



2021年西安世园投资(集团)有限公司公司债券2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年西安世园投资(集团)有限公司公司债券2024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 |
| 21 世园债 | AAA | AAA |

评级观点

- 本次评级上调主要是基于：西安市经济财政实力较强，浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，近年来经济持续增长，2023 年底浐灞生态区与西安国际港务区整合为西安浐灞国际港后，区域经济财政实力将进一步增强，为西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“世园集团”或“公司”）的发展提供有力支撑；公司主要从事的西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设业务可持续性较好，2023 年公司股东西安浐灞生态区管理委员会向公司增资 15.80 亿元，显著增强了公司的资本实力，2024 年一季度，根据西安浐灞国际港管理委员会的西港函〔2024〕6 号文件，由西安浐灞生态区管理委员会以西安国际会展中心二期项目土地评估价值和经审计的建设资金对公司投资，其中土地评估价值为 7.52 亿元，建设资金 29.00 亿元，合计 36.52 亿元，未来完成产权变更后，公司资本实力有望进一步增强；保证担保有效提升了“21 世园债”的信用水平。同时中证鹏元关注到项目开发成本和期限较长的应收性质款项对公司资金形成了较大规模的占用，公司资产流动性不佳，在建项目所需投资规模较大，区域合并后公司基础设施建设业务开展区域及业务规模或将扩大，面临较大资本性支出和短期偿债压力，以及存在一定或有负债风险等风险因素。

评级日期

2024 年 6 月 28 日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司从事的西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：崔彬杨
cuiby@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2024.3 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 538.04 | 548.86 | 529.68 | 500.02 |
| 所有者权益 | 201.93 | 201.62 | 180.03 | 170.52 |
| 总债务 | 232.24 | 232.71 | 238.39 | 211.66 |
| 资产负债率 | 62.47% | 63.27% | 66.01% | 65.90% |
| 现金短期债务比 | 0.07 | 0.09 | 0.38 | 0.73 |
| 营业收入 | 7.62 | 26.08 | 25.90 | 29.82 |
| 其他收益 | 0.03 | 0.25 | 0.22 | 0.30 |
| 利润总额 | 0.42 | 3.42 | 1.50 | 2.70 |
| 销售毛利率 | 16.95% | 8.49% | 8.05% | 12.09% |
| EBITDA | -- | 7.34 | 2.15 | 3.36 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.60 | 0.19 | 0.27 |
| 经营活动现金流净额 | -4.21 | -12.35 | -26.69 | -10.41 |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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，西安浐灞国际港整合完成后，经济财政实力将进一步增强。**西安市城市定位较高，旅游产业优势突出，2023 年以来区域旅游业加速复苏，且在电子信息、汽车等六大支柱产业的有力支撑下，经济财政实力较强。浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，以会议会展、文化旅游、现代金融产业为主导，近年地区生产总值和财政收入持续增长；2023 年 12 月，中共西安市委办公厅、西安市人民政府办公厅印发《整合优化国际港务区与浐灞生态区管理体制和机构编制工作方案》（以下简称“《整合优化工作方案》”），将西安浐灞生态区党工委、管委会与西安国际港务区党工委、管委会整合，两个机构整合后简称西安浐灞国际港党工委、管委会，为市委、市政府派出机构。浐灞生态区与西安国际港务区合并为西安浐灞国际港后，经济财政实力预计将进一步增强，为公司发展提供了良好基础。
- **公司主要在建基础设施建设项目和自营项目较多，业务可持续性较好。**公司主要从事西安世园会运营管理及周边基础设施配套项目建设业务，截至 2023 年末，公司在建及拟建的基础设施项目和自营项目较多，基础设施建设业务可持续性较好。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**自成立以来，公司股东持续给予公司资本支持，推动公司实收资本由 3,000.00 万元增加至 2022 年末的 151.58 亿元。2023 年，西安浐灞生态区管理委员会以债权转股权的方式向公司增资 15.80 亿元，显著增强了公司的资本实力。此外，2024 年一季度，根据西安浐灞国际港管理委员会的西港函〔2024〕6 号文件，由西安浐灞生态区管理委员会以西安国际会展中心二期项目土地评估价值和经审计的建设资金对公司投资，其中土地评估价值为 7.52 亿元，建设资金 29.00 亿元，合计 36.52 亿元，该资产因尚未完成产权变更未在 2024 年一季度入账，未来完成产权变更后，公司资本实力有望进一步增强。此外，公司持续收到计入其他收益的政府补助，提升了公司利润水平。
- **保证担保有效提升了“21 世园债”信用水平。**经中证鹏元综合评定，陕西信用增进投资股份有限公司（以下简称“陕西增信”）主体信用等级为 AAA，其为“21 世园债”提供的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。

关注

- **项目开发成本和期限较长的应收款项对公司资金形成了较大规模的占用，整体资产流动性不佳。**截至 2023 年末，公司资产以存货、在建工程、应收款项和投资性房地产为主要构成，2023 年末上述资产合计占公司总资产的 86.28%，其中存货和在建工程主要系工程资产，应收款项回收周期存在较大不确定性，此外公司存在一定规模未办妥权证的房屋及建筑物资产，资产即时变现能力较差。
- **公司在建项目所需投资规模较大，区域合并后公司基础设施建设业务开展区域及业务规模或将扩大，预计后续将面临较大的资本支出压力。**截至 2023 年末，公司在建的代建基础设施项目及在建、拟建自营项目尚需投资规模较大。浐灞生态区与西安国际港务区合并为西安浐灞国际港后，公司基础设施建设业务开展区域及业务规模或将扩大，考虑到近年公司经营现金流净额持续为负，公司将面临较大的资本支出压力。
- **公司存在较大短期偿付压力和一定或有负债风险。**随着短期债务规模占比的上升，公司现金短期债务比持续下降，面临较大短期偿付压力；截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 112.73 亿元，占同期末净资产的 55.91%，其中对西安浐灞发展集团有限公司担保余额为 106.09 亿元。公司与西安浐灞发展集团有限公司的实际控制人均为浐灞生态区管委会，双方存在较大规模的互相担保；此外，公司对购房个人也提供了较大规模担保，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 |
|--------------------|--------------------|
| 基础设施投资类企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2024V1.0 |
| 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 | 6/7 | 经营&财务状况 | 经营状况 | 6/7 |
| | | | | 财务状况 | 4/7 |
| | ESG 因素 | | | | 0 |
| | 审计报告质量 | | | | 0 |
| | 不良信用记录 | | | | 0 |
| 调整因素 | 补充调整 | | | | -1 |
| 个体信用状况 | | | | | aa- |
| 外部特殊支持 | | | | | 2 |
| 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

- 公司是承担西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设的重要主体，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非常强，主要体现在公司与西安市政府的联系紧密度中等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极强，主要体现为西安市战略定位较高，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对经济增长形成有力支撑，叠加旅游产业优势突出，2023 年以来区域旅游业加速复苏，消费逐步回暖，推动经济和综合财力提升。

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 |
|--------|----------|----------|-----------|-----------|
| 21 世园债 | 7.00 | 5.60 | 2023-6-28 | 2028-4-29 |

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2021年4月发行7年期7亿元公司债券，募集资金计划用于西安丝路国际会议中心项目。截至2024年4月30日，“21世园债”募集资金专项账户余额为1,126,400.07元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”）以向公司划转的会展一期相关款项15.80亿元¹的债权转为公司的注册资本金，向公司增资。截至2024年3月末，公司注册资本及实收资本均为167.38亿元。公司股东包括浐灞管委会、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，其中浐灞管委会直接持股比例为79.1497%，为公司控股股东及实际控制人，截至2024年3月末公司股权结构图见附录二。

跟踪期内公司合并报表范围减少一家子公司，系出售子公司西安世园润盈置业有限公司51%股权。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

| 跟踪期内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 |
| 西安世园润盈置业有限公司 | 100.00% | 24.49 | 房地产开发销售 | 出让 51% 股权 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，

¹ 其中西安浐灞生态区管理委员会向公司转款 11.85 亿元，西安浐灞生态区管理委员会委托土储向公司转款 3.95 亿元。

制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设

施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

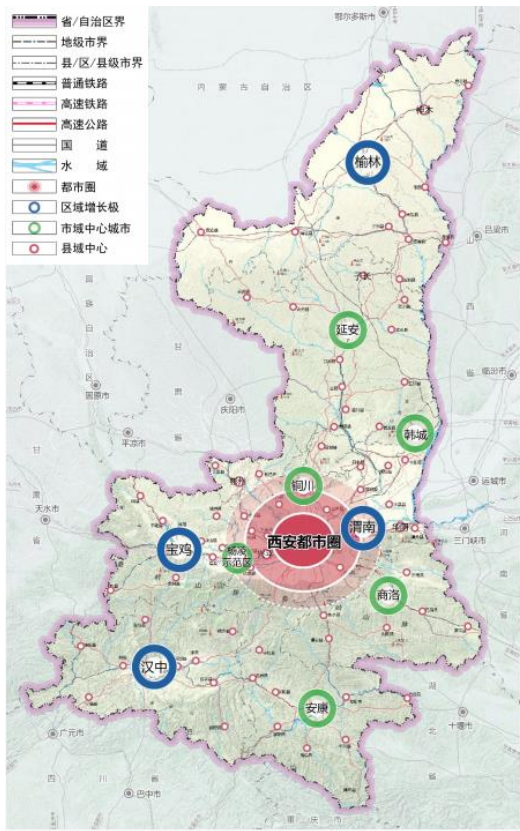
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

西安市战略定位较高，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对经济增长形成有力支撑，叠加旅游产业优势突出，2023年以来区域旅游业加速复苏，消费逐步回暖，推动经济和综合财力提升，区域政府债务余额增速放缓

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，截至2023年末常住人口1,307.82万人，较上年末增加8.23万人。西安市下辖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）、7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、浐灞国际港、曲江新区、阎良国家航空高技术产业基地、国家民用航天产业基地和西咸新区），其中浐灞国际港由浐灞生态区和国际港务区自2023年末合并整合形成。

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：西安市经济实力远超省内其他各市，2023年以来区域消费和工业投资回暖，但房地产投资降幅较大。近年西安市GDP持续保持增长，经济实力远超省内其他各市，2023年西安市GDP增速同比继续回升，与全国平均水平持平，其中第三产业同比增速为4.7%，较2022年的1.3%明显改善，主要系区域消费逐步回暖所致，2023年西安市服务业增加值同比增长亦达到4.7%。2023年西安市三次产业结构为2.71:34.53:62.77，第三产业是区域主导产业。2023年西安市人均GDP为9.21万元，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，从2023年来看，固定资产投资与2022年基本持平，但不同行业的投资表现差异较大，其中汽车制造和航空运输业投资同比增速在50%左右，而房地产投资同比下降11.3%；消费持续恢复，社会消费品零售总额同比增长3.7%，外贸进口和出口总值均有下降。

表2 2023 年陕西省主要地级市经济财政指标情况（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 | 12,010.76 | 5.2% | 9.21 | 951.92 | 1,321.44 |
| 榆林市 | 7,091.44 | 4.4% | 19.63 | 661.88 | 81.26 |
| 咸阳市 | 2,878.26 | 4.3% | 6.94 | 138.63 | 78.03 |
| 延安市 | 2,280.24 | 1.8% | 10.07 | 165.13 | 34.22 |

| | | | | | |
|-----|--------|------|------|--------|-------|
| 渭南市 | - | 3.3% | - | 106.73 | 39.86 |
| 铜川市 | 510.63 | 4.3% | 7.19 | 25.14 | 9.05 |

注：铜川市人均 GDP 根据 2022 年末常住人口计算。

资料来源：各市经济运行报告、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 | 2023 年 | | 2022 年 | | 2021 年 | |
|-----------------|-----------|--------|-----------|-------|-----------|--------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 12,010.76 | 5.2% | 11,486.51 | 4.4% | 10,688.28 | 4.1% |
| 固定资产投资 | - | 0.1% | - | 10.5% | - | -11.6% |
| 社会消费品零售总额 | 4,811.60 | 3.7% | 4,642.11 | -5.2% | 4,963.42 | 0.8% |
| 进出口总额 | 3,597.59 | -17.4% | 4,474.10 | 0.8% | 4,399.96 | 26.5% |
| 人均 GDP（万元） | 9.21 | | 8.88 | | 8.37 | |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 103.10% | | 103.63% | | 103.35% | |

资料来源：西安市 2021-2023 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，对经济增长形成有力支撑；同时旅游产业优势突出，2023年以来区域旅游业加速复苏。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。2023年西安市规模以上工业增加值同比增长9.0%，分别高于全国、全省 4.4和 4.0个百分点，其中汽车制造业、电子元件及电子专用材料制造业、航空、航天器及设备制造业等产业增速表现较好，支柱产业对经济增长形成有力支撑。

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。2023年西安市接待游客2.78亿人次、旅游收入3,350亿元，分别

增长33.9%、65.1%，旅游业加速复苏，推动区域交通、住宿、餐饮、零售以及其他娱乐活动消费增长，从而带动经济增速提升。

财政及债务水平：经济增长叠加退税政策趋于常态，2023年西安市一般公共预算收入和政府性基金收入均有所增长，带动综合财力提升，政府债务余额增速放缓。2023年西安市一般公共预算收入为951.92亿元，同比增长14.1%，增幅在全国15个副省级城市分别排名第3；剔除增值税留抵退税因素后，同口径增长7.7%。2023年西安市税收占比与上年持平，一般公共预算收入质量较好，财政自给率提升主要系财政增收节支所致。2023年西安市政府性基金预算收入1,321.44亿元，同比增长4.6%，主要系土地使用权出让收入增长带动，但考虑到房地产行业景气度下行以及2023年全市房地产投资降幅较大，后续仍需关注政府性基金收入的稳定性。西安市地方政府债务余额规模较大，2023年增速放缓，年末规模达到4,000亿元，占陕西省政府债务余额的37.10%。

表4 西安市主要财政指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|----------|----------|----------|----------|
| 一般公共预算收入 | 951.92 | 834.09 | 855.96 |
| 税收收入占比 | 72.27% | 72.45% | 79.73% |
| 财政自给率 | 55.06% | 53.02% | 58.05% |
| 政府性基金收入 | 1,321.44 | 1,262.94 | 1,460.39 |
| 地方政府债务余额 | 4,027.84 | 3,625.51 | 2,506.04 |

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

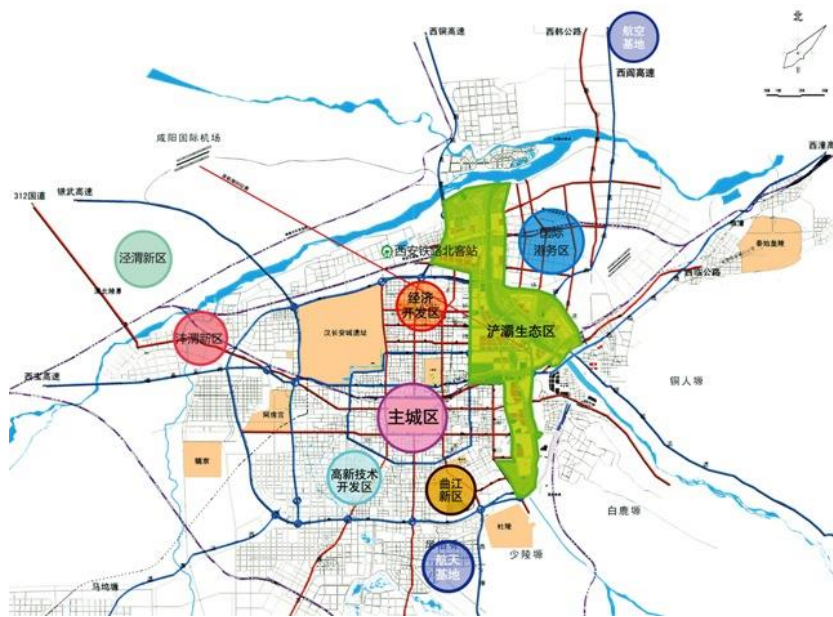
资料来源：西安市 2021-2023 年预决算报告，中证鹏元整理

浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，以会议会展、文化旅游、现代金融产业为主导，近年地区生产总值持续增长，财政收入稳定增长，但政府性基金收入持续下降；西安国际港务区和西安浐灞生态区整合为西安浐灞国际港后，经济财政实力将进一步增强

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、灞河两河四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。根据第七次全国人口普查结果公布，辖区常住人口55.00万人，较2010年增长97.34%。

2023年12月，中共西安市委办公厅、西安市人民政府办公厅印发《整合优化工作方案》，将西安浐灞生态区党工委、管委会与西安国际港务区党工委、管委会整合，两个机构整合后简称西安浐灞国际港党工委、管委会，为市委、市政府派出机构。西安浐灞国际港党工委、管委会实行一套机构、一个班子、一体化管理的体制机制，保留西安国际港务区和西安浐灞生态区开发建设职能职责和相关授权不变。

图 2 浐灞生态区地理区位图



资料来源：西安浐灞生态区管理委员会网站

经济发展水平：浐灞生态区以第三产业为主，近年地区生产总值保持增长。近年浐灞生态区地区生产总值持续增长，2023年全区三次产业结构为0.0:43.5:56.5，以第三产业为主。从拉动经济的大三要素来看，浐灞生态区对外贸易规模不大，2023年固定资产投资增长较快，全区有省市级重点项目42个（18个续建，5个新开工，19个前期），23个在建项目全年累计完成投资225亿元，完成年计划投资的107.88%；从投资结构看，房地产投资170.68亿元，城镇投资206.64亿元。消费方面，2023年浐灞生态区社会消费品零售总额同比增长8.1%。

表5 2022-2023 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% | 170.19 | 230.02 |
| 西安经济技术开发区 | 1,125.01 | 6.5% | 60.30 | 46.06 |
| 西咸新区 | 624.85 | 3.5% | 126.20 | 352.10 |
| 西安航天基地（陕西航天经济技术开发区） | 396.98 | 8.8% | - | - |
| 曲江新区 | - | - | 46.19 | 27.57 |
| 浐灞生态区 | 343.96 | 6.0% | 30.94 | 19.85 |
| 西安国际港务区 | 204.29 | 8.1% | 40.74 | 108.93 |
| 西安阎良国家航空高技术产业基地 | 55.82 | 9.3% | 2.99 | 6.07 |

注：“-”表示数据未公布，表格中GDP及GDP增速系2022年数据，一般公共预算收入和政府性基金收入为2023年数据。
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 浐灞生态区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|----|--------|--------|--------|
|----|--------|--------|--------|

| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
|-------------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 地区生产总值(GDP) | 359.64 | 3.0% | 343.96 | 6.0% | 306.87 | 1.4% |
| 固定资产投资 | 389.82 | 20.2% | - | 0.1% | 401.72 | -17.9% |
| 社会消费品零售总额 | 468.3 | 8.1% | 433.21 | -5.0% | 455.82 | 5.9% |

注：“-”系数据未公布。

资料来源：西安浐灞生态区管理委员会网站，中证鹏元整理

表7 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 | 2023 年 | | 2022 年 | | 2021 年 | |
|--------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | - | 6.50% | 204.29 | 8.1% | 184.42 | 12.2% |
| 固定资产投资(不含农户) | - | 24.5% | - | 18.3% | - | 21.5% |
| 社会消费品零售总额 | - | -16.0% | - | 9.8% | - | 2.9% |

注：“-”表示未获取相关数据。

资料来源：西安国际港务区官方网站，中证鹏元整理

产业情况：浐灞生态区以会议会展、文化旅游、现代金融产业为主导。“十三五”期间，浐灞生态区以会议会展、生态旅游、绿色金融为主的现代服务业骨架雏形初现。西安国际会展中心二期部分区域启动建设，浐灞生态区荣获首批全国生态旅游胜地、文旅融合特色地标奖，推动前海金融中心建成，灞柳基金小镇获评中国最具影响力基金小镇。“十四五”期间全区将着力构建形成以大会议会展为核心，文化（生态）旅游与现代（绿色）金融为重点，以数字经济为融合加速器的生产性服务业发展体系。到2025年，形成会议会展、文化旅游、现代金融三大百亿级产业的主导地位。

发展规划及机遇：“浐灞+港务区”合并为一“港”后，将扩大区位优势，地区经济及财政收入规模将显著扩大。西安国际港务区于2010年11月获国家发展改革委批复，作为陕西省、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、打造丝绸之路经济带新起点、建设对外开放大通道的重要抓手和主要平台，陕西自贸区的核心板块，也是大西安国家中心城市建设的东部新中心和第十四届全运会主场馆所在地。产业方面，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。浐灞生态区和国际港务区地理位置相近，“浐灞+港务区”合并为一“港”后，地区经济及财政收入规模显著扩大。

财政及债务水平：浐灞生态区财政收入稳定增长且收入质量较好，政府性基金收入持续下降。近年浐灞生态区一般公共预算收入稳定增长，税收占比虽有波动但一般公共预算收入质量较好，且财政自给率持续提升。近年浐灞生态区全区政府性基金收入持续下降，地方政府债务余额持续增长。浐灞国际港距离主城区近，且灞河从中穿过，生态环境好，区域内有地铁线路，交通条件好。根据西安市国土空间总体规划（2021-2035），国际港务区是住房重点新增区，也是住房保障主要节点。2024年西安市本级住宅用地供应计划18,549亩，根据各区域板块发布的2024年度第一批拟出让地块详细清单，西安浐

灞国际港计划供应30宗1,939.57亩，在西安市的各开发区中排名第一。2024年1-4月，西安灞国际港全区一般公共预算收入完成19.57亿元。

表8 灞生态区主要财政指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|----------------|---------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 30.94 | 25.14 | 23.56 |
| 税收收入占比 | 79.20% | 77.17% | 85.35% |
| 财政自给率 | 117.11% | 92.09% | 83.68% |
| 政府性基金收入 | 19.85 | 18.39 | 81.78 |
| 其中：国有土地使用权出让收入 | 14.68 | 14.58 | - |
| 地方政府债务余额 | 141.53 | 131.43 | 131.12 |

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：西安灞生态区管理委员会网站，中证鹏元整理

表9 西安国际港务区主要财政指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 40.74 | 32.68 | 30.34 |
| 税收收入占比 | 75.67% | 69.36% | 76.69% |
| 财政自给率 | 69.63% | 59.01% | 57.70% |
| 政府性基金收入 | 108.93 | 72.71 | 110.57 |
| 其中：国有土地使用权出让收入 | 98.86 | 63.13 | 103.23 |
| 地方政府债务余额 | 158.38 | 143.59 | 143.84 |

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：西安国际港务区政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为承担西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设的重要主体，在建基础设施和自营项目较多，代建工程和房地产销售业务持续性较好，但也面临较大资本性支出压力；同时公司房地产销售业务受房地产市场波动影响较大，收益亦存在一定不确定性

公司作为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代建工程和房屋销售收入，此外还从事园区运营管理等业务。2023年受益于代建工程业务规模上升，公司营业收入规模小幅上升。毛利率方面，公司毛利润主要来自于代建工程和房屋销售业务，受益于两大业务的毛利率上升，公司毛利率水平小幅上升。

表10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2023 年 | | | 2022 年 | | |
|--------|--------|--------|------|--------|-------|------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 1.主营业务 | 26.08 | 99.99% | 8.49 | 25.89 | 99.99 | 8.05 |

| | | | | | | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|-------------|
| 代建工程 | 14.16 | 54.27 | 7.06 | 12.96 | 50.05 | 7.02 |
| 园区运营管理 | 0.65 | 2.50 | 31.22 | 0.84 | 3.25 | 28.64 |
| 房屋销售 | 7.99 | 30.65 | 10.81 | 9.55 | 36.89 | 10.28 |
| 其他 | 3.28 | 12.58 | 4.51 | 2.54 | 9.81 | -1.93 |
| 2.其他业务 | 0.0001 | 0.0004 | 100.00 | 0.002 | 0.01 | 0.00 |
| 合计 | 26.08 | 100.00 | 8.49 | 25.90 | 100.00 | 8.05 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建业务

近年公司代建业务收入规模有所波动，部分在建项目已签订代建协议，代建业务持续性较好

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”）、西安浐灞生态区管理委员会和西安浐灞生态区市政设施管理中心（以下简称“市政设施管理中心”）签署了《2011西安世园会会址及基础配套工程委托代建合同书》《西安浐灞生态区政府投资项目代建代管代维护委托协议》等代建协议，公司对世园会会址及周边基础设施配套项目进行代建，土储中心和市政设施管理中心以项目工程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结算。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（通常为7%）作为代建管理费，上述两项之和为代建工程收入。

模式二是根据公司与土储中心签订的《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*3700元/平方米+建设补助资金）由土储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。公司2023年代建项目结算规模小幅上升，毛利率水平仍维持在7%左右。

截至2023年末公司已完工的主要代建项目包括世园会会址及基础设施配套项目和灞河河道（广运潭段）综合治理建设工程项目，其中世园会会址及基础设施配套项目有5.40亿元代建款项尚未回款。

表11 截至 2023 年末公司已完成的的主要的代建项目（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资额 | 已投资额 | 已确认收入 | 已回款金额 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 世园会会址及基础设施配套项目 | 70.00 | 70.00 | 74.90 | 69.50 |
| 灞河河道（广运潭段）综合治理建设工程项目 | 2.47 | 2.47 | 2.64 | 2.64 |
| 合计 | 72.47 | 72.47 | 77.54 | 72.14 |

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2023年末，公司主要在建代建项目包括灞河右岸基础配套项目等，计划总投资规模较大，代建业务持续性较好。根据公司提供的说明，其中公司2023年新增的金融商务区安置项目、世园会展产业园安置项目、务东务西村安置项目西区系沿用往年年度框架协议，未单独签订代建协议。

表12 截至 2023 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 计划总投资 | 已投资 | 是否签订代建协议 |
|-----------------------|---------------|---------------|----------|
| 灞河右岸基础配套项目 | 109.00 | 102.55 | 是 |
| 西安浐灞生态区集中配建租赁型保障房一期项目 | 6.72 | 6.50 | 是 |
| 金融商务区安置项目 | 9.97 | 0.05 | 是 |
| 世园会展产业园安置项目 | 9.68 | 0.21 | 是 |
| 务东务西村安置项目西区 | 19.52 | 0.50 | 是 |
| 合计 | 154.89 | 109.81 | - |

注：“灞河右岸基础配套项目”2023 年口径调整，包含“西安浐灞生态区世园园区配套基础设施建设项目”、“灞河生态区灞河右岸配套品质提升项目一期”等多个子项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房屋销售业务

截至2023年末公司剩余可销售面积有限，需关注该业务未来收入的持续性；公司在建项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力，且需关注房地产市场景气度对公司业务的影响

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（以下简称“世园置业”）负责，项目主要位于西安市浐灞区，公司本部及子公司世园置业分别拥有房地产开发四级资质和三级资质。2022-2023年公司分别实现房屋销售业务收入9.55亿元和7.99亿元，毛利率维持在10%左右，毛利率相对稳定。

公司近年的销售收入主要来源于世园樾府等项目，截至2023年末主要项目可售面积37.63万平方米，已销售面积36.09万平方米，剩余可销售面积有限，需关注该业务未来收入的持续性，且需关注房地产市场景气度对公司业务的影响。

表13 截至 2023 年末公司主要房屋销售项目情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目名称 | 类型 | 可销售面积 | 已销售面积 | 已销售金额 |
|-----------------|-------|--------------|--------------|--------------|
| 世园樾府项目 | 住宅、商铺 | 9.06 | 8.85 | 12.05 |
| 丝路国际创意梦工厂（一期）项目 | 商业 | 2.53 | 1.98 | 2.95 |
| 滨河酒店配套一期（世园林曦） | 住宅 | 4.19 | 4.14 | 6.92 |
| 滨河酒店配套二期（世园林逸） | 住宅 | 6.63 | 6.46 | 8.29 |
| 世园锦绣建设项目（世园林语） | 住宅、商铺 | 15.22 | 14.66 | 18.26 |
| 合计 | - | 37.63 | 36.09 | 48.47 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建及拟建自营项目如下表，其中滨河酒店配套一期项目（世园林曦）、滨河酒店配套二期项目（世园林逸）、世园锦绣建设项目（世园林语）、西安浐灞生态区马腾空村安置房北区建设项目、世园得宝项目（30亩）主要系住宅及安置房项目，通过对外出售产生收入。丝路国际创意梦工场（一期）规划总建面约11.41万平方米，由六栋三角形的建筑单体构成，其中1#楼、4#楼为园区孵化器及商务配套，3#为配套酒店，2#、5#为LOFT办公，一、二层为多业态商业配套。丝路国际创

意梦工场（二期）由6栋多层办公楼组成，总建筑面积约3.1万m²，与项目一期结合形成以孵化器为引擎，集展示空间、艺术文创、生活商务配套齐全的文创产业园区。西安浐灞生态区自贸中心项目系由酒店、写字楼、长租公寓和精品裙房商业组成的区域大型商务综合体。西安丝路国际会展中心计划通过出租等方式实现收入。截至2023年末公司主要在建及拟建自营项目计划总投资224.56亿元，已投资180.75亿元，叠加基础设施建设项目资金缺口，公司主要在建代建及自营项目合计尚需投资额较高，浐灞生态区与西安国际港务区合并为西安浐灞国际港后，公司业务开展区域及业务规模或将扩大，考虑到2020年以来公司经营活动净现金流持续净流出，公司面临较大资金压力。

表14 截至 2023 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 |
|----------------------|---------------|---------------|
| 丝路国际创意梦工厂（一期）项目 | 8.00 | 7.81 |
| 丝路国际创意梦工厂（二期）项目 | 3.00 | 2.43 |
| 西安浐灞生态区自贸中心 | 26.50 | 25.90 |
| 滨河酒店配套一期项目（世园林曦） | 5.60 | 5.60 |
| 滨河酒店配套二期项目（世园林逸） | 8.40 | 8.40 |
| 世园锦绣建设项目（世园林语） | 16.50 | 16.50 |
| 西安丝路会展中心项目 | 117.48 | 119.96 |
| 西安浐灞生态区马腾空村安置房北区建设项目 | 34.08 | 0.90 |
| 世园得宝项目（30 亩） | 5.00 | 1.06 |
| 合计 | 224.56 | 180.75 |

注：西安丝路会展中心项目中包含“21 世园债”募投项目西安丝路国际会议中心，计划总投资 36.04 亿元，截至 2023 年末该项目已完工，2023 年度已实现收入 1.44 亿元。公司本年对已投资超过总投资规模项目的总投资进行了调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得股东较大力度的外部支持，资本实力显著提升

2023年12月，根据公司提供的《西安世园投资(集团)有限公司关于增资及章程备案的决定》，公司于2023年12月26日召开了股东会，会议由全体股东参加，会议同意将股东西安浐灞生态区管理委员会向公司划转的会展一期相关款项15.80亿元的债权转为公司的注册资本金。公司实收资本因此增加15.80亿元，资本实力显著提升。

2024年一季度，根据西安浐国际港管理委员会的西港函〔2024〕6号文件，由西安浐灞生态区管理委员会以西安国际会展中心二期项目土地评估价值和经审计的建设资金对公司投资，其中土地评估价值为7.52亿元，建设资金29.00亿元，合计36.52亿元。

根据公司出具的说明，该资产划拨后并未在2024年一季报入账系因尚未完成产权变更，截至2024年6月18日，西安国际会展中心二期项目主体变更，已完成立项变更、签订转移合同，同时取得地调报告；现办理资产转移完税手续，税务局已经同意按照会展中心二期项目评估价值7.50亿元作为计税依据进行完税申报，已向税务局提交申报材料待确认批复，目前，税务局提出根据《城镇土地管理办法》，土地

需和地上建筑物一起转移，针对此问题已向财政局领导汇报，待下一步沟通。公司预计2024年年末前可完成产权变更。

此外，公司2023年继续获得计入其他收益的政府补助0.12亿元和计入营业外收入的政府补助8.67万元，提升了公司利润水平。

六、 财务分析

财务分析基础说明

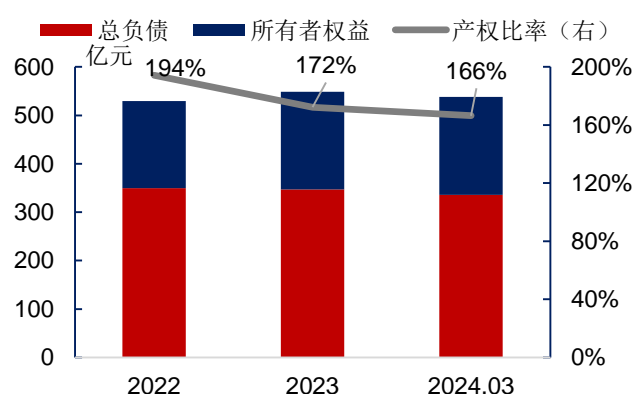
以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期合并范围变化情况见表1，截至2024年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共17家。

资本实力与资产质量

受益于股东注资支持，公司资本实力显著增强，但权益对负债的保障能力仍较弱；公司资产规模有所增长，但投入的项目建设资金仍大量沉淀于开发成本和应收性质款项，且存在一定规模的受限和未办妥权证资产，整体资产流动性不佳

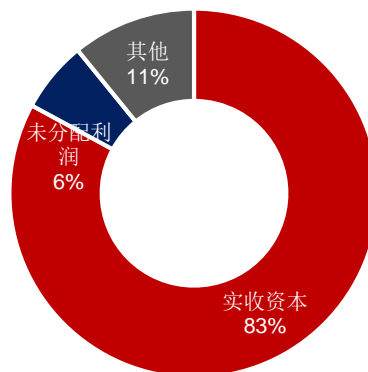
2023年公司获得股东较大力度外部支持，公司资本实力显著增强，截至2024年3月末，公司净资产为201.93亿元。近年来公司债务规模有所扩张，产权比率呈现下降，但仍处于较高水平，所有者权益对负债的保障能力仍较弱。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

受益于股东注资和融资扩大，公司总资产规模呈现增长。截至2023年末公司受限资产合计45.14亿元，占当期总资产比重为8.23%，主要为抵质押的开发成本、投资性房地产、长期股权投资、无形资产

及少量受限的货币资金等。公司资产仍以流动资产为主，截至2024年3月末，流动资产占比为59.26%。

受项目持续投入影响，公司货币资金规模持续下降，截至2024年3月末为5.59亿元。公司应收账款规模波动增长，截至2023年末为122.37亿元，同比增长12.40%，主要为对西安浐灞生态区土地储备中心、西安浐灞生态区管理委员会和西安浐灞生态区市政设施管理中心等单位的应收款项，上述三方合计应收账款余额占比为99.30%，应收账款集中度较高，且部分账龄较长，考虑到应收对象均为政府机关及下属事业单位，回款周期受当地财政资金安排影响较大，存在较大不确定性。公司其他应收款规模逐增长较快，主要系增加对西安浐灞商贸片区建设发展有限公司、西安浐灞生态区管理委员会等单位往来款和保证金增加所致。截至2023年末公司其他应收款期末余额前五名单位分别为西安浐灞商贸片区建设发展有限公司（实际控制人浐灞管委会，14.00亿元）、西安市浐灞生态区土地储备中心（9.50亿元）、成都润盈置业有限公司（6.24亿元）、西安浐灞发展集团有限公司（实际控制人浐灞管委会，5.91亿元）、西安浐灞实业有限公司（实际控制人浐灞管委会，2.00亿元），占其他应收款总额比例为91.37%，其中成都润盈置业有限公司控股股东为华润置地控股有限公司，其他应收款系公司与其合作开发房地产项目产生。公司存货主要为基础设施建设项目投入的成本，规模随项目结算而有所下降。由于工程项目结算周期存在不确定性和滞后性，该项资产短期变现能力较弱。

非流动资产方面，公司在建工程主要是丝路会展中心项目和其他零星项目，账面价值变化不大。公司固定资产主要系房屋建筑物、运输工具等，随固定资产折旧，账面价值下降，截至2023年末，公司固定资产中房屋建筑物7.47亿元暂未办妥产权证书。截至2023年末，公司其他权益工具投资主要系对西安浐灞发展集团有限公司的投资24.00亿元和对西安信开生态发展有限公司投资942.78万元，长期股权投资主要系对西安世园润盈置业有限公司、西安金融控股有限公司、西安丝路国际会展中心有限公司、西安千古情演艺发展有限公司等联营企业的投资，近年投资收益规模小。公司投资性房地产主要系持有的以公允价值计量国有土地使用权，2023年账面价值增长主要系因公允价值增长。

整体而言，公司资产以存货、在建工程、应收款项和投资性房地产为主要构成，2023年末上述资产合计占公司总资产的86.28%，其中存货和在建工程主要系工程资产，应收账款回收周期存在较大不确定性，整体资产流动性不佳。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 5.59 | 1.04% | 7.63 | 1.39% | 20.67 | 3.90% |
| 应收账款 | 113.78 | 21.15% | 122.37 | 22.29% | 108.87 | 20.55% |
| 其他应收款 | 39.23 | 7.29% | 41.64 | 7.59% | 23.30 | 4.40% |
| 存货 | 149.88 | 27.86% | 148.14 | 26.99% | 157.88 | 29.81% |
| 流动资产合计 | 318.82 | 59.26% | 329.83 | 60.09% | 318.80 | 60.19% |
| 固定资产 | 8.06 | 1.50% | 8.19 | 1.49% | 8.60 | 1.62% |

| | | | | | | |
|----------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 在建工程 | 120.00 | 22.30% | 119.99 | 21.86% | 120.02 | 22.66% |
| 其他权益工具投资 | 24.09 | 4.48% | 24.09 | 4.39% | 24.09 | 4.55% |
| 长期股权投资 | 23.35 | 4.34% | 23.27 | 4.24% | 16.14 | 3.05% |
| 投资性房地产 | 41.67 | 7.74% | 41.47 | 7.55% | 39.99 | 7.55% |
| 非流动资产合计 | 219.22 | 40.74% | 219.04 | 39.91% | 210.88 | 39.81% |
| 资产总计 | 538.04 | 100.00% | 548.86 | 100.00% | 529.68 | 100.00% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司2023年营业收入和毛利率均小幅上涨，在建的代建项目投资规模大，预计收入仍有一定持续性；公司自营房地产项目实现了一定规模的预售，未来一段时间内仍可为公司带来一定规模的收入，但仍需关注土地及房地产政策和市场波动对公司收入和利润的影响

公司营业收入主要来源于代建工程和房屋销售业务，2023年公司代建工程营收规模增长且毛利率相对稳定，房屋销售业务营收规模下降但毛利率均呈现增长，综合影响下，2023年公司营业收入规模和毛利率水平均小幅上涨。截至2023年末，公司在建基础设施项目投资规模较大，预计未来收入仍有一定持续性。截至2023年末公司合同负债中预收房屋销售款14.34亿元，未来一段时间内仍可为公司带来一定规模的房屋销售收入。此外，公司近三年一期持续收到计入其他收益的政府补助，对利润水平提供了一定补充。投资收益方面，2023年公司投资收益大幅上升，主要系因处置润盈置业51%股权确认投资收益金额为4.35亿元。公司2023年处置润盈置业51%股权，合并报表处理涉及到长期股权投资成本法转换为权益法，51%股权公允价值与被投资单位可辨认净资产份额的差计入投资收益，49%涉及到追溯留存收益的部分调整至资本公积，共增加资本公积4.18亿元。需要注意的是，由于公司代建工程和房地产销售业务分别受财政资金结算安排和土地及房地产市场影响较大，未来仍需关注当地经济发展和房地产市场波动情况。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2024 年 1-3 月 | 2023 年 | 2022 年 |
|-------|--------------|--------|--------|
| 营业收入 | 7.62 | 26.08 | 25.90 |
| 营业利润 | 0.42 | 3.44 | 1.54 |
| 投资收益 | 0.12 | 4.59 | 0.23 |
| 其他收益 | 0.03 | 0.25 | 0.22 |
| 利润总额 | 0.42 | 3.42 | 1.50 |
| 销售毛利率 | 16.95% | 8.49% | 8.05% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司2023年债务规模小幅下降，但短期债务占比有所提升，存在较大短期偿债压力，公司现金及EBITDA对短期债务的保障能力仍较弱，叠加近年来经营性现金流持续净流出，随着项目建设的推进，

债务规模或将进一步上升

公司2023年总债务规模小幅下降，截至2023年末，公司总债务为232.71亿元，期限结构上以长期债务为主，但短期债务占比增长较快，存在较大短期偿债压力。公司主要融资渠道为银行借款、非标融资和债券融资。

具体而言，公司短期借款截至2023年末主要系抵押借款及保证借款，规模逐年增长，其中保证借款的担保人为西安浐灞发展集团有限公司。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、长期应付款、应付债券和租赁负债，规模逐年增长。长期债务方面，公司2023年长期借款规模下降较快，截至2023年末主要系保证借款、信用借款、质押借款和抵押借款，其中保证借款的担保人包括公司、西安浐灞发展集团有限公司和公司的子公司等，抵押借款的担保物主要系土地使用权，质押借款的质押物主要系应收账款。公司应付债券规模小幅下降，截至2023年末，公司应付债券26.28亿元，包括“21世园01”、“21世园债”、“22陕西西安世园ZR001”、“世园投资B2507”、“20西安世园PPN001”，发行利率在4.50%-7.49%之间。公司长期应付款主要系应付的融资租赁款及信托借款，2023年随债务临近到期日，重分类至一年内到期的非流动负债而下降。

其他负债方面，截至2023年末，公司应付账款为38.99亿元，主要由应付西安丝路国际会展中心有限公司、中铁一局集团有限公司、中建三局集团有限公司等单位的工程款构成，账龄集中在3年内；公司合同负债主要为售房款，2023年规模随房屋交付而逐年减少；公司其他应付款主要系应付的往来款，近年规模逐年增长，截至2023年末，公司其他应付款主要由应付西安浐灞生态区会展事业发展中心、西安浐灞生态区管理委员会往来款构成。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 18.28 | 5.44% | 15.33 | 4.42% | 7.01 | 2.00% |
| 应付账款 | 36.26 | 10.79% | 38.99 | 11.23% | 41.17 | 11.78% |
| 合同负债 | 12.19 | 3.63% | 17.49 | 5.04% | 24.69 | 7.06% |
| 其他应付款 | 45.74 | 13.61% | 47.44 | 13.66% | 34.45 | 9.85% |
| 一年内到期的非流动负债 | 58.27 | 17.34% | 63.84 | 18.39% | 47.37 | 13.55% |
| 流动负债合计 | 175.21 | 52.13% | 188.53 | 54.29% | 159.68 | 45.67% |
| 长期借款 | 117.77 | 35.04% | 113.64 | 32.73% | 131.06 | 37.48% |
| 应付债券 | 26.28 | 7.82% | 26.28 | 7.57% | 26.94 | 7.71% |
| 长期应付款 | 10.25 | 3.05% | 12.22 | 3.52% | 25.81 | 7.38% |
| 非流动负债合计 | 160.90 | 47.87% | 158.71 | 45.71% | 189.97 | 54.33% |
| 负债合计 | 336.10 | 100.00% | 347.25 | 100.00% | 349.65 | 100.00% |
| 总债务 | 232.24 | 69.10% | 232.71 | 67.02% | 238.39 | 68.18% |
| 其中：短期债务 | 77.92 | 23.18% | 80.55 | 23.20% | 54.72 | 15.65% |

| | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 长期债务 | 154.32 | 45.91% | 152.16 | 43.82% | 183.67 | 52.53% |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于股东增资，公司2023年资产负债率呈现下降，截至2024年3月末为62.47%，仍维持在较高水平。受短期债务规模增长和现金类资产规模下降影响，公司现金短期债务比持续下降，2024年3月末下降至0.07，现金类资产对短期债务的保障能力弱；公司2023年EBITDA利息保障倍数有所增长，但仍处于较低水平，EBITDA对利息的保障能力弱。现金流方面，公司近年来经营性现金持续净流出，经营性现金流产生的缺口仍有赖于通过筹资活动予以补充。截至2024年3月末，公司共获得银行授信额度200.58亿元，其中已使用额度174.38亿元，未使用额度26.20亿元，公司直接融资渠道较为通畅，但考虑到公司在建项目仍需持续进行资本性投入，未来需对公司再融资能力予以关注。

表18 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2024 年 3 月 | 2023 年 | 2022 年 |
|---------------|------------|--------|--------|
| 资产负债率 | 62.47% | 63.27% | 66.01% |
| 现金短期债务比 | 0.07 | 0.09 | 0.38 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.60 | 0.19 |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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

环境方面，根据公开查询信息及公司出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年公司未有因空气污染和温室气体排放、废水和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

治理方面，跟踪期内公司组织架构及董事、监事、高级管理人员均未发生变化，公司组织结构图见附录三。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月5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；公司作为担保人的关注类余额145.87万元，系公司对于购房业主的按揭贷款提供担保产生的关注类担保，金额较小，对公司经营影响有限。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。

2023年2月至2024年6月，公司有若干被执行信息记录，标的金额均较小，对公司影响较小。

截至2024年6月19日，公司被西安市灞桥区人民法院列为被执行人，执行标的188.90万元，根据公司提供的说明，系因工程施工纠纷引起。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额为112.73亿元，占同期末净资产的55.91%，其中公司对西安浐灞发展集团有限公司担保余额为106.09亿元；公司为购房业主585人提供保证担保，担保余额3.52亿元；子公司世园置业为购房业主502人提供保证担保，担保余额3.12亿元。公司与西安浐灞发展集团有限公司的实际控制人均为浐灞生态区管委会，双方存在较大规模的互相担保。整体而言，公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

其他

1、其他条件相同情况下，考虑到公司是西安浐灞国际港内的基础设施建设投资主体，作为园区基础设施投资类企业和西安市市属基础设施投资类企业信用水平存在差异，补充调整“-1”。

2、本次评级公司个体信用状况为aa-，较上次评级上升1个级别，主要是由于补充调整由上次评级的“-2”调整为“-1”。由于西安浐灞生态区和西安国际港务区合并为西安浐灞国际港，两区合并后区域经济财政实力显著提升，区域状况评分等级由“风险较大”提升至“风险较小”，公司作为开发区平台的指示性信用评分上升。公司作为园区基础设施投资类企业和西安市市属基础设施投资类企业信用水平之间的差异缩小。

八、外部特殊支持分析

公司是西安市政府下属重要企业，浐灞管委会为公司的实际控制人。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非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与西安市政府的联系紧密度中等。浐灞管委会为公司的控股股东和实际控制人，西安市政府不直接持有公司股权；经营管理控制力方面，公司董事长由原西安浐灞生态区党工委任命，根据《整合优化工作方案》，西安浐灞生态区党工委、管委会与西安国际港务区党工委、管委会整合，两个机构整合后简称西安浐灞国际港党工委、管委会，为西安市市委、市政府派出机构，西安市政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司的基础设施建设业务发生在浐灞生态区，业务基本来源于浐灞管委会及其相关单位，西安市政府近年来在资产注入等方面对公司直接支持力度很小，展望未来，公司与政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对西安市政府非常重要。公司系承担西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设的重要主体，提供了一些公共产品和服务，且在基础设施建设方面对政府的贡献很大，虽然政府在付出一定努力和成本的情况下是可以取代公司的，但公司作为已发债企业，如果违约会对西安市金融生态环境和

融资成本产生实质性影响。

九、 债券偿还保障分析

陕西增信提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“21世园债”的信用水平

“21世园债”由陕西增信提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括“21世园债”本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用，保证责任的期间为“21世园债”存续期及债券到期之日起两年。经“21世园债”持有人会议批准，“21世园债”金额、利率、期限、还本付息方式发生变更时，经陕西增信书面同意后，陕西增信继续承担担保函项下的相应责任；未经陕西增信书面同意，陕西增信不对该项变更承担担保函项下任何责任。

陕西增信前身为西安经金融资担保有限公司，2013年1月由西安经开城市投资建设管理有限责任公司（以下简称“西安经开城投”）、西安经济技术开发区管理委员会（以下简称“西安经开区管委会”）、西安经诚风险投资有限责任公司分别出资13.00亿元、1.00亿元和1.00亿元设立，初始注册资本为15.00亿元。2019年10月，陕西增信更名为现名。后经股东多次增资及股权变更，截至2023年末，陕西增信注册资本和实收资本均为55.00亿元，第一大股东为陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕西金资”），持股比例为21.26%，陕西增信最终实际控制人为陕西省财政厅，陕西增信股权结构如下表所示。

表19 截至 2023 年末陕西增信股权结构（单位：亿元）

| 股东名称 | 出资额 | 持股比例 |
|------------------|--------------|----------------|
| 陕西金融资产管理股份有限公司 | 11.69 | 21.26% |
| 陕西财金投资管理有限责任公司 | 10.03 | 18.24% |
| 西安经开金融控股有限公司 | 9.02 | 16.40% |
| 榆林市榆阳区国有资产运营有限公司 | 6.90 | 12.54% |
| 陕西省水务集团有限公司 | 3.45 | 6.27% |
| 榆林市财金投资管理有限公司 | 3.45 | 6.27% |
| 陕西延长石油资本控股有限公司 | 2.42 | 4.40% |
| 陕西粮农集团有限责任公司 | 1.21 | 2.20% |
| 宝鸡市金融控股有限公司 | 1.21 | 2.20% |
| 陕西建工集团股份有限公司 | 1.21 | 2.20% |
| 西安航天基地创新投资有限公司 | 1.15 | 2.09% |
| 西咸新区秦汉新城投资控股有限公司 | 1.15 | 2.09% |
| 深圳开源证券投资有限公司 | 0.97 | 1.77% |
| 天津骏泰企业管理有限公司 | 0.57 | 1.04% |
| 西安陕鼓动力股份有限公司 | 0.57 | 1.03% |
| 合计 | 55.00 | 100.00% |

资料来源：陕西增信 2023 年审计报告，中证鹏元整理

陕西增信主要从事信用增进和投资业务，并于2021年获得融资担保业务经营许可证。信用增进业务产品以债券（含ABS，后同）信用增进为主，同时积极参与信用衍生品业务；目标客户主要定位于陕西省内大型产业类客户以及西安市主要行政区、开发区级以及地市市级国有企业，也针对部分陕西省外客户展业；产品已基本覆盖银行间市场、证券交易所债券市场全部的标准化债权融资工具。近年陕西增信的信用增进业务规模整体大幅增长，2023年末信用增进余额为264.15亿元，相当于2021年末的2.67倍。2023年末，陕西增信的信用增进放大倍数为3.28倍，处于较低水平，未来业务发展空间较大。截至2023年末，陕西增信未到期增信项目共56个，增信客户以陕西省内大型产业类客户以及西安市主要行政区、开发区级以及地市市级国有企业为主，绝大部分被增信方最新主体信用级别均在AA级及以上。行业分布方面，目前存续增信项目以西安市主要行政区、开发区级以及地市市级国有企业为主，行业集中度较高。

2023年以来，随着中央一揽子化债和统借统还政策的实施，城投债发行边际收紧，城投债发行中对信用增进的需求降低，对陕西增信的业务拓展造成一定压力。目前城投类主体发行债券以借新还旧为主，陕西增信计划加大业务创新力度，在针对省内存量客户开展增信业务的同时，积极拓展省外重点区域优质客户。与此同时，陕西增信计划扩大产业类和金融类客户业务规模，拓展陕西省内大型国有产业企业和中小金融机构客户，并在产品和业务模式方面进行创新，探索资产支持证券、高等级主体永续期债券增信模式。

表20 陕西增信的信用增进业务开展概况（单位：亿元，个）

| 项目 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 当期信用增进发生额 | 124.95 | 109.77 | 75.30 |
| 当期解除增信额 | 54.82 | 14.56 | 3.80 |
| 信用增进余额 | 264.15 | 194.01 | 98.80 |
| 信用增进责任余额 | 211.69 | 157.71 | 80.88 |
| 信用增进放大倍数（X） | 3.28 | 2.66 | 1.44 |

资料来源：陕西增信提供，中证鹏元整理

2021-2023年陕西增信未发生信用增进业务代偿事件，历史代偿项目均为前身西安经金融资担保有限公司时期产生，自改制为信用增进公司之后累计代偿率为0.00%，信用增进业务风险运行情况较好。但陕西增信的信用增进业务实际开展时间仍相对较短，信用增进业务风险管理能力仍待更长时间周期检验，此外陕西增信计划进行的增信业务转型也一定程度加大了其风险管理方面面临的挑战。截至2023年末，陕西增信应收代偿款余额为0.12亿元，已全部计提坏账准备；陕西增信累计代偿回收率为90.74%，追偿效果较好。截至2023年末，陕西增信担保风险准备金合计为5.52亿元，近年来拨备保持在充足水平。

投资业务方面，2022年以来，陕西增信投资资产规模显著增长，2022年末投资资产较2021年末增长44.49%至99.23亿元；截至2023年末，投资资产合计为98.40亿元，同比基本持平。近年来陕西增信调整

资产配置策略，控制以非标产品为主的其他债权投资规模，加大标准化债券投资力度，截至2023年末标准化债券投资余额（含应收利息）已上升至69.59亿元，在全部投资资产中的占比超过69%，同期末债权融资计划投资余额（含应收利息）为17.59亿元，在全部投资资产中占比17.54%。陕西增信投资的标准化债券及非标产品融资主体均以陕西省内大型产业类客户以及西安市主要行政区、开发区级以及地市级国有企业为主。随着投资规模的增长，近年来投资收益有所提升，对营业收入贡献较大；2023年陕西增信实现投资收益5.86亿元，较2021年增长54.38%。针对城投债信用利差收窄的市场环境，陕西增信在投资策略方面有所调整，关注地方政府债等债券品种投资机会，并在二级市场交易中降低对盈利点差的要求、提高交易频率、适当拉长久期和提高杠杆水平。总体来看，陕西增信现阶段投资业务信用风险较为可控，但需关注城投债利差变化对投资收益的影响，以及相关应对策略的实施情况。

表21 陕西增信主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|---------|--------|-----------|---------|
| 资产总额 | 106.93 | 102.17 | 76.26 |
| 货币资金 | 6.26 | 5.48 | 5.65 |
| 应收代偿款净额 | 0.00 | 0.25 | 0.78 |
| 所有者权益合计 | 64.51 | 59.37 | 56.21 |
| 营业收入 | 9.49 | 8.71 | 6.99 |
| 投资收益 | 5.86 | 5.32 | 3.80 |
| 利润总额 | 5.61 | 5.01 | 4.96 |
| 净利润 | 4.99 | 4.43 | 4.23 |
| 净资产收益率 | 8.05% | 7.66% | 8.35% |
| 当时代偿额 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 当时代偿率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 累计代偿额 | 1.09 | 1.09 | 1.09 |
| 累计代偿率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 累计代偿回收额 | 0.99 | 0.99 | 0.99 |
| 累计代偿回收率 | 90.74% | 90.74% | 90.74% |
| 担保风险准备金 | 5.52 | 3.95 | 2.13 |
| 拨备覆盖率 | - | 1,567.03% | 273.78% |

注：累计代偿率采用 2019 年转型以来的代偿额计算。

资料来源：陕西增信 2021-2023 年审计报告及陕西增信提供，中证鹏元整理

截至2023年末，陕西增信资产总额为106.93亿元，其中货币资金6.26亿元，无受限货币资金；应收代偿款余额为0.12亿元，已全部计提坏账准备。2023年末陕西增信交易性金融资产余额为24.51亿元，主要由债务工具投资构成；买入返售金融资产余额5.41亿元，全部来源于债券质押式回购；同期末长期股权投资规模为4.96亿元，同比下降21.74%，主要系减少对合营企业西安建安金石投资有限公司的1.14亿元股权投资所致。2023年末，陕西增信债权投资余额3.19亿元，其他债权投资余额36.65亿元，其他非流动金融资产（全部为债务工具投资）合计17.10亿元，整体来看陕西增信债权类投资规模较大，在陕西

增信资产总额中占比较高，需关注其信用风险变化情况以及对陕西增信整体流动性的影响。

受对外融资规模上升等因素的影响，陕西增信负债总额由2021年末的20.05亿元显著增长111.49%至2023年末的42.41亿元。截至2023年末，陕西增信其他应付款同比增长50.49%至5.94亿元，主要系信用增进客户缴纳的风险缓释金增长所致；应付债券余额20.46亿元，同比增长42.98%，主要为2022年发行的定向债务融资工具和2023年发行的公司债。

得益于增资扩股和经营积累，近年来陕西增信所有者权益规模持续提升，资本实力不断增强，2021-2023年末所有者权益复合增长率为7.14%。整体来看，陕西增信的资本实力对现阶段信用增进业务保障程度较好，信用增进放大倍数较低，业务空间较大。

表22 陕西增信营业收入构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年 | | 2022 年 | | 2021 年 | |
|---------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 信用增进服务收入 | 3.12 | 32.94% | 3.36 | 38.65% | 2.15 | 30.81% |
| 投资收益 | 5.86 | 61.76% | 5.32 | 61.12% | 3.80 | 54.30% |
| 公允价值变动收益 | 0.45 | 4.72% | -0.20 | -2.32% | 0.79 | 11.33% |
| 利息收入 | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.04 | 0.61% |
| 其他收入 | 0.05 | 0.57% | 0.22 | 2.55% | 0.21 | 2.96% |
| 其他收益 | 0.00 | 0.01% | 0.00 | 0.01% | 0.00 | 0.00% |
| 营业收入合计 | 9.49 | 100.00% | 8.71 | 100.00% | 6.99 | 100.00% |

资料来源：陕西增信 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

近年来，在信用增进服务收入以及投资收益快速增长的带动下，陕西增信营业收入持续增长，2023 年实现营业收入9.49亿元，2021-2023年营业收入年复合增长率为16.50%。2017年以来，陕西增信调整了业务发展方向，进入资本市场，着力发展直接融资信用增进业务。2023年陕西增信实现信用增进服务收入3.12亿元，同比下降7.14%，整体来看信用增进业务目前仍处于发展阶段。陕西增信投资收益主要来源于债券、债权融资计划等债权类投资，近年来投资收益持续增长，2021-2023年投资收益年复合增长率为24.25%，2023年投资收益在营业收入中的占比较2021年上升7.46个百分点至61.76%。陕西增信公允价值变动收益来源于交易性金融资产，其他收入主要为财务顾问收入，其他收益主要为个税手续费返还及稳岗补贴。近年来陕西增信主要盈利规模指标均保持增长，2021-2023年利润总额和净利润年复合增长率分别为6.27%和8.55%；净资产收益率有所波动，但整体仍保持在较高水平，2023年净资产收益率为8.05%，同比上升0.39个百分点。

从外部支持方面来看，陕西增信第一大股东为陕西金资，实际控制人为陕西省财政厅，股东实力强，可在资金、业务拓展等方面给予陕西增信较大支持。

综上，近年陕西增信债券增信业务规模保持增长，公司资本实力强，现阶段信用增进放大倍数低，未来信用增进业务发展空间较大。但中证鹏元也关注到，陕西增信债权类投资规模较大，在资产总额中

占比较高，需关注其信用风险变化情况和对陕西增信整体流动性的影响，以及目前城投债利差收窄对公司投资收益产生的影响；同时，2023年以来城投债发行政策收紧，对公司业务拓展造成一定压力，需关注未来业务转型规划的实施情况。

经中证鹏元综合评定，陕西增信主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。本期债券由陕西增信提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、 结论

从外部环境看，西安市作为陕西省省会、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，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对经济增长形成有力支撑，叠加旅游产业优势突出，2023年以来区域旅游业加速复苏，消费逐步回暖，推动经济和综合财力提升。浐灞生态区为国家级绿色生态示范区，现代服务业骨架规划明确且雏形初见，以会议会展、文化旅游、现代金融产业为主导，近年地区生产总值持续增长，财政收入稳定增长，浐灞生态区与西安国际港务区合并为西安浐灞国际港，地区经济及财政收入规模将显著扩大。从公司自身来看，公司为承担西安世园会园区运营及周边配套基础设施建设的主体，在建基础设施和自营项目较多，代建工程和房地产销售业务持续性较好；公司自成立以来持续得到股东较大力度的支持，2023年及2024年一季度集中获得很大力度外部支持，显著增强了公司资本实力。

但中证鹏元关注到，公司资产中开发成本和应收款项占比较高，同时存在一定规模未办妥权证的资产，整体流动性不佳，偿债能力指标表现不佳，存在较大短期偿债压力等风险因素。整体来看，公司抗风险能力较好。

综上，中证鹏元上调公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“21世园债”的信用等级为AAA。

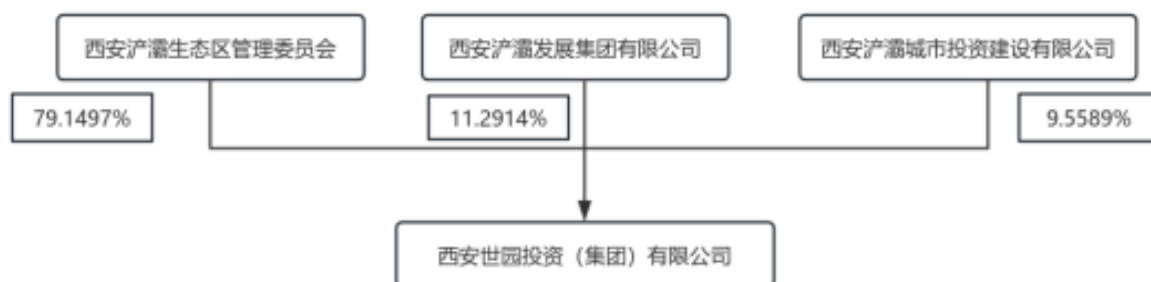
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2024 年 3 月 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|---------------|------------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 5.59 | 7.63 | 20.67 | 25.42 |
| 应收账款 | 113.78 | 122.37 | 108.87 | 93.43 |
| 其他应收款 | 39.23 | 41.64 | 23.30 | 4.52 |
| 存货 | 149.88 | 148.14 | 157.88 | 158.86 |
| 流动资产合计 | 318.82 | 329.83 | 318.80 | 294.03 |
| 固定资产 | 8.06 | 8.19 | 8.60 | 8.97 |
| 在建工程 | 120.00 | 119.99 | 120.02 | 115.65 |
| 其他权益工具投资 | 24.09 | 24.09 | 24.09 | 24.00 |
| 长期股权投资 | 23.35 | 23.27 | 16.14 | 16.45 |
| 投资性房地产 | 41.67 | 41.47 | 39.99 | 38.95 |
| 非流动资产合计 | 219.22 | 219.04 | 210.88 | 205.99 |
| 资产总计 | 538.04 | 548.86 | 529.68 | 500.02 |
| 短期借款 | 18.28 | 15.33 | 7.01 | 2.20 |
| 应付账款 | 36.26 | 38.99 | 41.17 | 45.81 |
| 合同负债 | 12.19 | 17.49 | 24.69 | 30.71 |
| 其他应付款 | 45.74 | 47.44 | 34.45 | 30.29 |
| 一年内到期的非流动负债 | 58.27 | 63.84 | 47.37 | 32.39 |
| 流动负债合计 | 175.21 | 188.53 | 159.68 | 146.26 |
| 长期借款 | 117.77 | 113.64 | 131.06 | 145.12 |
| 应付债券 | 26.28 | 26.28 | 26.94 | 22.50 |
| 长期应付款 | 10.25 | 12.22 | 25.81 | 9.63 |
| 非流动负债合计 | 160.90 | 158.71 | 189.97 | 183.25 |
| 负债合计 | 336.10 | 347.25 | 349.65 | 329.50 |
| 所有者权益 | 201.93 | 201.62 | 180.03 | 170.52 |
| 营业收入 | 7.62 | 26.08 | 25.90 | 29.82 |
| 营业利润 | 0.42 | 3.44 | 1.54 | 2.66 |
| 其他收益 | 0.03 | 0.25 | 0.22 | 0.30 |
| 利润总额 | 0.42 | 3.42 | 1.50 | 2.70 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -4.21 | -12.35 | -26.69 | -10.41 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 6.18 | 6.13 | -0.68 | -13.64 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -4.02 | -7.85 | 22.57 | 20.36 |
| 财务指标 | 2024 年 3 月 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
| 销售毛利率 | 16.95% | 8.49% | 8.05% | 12.09% |
| 资产负债率 | 62.47% | 63.27% | 66.01% | 65.90% |
| 短期债务/总债务 | 33.55% | 34.61% | 22.95% | 16.35% |
| 现金短期债务比 | 0.07 | 0.09 | 0.38 | 0.73 |

| | | | | |
|---------------|----|------|------|------|
| EBITDA（亿元） | -- | 7.34 | 2.15 | 3.36 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.60 | 0.19 | 0.27 |

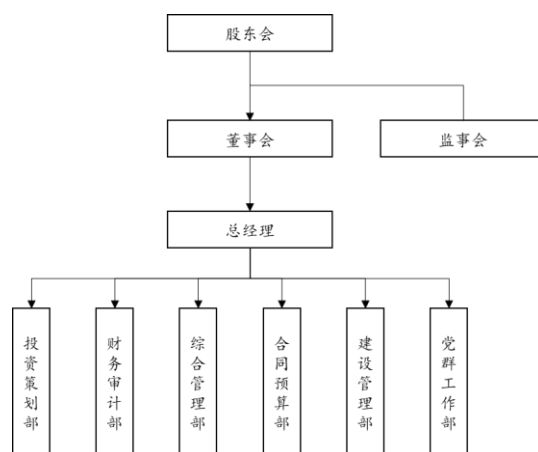
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2024 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，%）

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 |
|------------------|------------|--------|---------|
| 西安世博园运营管理有限公司 | 30,000.00 | 100.00 | 公园管理运营 |
| 西安世园物业管理有限公司 | 1,500.00 | 100.00 | 物业管理 |
| 西安世园园林有限公司 | 242,200.00 | 100.00 | 园林景观工程 |
| 西安世园旅游汽车有限公司 | 1,500.00 | 100.00 | 出租车公交客运 |
| 西安灞柳驿酒店有限公司 | 8,000.00 | 100.00 | 餐饮住宿 |
| 西安世园城市开发建设有限公司 | 47,400.00 | 100.00 | 建筑市政工程 |
| 西安世园置业有限公司 | 68,633.21 | 100.00 | 房地产开发销售 |
| 西安世园国际会展管理集团有限公司 | 5,000.00 | 100.00 | 会展管理 |
| 西安世园酒店管理集团有限公司 | 5,000.00 | 100.00 | 酒店管理 |
| 西安世园创新建设发展有限公司 | 20,000.00 | 100.00 | 房地产业 |
| 西安世园城开实业发展有限公司 | 40,000.00 | 100.00 | 房地产业 |
| 西安世园右岸开发建设有限公司 | 19,000.00 | 100.00 | 房地产业 |
| 西安世园滨水实业发展有限公司 | 49,000.00 | 100.00 | 房地产业 |
| 西安世园滨水开发建设有限公司 | 23,000.00 | 100.00 | 房地产业 |
| 西安世园雁鸣实业发展有限公司 | 52,000.00 | 100.00 | 房地产业 |
| 西安世园雁鸣开发建设有限公司 | 16,000.00 | 100.00 | 房地产业 |
| 西安世园鸿城开发建设有限公司 | 23,000.00 | 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。 |