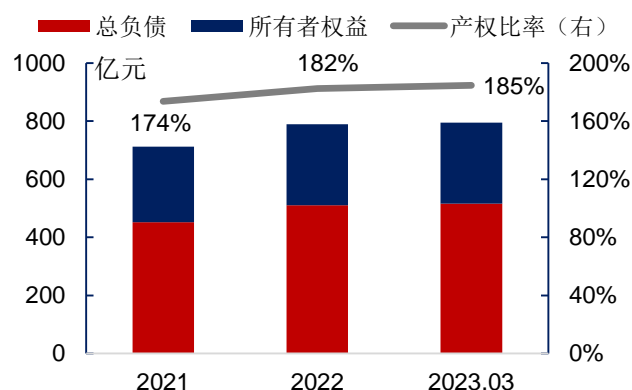
资料来源：公司 2022 年审计报告

资本实力与资产质量

公司资产规模呈快速增长态势，资本实力持续增强，但债务融资扩张较快；资产以存货、应收款项、投资性房地产等为主，其中应收款项对公司资金形成较大占用，回款时间具有不确定性，公司资产整体流动性较弱

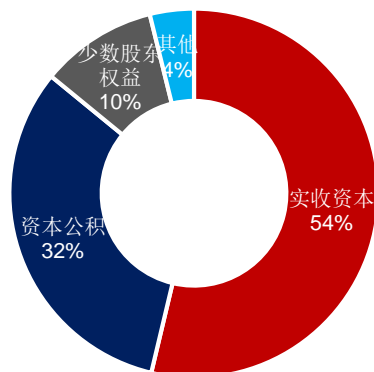
受益于利润积累及资产注入，公司所有者权益规模增长至2023年3月末的279.20亿元；随着借款及债券发行规模的增加，公司负债总额亦快速增长；2023年3月末，公司产权比率继续上升至185%，所有者权益对负债保障程度很弱。从所有者权益构成来看，2023年3月末公司所有者权益以实收资本为主，其次为资本公积。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产规模持续增长，截至2023年3月末为794.57亿元，以流动资产为主，2023年3月末流动资产占比为79.32%。

公司资产以存货、包含应收账款和其他应收款在内的应收款项以及投资性房地产为主要构成。2022年末公司存货主要为土地整理、基础设施代建项目及保障房项目（包含6个保障房项目，其中西安国际港务区新陆新居项目一期和杏园新居项目系自建项目，新筑新城二期、秦汉和苑项目、新合新苑项目和陆港新城·双寨尚苑系外购取得）的开发成本，其中含有较多已完工未结转的土地整理及基础设施代建项目，随着项目的持续推进，公司存货规模持续增长；应收账款主要系应收港务区管委会的代建款、土地整理款和资产处置款，当年公司处置投资性房地产中柳树余小学、兰家小学和在建工程中全运村小学项目资产以及持续开展土地整理、代建业务，致使应收账款大幅增加，2023年3月末应收账款规模随着公司业务开展持续上升。2022年末公司其他应收款主要系应收港务区管委会控股单位及股东的往来款，期末应收西安港投资集团有限公司、西安国际港务区城市建设发展有限公司、西安自贸港城市发展有限公司、西安港口文体产业发展有限公司和港口控股合计88.79亿元，占期末其他应收款的比重为65.44%，截至2022年末，公司应收款项合计204.48亿元，应收对象主要系港务区管委会及其控股单位，回收时间易受政府资金调剂而具有不确定性，对公司资金形成较大占用。2022年末公司投资性房地产大幅增加，主要系在建工程中的奥体中心项目、智能终端产业园项目等完工由在建工程科目转入所致。

其他资产方面，2022年末公司货币资金主要受支付项目款影响，规模同比下降，其中0.03亿元使用受限；预付款项主要系预付给港务区管委会征地拆迁管理办公室的征地拆迁款；在建工程主要系交大一附院陆港医院项目，规模大幅下降主要系项目完工转入投资性房地产以及处置资产所致；其他非流动资产主要为预付土地款。

截至2022年末，公司包括货币资金和存货在内的受限资产合计9.87亿元。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	31.00	3.90%	37.59	4.76%	54.20	7.61%
应收账款	81.14	10.21%	69.01	8.74%	30.57	4.29%
预付款项	35.37	4.45%	33.61	4.26%	34.78	4.88%
其他应收款	131.83	16.59%	135.47	17.16%	123.48	17.34%
存货	343.39	43.22%	342.99	43.44%	333.13	46.79%
流动资产合计	630.25	79.32%	625.70	79.25%	591.72	83.11%
在建工程	7.93	1.00%	7.24	0.92%	99.05	13.91%
投资性房地产	79.11	9.96%	79.11	10.02%	5.72	0.80%
其他非流动资产	2.53	0.32%	9.06	1.15%	0.67	0.09%
非流动资产合计	164.33	20.68%	163.80	20.75%	120.27	16.89%
资产总计	794.57	100.00%	789.49	100.00%	711.99	100.00%

资料来源：公司2022年审计报告及未经审计2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入规模同比变化不大，销售毛利率有所上升，其中土地整理和基础设施建设业务持续性较好，政府补助对公司利润贡献较大，但受区域财政政策调整影响存在波动性

公司是西安国际港务区重要的城市建设投资主体，收入主要来自土地整理、代建业务，公司2022年营业收入同比变化不大，因往年毛利率较低的贸易收入占比下降，同时毛利率较高的经营租赁收入占比提升，2022年公司销售毛利率有所上升，土地整理和基础设施建设业务毛利率则受到具体项目和业务模式影响，存在波动。截至2022年末，公司有多个在建土地整理及基础设施代建项目，未来收入来源较有保障。2022年公司资产处置收益主要来源于处置全运村中小学项目和柳林路隧道资产。

2022年公司收到的各项政府补贴和补助主要计入其他收益，对公司利润贡献较大，但未来区域财政政策调整可能导致补助规模波动。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
营业收入	17.51	63.16	63.29
营业利润	0.73	3.38	3.61
其他收益	0.01	3.23	0.23
资产处置收益	0.00	0.83	0.00
利润总额	0.73	3.37	3.64
销售毛利率	16.01%	15.96%	13.45%

资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债以刚性债务为主，债务规模较大且扩张较快，同时非标债务规模较大，一年内需偿付的债务规模较大，偿债能力指标表现较弱，公司面临较大的偿债压力

基于业务开展需要，公司外部融资规模持续扩大，截至2023年3月末，公司总债务规模454.77亿元，较2021年末增长62.26%，占负债总额的88.24%，以长期债务为主，2023年3月末长期债务占比为77.41%。从债务类型来看，公司债务以银行借款和债券融资为主，银行借款以保证借款为主，同时包括计入其他非流动负债的西安国际港务区棚户区改造项目国开行专项借款，公司应付债券包括发行的私募债“20西港01”、“21西港01”、“22西港02”“22西港03”和“22西港05”、北金所债权融资计划、美元债、中期票据“21西安港MTN001”、企业债“22西安港债01/22西港01”和“22西安港债02/22西港04”；2023年新发行私募债“23西港01”，同时公司非标融资规模较大，主要为计入长期应付款的融资租赁款，以及计入其他应付款的西安国际港务区兴港发展建设合伙企业（有限合伙）和长安国际信托股份有限公司的明股实债资金等。从债务到期分布情况来看，公司一年内需偿付的债务规模较大，面临一定集中偿付压力。

其他负债构成方面，2022年末公司应付账款主要系应付西安奥体中心控股有限公司、中国建筑第五

工程局有限公司、陕西建工国际陆港建设投资有限公司、中国十七冶集团有限公司和陕西建工集团有限公司的工程款，规模大幅增加主要系新增学校项目、奥体中心项目应付工程款所致；递延收益主要为项目补贴款，规模减少主要系奥体中心项目转入投资性房地产科目冲减账面价值所致。

表15 截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	274.61	34.80	29.54	28.65	181.62
债券融资	88.90	19.13	16.40	43.00	10.37
非标融资	90.66	27.10	35.79	4.99	22.78
合计	454.17	81.03	81.73	76.64	214.77

注：上表不含应付票据数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.60	1.09%	5.55	1.09%	4.92	1.09%
应付账款	36.39	7.06%	38.16	7.48%	8.61	1.91%
其他应付款	31.06	6.03%	23.18	4.55%	28.76	6.37%
一年内到期的非流动负债	74.06	14.37%	75.50	14.80%	39.43	8.73%
流动负债合计	154.70	30.02%	149.67	29.35%	84.36	18.67%
长期借款	166.95	32.39%	164.03	32.17%	170.60	37.77%
应付债券	78.83	15.30%	78.99	15.49%	65.21	14.43%
长期应付款	41.71	8.09%	45.06	8.84%	33.89	7.50%
递延收益-非流动负债	2.75	0.53%	2.75	0.54%	26.13	5.78%
其他非流动负债	70.10	13.60%	69.10	13.55%	71.52	15.83%
非流动负债合计	360.68	69.98%	360.28	70.65%	367.38	81.33%
负债合计	515.38	100.00%	509.95	100.00%	451.75	100.00%
总债务	454.77	88.24%	455.35	89.29%	280.28	62.04%
其中：短期债务	102.73	19.93%	103.52	20.30%	44.47	9.84%
长期债务	352.04	68.31%	351.83	68.99%	336.23	74.43%

资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至2023年3月末，公司资产负债率为64.86%，较2021年末略有上升。现金短期债务比方面，由于现金类资产的减少和短期债务规模的上升，2023年3月末公司现金短期债务比下降至0.34。2021-2022年公司EBITDA利息保障倍数持续位于低水平，EBITDA对公司债务利息的保障程度很弱。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支，公司作为西安国际港务区重要的城市建设投资主体，必要时可获得当地政府的支持，公司与多家金融机构建立了良好合作关系，截至2023年3月末授信总额581.16亿元，剩余额度仅27.43亿元，规模不大。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	64.86%	64.59%	63.45%
现金短期债务比	0.34	0.41	1.35
EBITDA 利息保障倍数	-	0.38	0.28

资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

根据公司提供的《公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司提供的《公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情况。

公司治理

根据公司提供的《诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

2022 年 1 月，公司副总理由袁小军、余婷变更为向俊威、范世秀。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月13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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计为122.95亿元，被担保对象主要系西安国际港务区的地方国企，但均未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

表18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保期限	是否有反担保
西安国际陆港投资发展集团有限公司	34,500.00	2022.1.18-2023.7.14	否
	10,000.00	2022.11.29-2023.11.29	否
	12,000.00	2020.4.1-2023.3.31	否
西安自贸港建设运营有限公司	55,000.00	2021.3.19-2023.3.18	否
	120,000.00	2021.8.26-2024.8.25	否
	65,000.00	2022.6.21-2025.6.20	否
	12,000.00	2021.8.11-2024.8.10	否
	19,850.00	2021.6.11-2023.6.10	否
	7,889.74	2021.8.6-2024.8.2	否
	29,922.08	2022.3.22-2023.3.21	否
	20,000.00	2022.3.31-2023.3.30	否
	11,800.00	2022.1.1-2023.12.31	否
	48,500.00	2022.9.23-2025.9.18	否
	33,283.00	2022.5.24-2025.5.23	否
	42,657.00	2022.10.17-2024.10.17	否
	30,000.00	2022.8.19-2023.11.19	否
	10,000.00	2022.9.1-2023.8.31	否
	49,500.00	2022.6.30-2024.6.29	否
	6,000.00	2021.1.29-2023.1.28	否
	3,600.00	2022.4.22-2023.4.22	否
	1,350.00	2022.4.29-2023.4.29	否
	810.00	2022.4.22-2024.4.22	否
	1,990.00	2022.4.29-2024.4.29	否
西安港投资集团有限公司	840.00	2022.5.7-2023.5.7	否
	950.00	2022.5.7-2024.5.7	否
	4,200.00	2022.5.13-2023.5.13	否
	2,080.00	2022.5.13-2024.5.13	否
	160.00	2022.6.24-2024.6.24	否
	1,500.00	2022.7.29-2024.7.29	否
	4,910.00	2022.5.13-2024.5.13	否
	9,410.00	2022.5.20-2024.5.20	否
	3,140.00	2022.5.27-2024.5.27	否
	5,510.00	2022.6.2-2024.6.2	否
	1,810.00	2022.6.17-2024.6.17	否
	640.00	2022.7.8-2024.7.8	否
	1,610.00	2022.7.15-2024.7.15	否
	2,770.00	2022.10.28-2024.10.28	否

	2,090.00	2022.11.4-2024.11.4	否
	1,575.00	2022.11.11-2024.11.11	否
	2,300.00	2022.11.15-2024.11.25	否
	5,721.00	2022.11.18-2024.11.18	否
	1,280.00	2022.11.25-2022.11.25	否
	200.00	2022.12.2-2024.12.2	否
	3,884.00	2022.12.9-2024.12.9	否
	2,200.00	2022.12.16-2024.12.16	否
	700.00	2022.12.23-2024.12.23	否
	300.00	2022.12.30-2024.12.30	否
	54,000.00	2022.5.30-2030.5.29	否
西安自贸港城市发展有限公司	78,500.00	2020.6.2-2033.6.1	否
	33,700.00	2020.9.16-2033.9.15	否
	10,000.00	2022.1.18-2025.1.18	否
西安港生态环境治理有限公司	75,000.00	2020.9.16-2035.9.15	否
	65,000.00	2022.3.31-2037.3.27	否
西安港文体产业发展有限公司	72,151.61	2021.3.22-2036.3.21	否
	70,000.00	2021.5.28-2035.5.27	否
	70,000.00	2022.2.23-2035.1.26	否
	15,730.00	2021.8.6-2023.8.5	否
合计	1,229,513.43	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是西安市下属企业之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，西安市政府提供特殊支持的意愿为强，主要体现在以下方面：

（1）公司与西安市政府的联系紧密度低。港口控股持有公司100%股权，西安市政府未直接对公司持股，对公司的经营战略和业务运营不具有影响力，公司与西安市政府的业务联系少，没有获得过西安市政府的政府支持，同时展望未来，公司与西安市政府的联系将比较稳定。

（2）公司对西安市政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，公司本部在供水、供电、公交等领域不具有区域专营性，政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，公司在基础设施建设方面对当地政府的贡献很大，作为已发债平台，一旦发生违约会对地区金融生态环境和融资成本将产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押担保提升了“22西安港债01/22西港01”的安全性

为保障债券持有人的利益，公司以其全资子公司西安港鹏远置业有限公司（以下简称“鹏远置业”）拥有的1宗土地使用权为“22西安港债01/22西港01”的还本付息提供抵押担保，抵押的土地使用权面积为68,954.10平方米，用途为城镇住宅用地，使用权类型为出让。

根据公司、鹏远置业与天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）签订的《2022年陕西省西安港实业有限公司公司债券国有土地使用权抵押合同》及《2022年陕西省西安港实业有限公司公司债券抵押资产监管协议》，债券土地抵押担保的范围包括主债权（全部已发行的债券的本金），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发生的费用、以及抵押权人实现担保权利和债权所产生的费用（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）。同时，在债券存续期间，公司应聘请经天风证券认可的资产评估机构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债券初次评估报告基准日在当年的对应日，年度评估报告出具时间不应迟于该报告基准日的20个工作日。当抵押土地评估总价值低于债券未偿还本金及一年利息的1.5倍时，公司应在收到抵押资产监管机构出具的《追加抵押资产通知书》后40个工作日内完成对追加的抵押资产的价值评估和抵押登记办理。公司因经营发展需要，可对抵押资产进行置换，但应对拟置入抵押资产进行评估，并保证评估价值不低于拟置出资产评估价值。当抵押资产总价值超过债券未偿还本金及一年期利息的2.0倍时，公司有权向债权代理人申请对超过2.0倍部分的抵押资产进行释放。

截至2022年3月末，公司已按约定完成抵押资产抵押登记手续。陕西中元房地产评估股份有限责任公司于2022年11月18日出具了“陕中元[2022]估字第084号”土地估价报告（以下简称“土地估价报告”），以2022年11月4日为评估基准日，对用于抵押的1宗土地进行了评估。抵押资产评估价值为115,318.84万元。考虑到当地房地产和土地市场存在波动性，该宗土地的变现能力受市场环境存在一定不确定性。

上述国有土地使用权评估价值与债券本金及一年利息的比率为1.56，满足债券发行对抵押比率不得低于1.50倍的约定。

表19 抵押土地使用权情况（单位：万元，平方米）

估价期日土地使用权人	土地使用证号	面积	位置	用途	评估价值
西安鹏远置业有限公司	陕（2021）西安市不动产权第0149205号	68,954.10	西安国际港务区草南二路以北、鹿港路以东	城镇住宅用地	115,318.84

资料来源：土地估价报告，中证鹏元整理

三峡担保提供的保证担保有效提升了“22西安港债02/22西港04”的信用水平

根据三峡担保出具的担保函，承诺为“22西安港债02/22西港04”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支

付的费用，保证的期间为债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人、债券代理人在此期间未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在保证债务诉讼时效期限届满之前向担保人追偿或发生其他法定担保人免责情形的，担保人免除保证责任。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理集团有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2022年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务板块主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。虽然 2021 年债券类担保和借款类担保规模大幅增长，但同期解除担保规模较大，三峡担保的期末担保余额增幅不大。2022 年三峡担保进行了业务调整，借款类融资担保发生额大幅下降，非融资担保业务发生额大幅增长。截至 2022 年末，三峡担保的担保余额为 952.79 亿元，其中债券类担保余额占比为 71.89%。

表20 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	584.35	658.33	284.35
其中：债券类担保	178.90	192.48	44.27
借款类担保	153.61	315.59	104.44
其他融资担保	4.50	0.00	0.00
非融资担保	247.34	150.26	135.64
当期解除担保额	532.67	605.66	276.97
期末担保余额	952.79	901.12	848.44
其中：债券类担保余额	684.96	651.32	619.81
借款类担保余额	161.04	165.98	135.27
其他融资担保	4.17	1.25	2.41
非融资担保余额	102.63	82.57	90.96
融资担保责任余额	494.87	480.20	356.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.19	8.49	6.33

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以AA为主，客户主要分布在重庆、湖北、四川、江西、山东和湖南等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市38个区县，另有少量位于成都市，相关业务余额基本保持稳定。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至2022年末，三峡担保的借款类担保余额为161.04亿元。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年4月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模快速增长，2022年非融资担保发生额为247.34亿元，期末余额为102.63亿元。

截至2022年末三峡担保的资产总额为119.83亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金、和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为18.20亿元、38.22亿元、31.51亿元和10.56亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信，截至2022年末委托贷款和债券投资的账面价值分别为8.29亿元和27.89亿元，累计计提的减值准备分别为1.21亿元和0.03亿元，考虑到逾期委托贷款比例较高，需关注委托贷款的信用风险。

截至2022年末三峡担保的负债总额为41.21亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为17.94亿元、11.10亿元、3.40亿元和2.38亿元，其中其他应付款主要包括应付债权受让款1.71亿元和应付借款1.09亿元。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022年三峡担保实现营业收入11.34亿元，其中已赚担保费的收入占比为74.95%，当期实现净利润4.49亿元，净资产收益率为6.17%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，近年来三峡担保的当期代偿额持续增长，2022年发生代偿6.70亿元，当期回收2.20亿元。截至2022年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为1.34%和40.19%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。

表21 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	119.83	110.25	108.61
其中：货币资金	18.20	18.09	17.82
应收代偿款净额	10.56	9.28	7.29
所有者权益合计	78.63	66.85	67.90
营业收入	15.13	12.95	10.74
其中：已赚担保费	11.34	9.04	6.92
利息收入	3.32	3.31	2.18

净利润	4.49	3.76	2.95
净资产收益率	6.17%	5.57%	4.30%
累计担保代偿率	1.34%	1.35%	1.44%
累计代偿回收率	40.19%	40.87%	34.81%
拨备覆盖率	329.56%	350.74%	379.05%

资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；受益于担保业务规模的较快增长，近年来三峡担保已赚担保费持续攀升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，“22西安港债02/22西港04”由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了其信用水平。

十、结论

公司是西安国际港务区重要的城市建设投资主体，主要从事西安国际港务区范围内的土地开发整理和基础设施建设等。西安市城市定位较高，经济财政实力较强，已形成电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药六大支柱产业，旅游产业优势突出；近年来西安国际港务区经济保持较快增长，一般公共预算收入持续增长且收入质量较好，为公司发展提供了良好的基础。公司资产以存货、应收款项等为主，整体流动性较弱，总债务规模较大、扩张较快，偿债能力指标表现较弱，且近年经营活动产生的现金流量净额波动较大，在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力和偿债压力。但公司营业收入规模基本稳定，在建的土地整理和代建业务项目较多，业务持续性较好。此外，公司有望持续获得较大力度的外部支持。总体而言，公司整体抗风险能力较强。此外，国有土地使用权抵押担保提升了“22西安港债01/22西港01”的安全性；重庆三峡担保提供的保证担保有效提升了“22西安港债02/22西港04”的安全性。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22西安港债01/22西港01”的信用等级为AA+、维持“22西安港债02/22西港04”的信用等级为AAA。

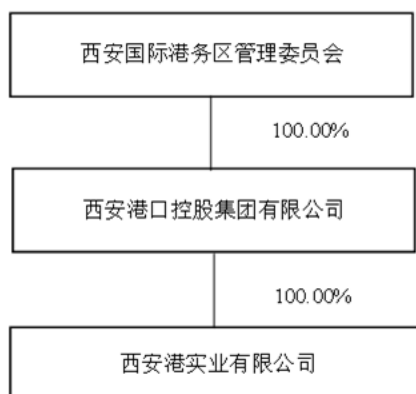
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	31.00	37.59	54.20	117.34
应收账款	81.14	69.01	30.57	30.12
交易性金融资产	4.29	4.23	5.94	0.00
预付款项	35.37	33.61	34.78	46.69
其他应收款	131.83	135.47	123.48	118.18
存货	343.39	342.99	333.13	250.02
其他流动资产	3.20	2.68	9.35	4.42
流动资产合计	630.25	625.70	591.72	566.78
在建工程	7.93	7.24	99.05	55.07
长期股权投资	61.94	61.50	5.11	5.36
投资性房地产	79.11	79.11	5.72	5.70
其他非流动资产	2.53	9.06	0.67	1.54
非流动资产合计	164.33	163.80	120.27	76.95
资产总计	794.57	789.49	711.99	643.73
短期借款	5.60	5.55	4.92	1.03
应付账款	36.39	38.16	8.61	3.45
其他应付款	31.06	23.18	28.76	29.90
一年内到期的非流动负债	74.06	75.50	39.43	60.62
其他流动负债	5.01	5.02	0.02	0.00
流动负债合计	154.70	149.67	84.36	96.92
长期借款	166.95	164.03	170.60	151.59
应付债券	78.83	78.99	65.21	47.49
长期应付款	41.71	45.06	33.89	16.16
递延收益-非流动负债	2.75	2.75	26.13	22.74
其他非流动负债	70.10	69.10	71.52	73.67
非流动负债合计	360.68	360.28	367.38	311.69
负债合计	515.38	509.95	451.75	408.61
总债务	454.77	455.35	280.28	350.67
所有者权益	279.20	279.54	260.25	235.12
营业收入	17.51	63.16	63.29	47.23
营业利润	0.73	3.38	3.61	2.79
其他收益	0.01	3.23	0.23	0.19
利润总额	0.73	3.37	3.64	2.87
经营活动产生的现金流量净额	-8.61	1.27	-9.62	4.66
投资活动产生的现金流量净额	-6.86	-61.10	-117.79	-90.06
筹资活动产生的现金流量净额	8.88	43.08	64.32	110.53

财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	16.01%	15.96%	13.45%	11.46%
资产负债率	64.86%	64.59%	63.45%	63.48%
短期债务/总债务	22.59%	22.73%	15.87%	17.61%
现金短期债务比	0.34	0.41	1.35	1.90
EBITDA（亿元）	-	10.22	6.16	4.24
EBITDA 利息保障倍数	-	0.38	0.28	0.23

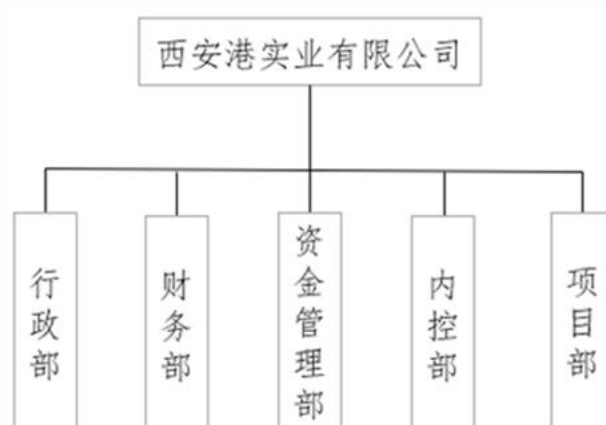
资料来源：公司 2020、2022 年审计报告及未经审计 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年 3 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	西安港资本管理有限公司	300,000.00	100.00%	贸易业务
2	西安大通道融资租赁有限公司	100,000.00	100.00%	融资租赁业务
3	西安自贸港资产管理有限公司	559,400.00	70.20%	固定资产投资运营
4	西安自贸港商业保理有限公司	100,000.00	100.00%	保理业务
5	西安港产业投资有限公司	100,000.00	100.00%	产业投资
6	西安港国际投资管理有限公司	50,000.00	100.00%	物流、贸易业务
7	西安港物业管理有限公司	5,000.00	100.00%	房地产业
8	西安自贸港置业有限公司	100,000.00	100.00%	房地产业

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。