

西安曲江文化控股有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告（20 曲文控债 01/20 曲控一，21 曲文 控债 01/21 曲控一）

中鹏信评【2025】跟踪第【557】号 01

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

西安曲江文化控股有限公司相关债券2025年跟踪评级报告（20曲文控债01/20曲控一，21曲文控债01/21曲控一）

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	-	-
20曲文控债01/20曲控一	AAA	AAA
21曲文控债01/21曲控一	AAA	AAA

评级日期

2025年6月27日

评级观点

- 中证鹏元维持西安曲江文化控股有限公司（以下简称“曲江文控”或“公司”）主体信用等级为 AAA，维持“20 曲控一/20 曲文控债 01”、“21 曲文控债 01/21 曲控一”的信用等级为 AAA，并将继续将公司主体信用等级和“20 曲控一/20 曲文控债 01”、“21 曲文控债 01/21 曲控一”信用等级列入信用评级观察名单。
- 本次等级的评定是考虑到：西安市作为陕西省省会，文化旅游资源丰富，2024 年旅游热度仍居全国第一方阵，曲江新区发展定位较高，是首批国家级文化产业示范园区；公司打造并运营管理西安市众多标志性旅游景点，仍是西安市发展旅游产业的主要抓手，在西安市旅游产业发展方面发挥着重要作用，政府继续给予公司较大力度的支持。同时中证鹏元也关注到，公司零售超市业务持续性存在重大不确定性，房地产业务存在经营风险；受盈利能力下滑、费用及减值损失增加等影响，2024 年公司亏损规模大幅扩大，资本实力及资产流动性进一步削弱，偿债能力进一步降低；且跟踪期内，公司仍存在债务逾期；此外，公司因对外担保和未决诉讼存在或有负债风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	1,990.15	1,935.59	2,099.54	1,976.09
所有者权益	201.55	212.90	268.71	307.59
总债务	--	804.38	929.74	850.22
资产负债率	89.87%	89.00%	87.20%	84.43%
现金短期债务比	--	0.05	0.10	0.16
营业收入	16.16	151.54	140.85	241.19
其他收益	0.20	1.97	2.28	2.74
利润总额	-11.37	-58.64	-15.00	7.57
销售毛利率	6.77%	13.45%	20.06%	21.07%
EBITDA	--	-5.18	7.14	44.03
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.10	0.14	1.05
经营活动现金流净额	-2.55	-59.43	-38.60	-5.76

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：蒲德慧
pudh@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **西安市文化旅游资源丰富，2024 年旅游热度仍居全国第一方阵，曲江新区发展定位较高，是首批国家级文化产业示范园区。**西安市作为陕西省省会，政治地位较高，旅游产业优势突出，2024 年西安市稳居全国文旅市场前列，游客接待量和旅游总收入增幅均超过 10%，为公司开展文化旅游项目建设奠定了良好基础；曲江新区以文化和旅游产业为主导，拥有西安市众多旅游资源的管理权。
- **公司仍是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，公司业务围绕文旅产业实现多元化发展。**由公司打造并运营管理的大雁塔北广场、大唐不夜城、大明宫遗址区、西安城墙等景区已成为西安市标志性旅游景点，公司运营管理的景区资源丰富。同时，公司文化旅游业务构建起了集景区运营、电影电视、文化演出、会展、出版和商业的多门类业务，打通文化旅游全产业链，业态类型多样。公司业务板块涵盖文化旅游商业经营、文化产业（工程）业务、景区基础设施建设、房地产开发。截至 2024 年末，公司景区基础设施建设、文化产业（工程）项目和房地产在建项目较多，业务持续性仍较好。
- **继续得到较大力度外部支持。**2024 年公司无偿取得两子公司股权，资本公积增加 5.49 亿元；取得政府补助资金 2.03 亿元和贴息资金 8.78 亿元，一定程度缩小了亏损规模、缓解了付息压力。此外，政府在债务化解方面对公司支持力度较大。

关注

- **受主业盈利能力下滑、费用及减值损失增加等影响，2024 年公司亏损规模大幅扩大，资本实力进一步削弱。**2024 年公司利润总额为-58.64 亿元，EBITDA 由正转负，主要系公司主要经营板块盈利能力均出现下滑，叠加当期大额费用化利息支出、应收款项及存货减值损失等对利润形成侵蚀，2025 年一季度延续亏损态势，利润总额-11.37 亿元。受累于经营亏损等，2024 年末净资产较年初降低 20%，产权比率上升至 887%。
- **零售超市业务经营主体退市，该业务持续性存在重大不确定性。**人人乐连锁商业集团股份有限公司（以下简称“人人乐公司”）因经营亏损导致资不抵债，2024 年与成都惠顺多商贸有限公司（以下简称“成都惠顺多”）转让 13 家有经营门店子（孙）公司交易实质存在不确定性、存在多次通过关联方或引入新供应商大额采购合同预付大额资金的情况，截至 2024 年末归属于母公司股东权益为-4.04 亿元，资产负债率为 121.08%。针对上述情况，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对人人乐公司 2024 年审计报告出具了无法表示意见；希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年审计报告出具了带强调事项段的无保留意见。2025 年 6 月 5 日，深圳证券交易所（以下简称“深交所”）决定终止人人乐公司股票上市，人人乐公司股票将于 2025 年 6 月 13 日起进入退市整理期交易，公司持有的人人乐公司股权已全部被冻结。
- **房地产业务存在经营风险。**2024 年公司房地产业务收入虽大幅增长，但受房地产行业持续低迷等影响，毛利率下滑至 9.50%，对公司利润支撑力进一步减弱，当期新签约销售均价及销售额较上年下降超过 30%，预计未来公司房地产业务毛利率将进一步下滑。跟踪期内，公司下属部分从事房地产开发的子公司被纳入被执行人名单，需关注相关项目投资及去化进度。
- **资产流动性进一步减弱，偿债能力进一步降低。**2024 年公司总资产较上年有所下降，减少的资产主要为货币资金、应收款项、存货等流动资产，年末公司货币资金占总资产比重仅 2.02%，且近 50%的货币资金使用受限。2024 年公司使用权受限制的资产及出质的股权数量进一步上升，融资弹性进一步降低。截至 2024 年末公司资产负债率上升至 89.00%，总债务规模虽有所下降，但规模仍大；短期债务占比高（约 51%）；现金短期债务比进一步下降至 0.05，EBITDA 由正转负。近年公司经营活动现金流持续净流出，还本付息对外部融资依赖度较高。
- **跟踪期内，公司仍出现债务逾期，融资环境仍有待改善。**根据公司提供的征信报告，公司本部及部分子公司存在不良信用记录。公开资料显示，截至目前（2025 年 6 月）公司本部及子公司涉及众多诉讼，公司本部及部分子公司被纳入被执行人名单及失信被执行人名单。上述情况可能对公司及子公司再融资能力造成一定负面影响。
- **因对外担保及未决诉讼而面临或有负债风险。**截至 2024 年末，公司对外担保余额增加至 135.86 亿元，占同期末净资产的比例上升至 63.82%，其中对 4 家信用有瑕疵的企业担保余额 18.93 亿元，面临代偿风险；此外，公司未决诉讼涉及金额较大。

- 对子公司存在一定的管控压力。公司参股及控股子公司众多，合并范围业务涉及文化旅游经营、零售超市、景区基础设施代建、文化产业（工程）项目、房地产等，各子公司经营及投融资管理等较独立。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
西安高新控股有限公司	西安高新技术产业开发区管理委员会	2,309.68	623.24	80.19	承担西安高新区重大基础设施及相关配套的建设任务，同时开展厂房出售与租赁等业务
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	西安市人民政府国有资产监督管理委员会	3,049.11	1,424.28	135.88	主要的城市公用事业类资产的运营和管理主体
曲江文控	曲江新区管委会	1,935.59	212.90	151.54	曲江新区旅游资源开发运营及配套基础设施建设、产业投资和运营
曲江文投	曲江文控	1,032.87	130.58	119.89	曲江新区核心区旅游资源开发运营及配套基础设施建设

注：“曲江新区管委会”是“西安曲江新区管理委员会”的简称；“曲江文投”是“曲江文投是西安曲江文化产业投资（集团）有限公司”的简称，上述简称适用于全文。

资料来源：Wind，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
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
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
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				-1
	补充调整				-2
个体信用状况					a
外部特殊支持					5
主体信用等级					AAA

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）不良信用记录调整系公司及部分子公司存在不良信用记录；补充调整系公司是开发区平台，较市级平台有一定差距。

本次跟踪债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	上次评级日期	债券到期日期
20 曲文控债 01/20 曲控一	5.00	5.00	2025-5-13	2025-12-25
21 曲文控债 01/21 曲控一	5.00	5.00	2025-5-13	2026-7-29

一、 债券募集资金使用情况

“20曲文控债01/20曲控一”募集资金原计划全部用于补充公司营运资金，“21曲文控债01/21曲控一”募集资金原计划用于裴家坨安置小区项目和西安浐陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目建设，截至2025年5月底，上述募集资金已使用完毕。

二、 发行主体概况

2024年以来公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至2025年5月末，公司注册资本和实收资本均为100.00亿元，控股股东和实际控制人仍为曲江新区管委会，曲江新区管委会系西安市人民政府的派出机构，全面负责曲江新区的规划、建设、开发、管理等工作。公司股权结构图如附录二所示。

公司于2025年4月28日发布《西安曲江文化控股有限公司关于董事长、总经理、三分之一以上董事及信息披露事务负责人变动并撤销监事会的公告》称，黄顺绪不再担任公司董事、董事长，柳三洋不再担任公司总经理；选举张璐为董事长，公司总经理由董事长张璐兼任；经职工代表大会选举，何康存担任职工代表董事；同时，公司撤销监事会，由公司内部审计部门履行相关职责。

公司仍是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，业务板块包括文化旅游项目商业经营、文化产业（工程）项目、景区基础设施建设和房地产开发，较上年无重大变化，业务主要集中在子公司，各子公司按业务区域或业务种类进行划分。截至2024年末，公司纳入合并范围一级子公司12家，较上年无变化，其中主要子公司共5家，其详细情况见下表，其中曲江城建总资产规模大幅减少，主要系其下属的西安曲江基础设施投资建设有限公司（以下简称“曲江基础设施公司”）100%股权被无偿划转至西安曲江杜邑文旅科技投资（集团）有限公司（由曲江新区管委会持股100%），2024年主要子公司亏损规模进一步扩大，期末杠杆水平较高。公司业务多元、子公司众多，各子公司经营及投融资活动较独立，公司面临一定的管控压力。

表1 截至 2024 年末公司主要子公司情况（单位：亿元）

企业名称	主要业务范围	总资产	净资产	资产负债率	收入	净利润
曲江文投	曲江新区核心区旅游资源开发运营及配套建设	1,032.87	130.58	87.36%	119.89	-43.38
大明宫集团	负责大明宫周边区域开发及配套基础设施建设	435.09	45.15	89.62%	10.30	-1.79
曲江城建	主要负责曲江新区基础设施建设	174.63	30.72	82.41%	0.04	-0.90
城墙集团	主要负责西安城墙景区开发建设	170.50	32.96	80.67%	6.06	-1.05
楼观文教旅 ¹	负责楼观生态文化旅游度假区开发及运营	215.34	3.45	83.97%	0.25	-0.37

¹ 2024 年 12 月，西安曲江楼观生态文化旅游度假区开发建设有限公司更名为西安楼观文教旅产业发展有限公司。

注：大明宫集团是西安曲江大明宫投资（集团）有限公司的简称，曲江城建是西安曲江城市建设发展有限公司的简称，城墙集团是西安城墙投资(集团)有限公司的简称，楼观文旅是西安楼观文教旅产业发展有限公司的简称，上述简称适用于全文。

资料来源：公司提供

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式。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，非重点省

分化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

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，新兴产业保持良好发展势头，叠加旅游产业优势突出，2024年旅游收入维持较高增速，对“一带一路”国家外贸增势较好，经济实力远超省内其他各市，近年一般公共预算收入持续增长，抵消了政府性基金收入下降对区域综合财力的影响

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，截至2024年末常住人口1,316.76万人，比上年末增加8.94万人。

经济发展水平：西安市经济实力远超省内其他各市，2024年投资和消费维持稳定，对“一带一路”国家外贸增势较好。近年西安市GDP持续保持增长，经济实力远超省内其他各市，2024年西安市GDP增速为4.6%，略低于全国平均水平，人均GDP与全国人均GDP相当。2024年西安市三次产业结构为2.4:29.1:68.5，第三产业是区域主导产业，近年增速表现较好，占比持续提升。从拉动经济的三大要素来看，2024年西安市投资和消费维持稳定，其中基础设施投资同比下降7.5%，房地产开发投资同比增长8.5%；进出口增速在低基数上回升，重点外贸区域增势较好，对共建“一带一路”国家进出口增长23.6%，占进出口总值的比重为58.1%。2024年中欧班列（西安）开行4,985列，同比增长25.1%，开行量、货运量、重箱率稳居全国第一。

表2 2024 年陕西省主要地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域	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	13,317.78	4.6%	10.15	1,002.37	1,214.91
咸阳市	3,001.27	6.5%	7.32	114.66	65.60
延安市	2,383.36	5.5%	10.57	173.64	47.84
渭南市	2,157.73	5.7%	4.71	87.77	64.69
铜川市	588.82	6.4%	8.36	24.31	4.70

注：延安市和渭南市人均 GDP 根据 2023 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	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	13,317.78	4.6%	12,010.76	5.2%	11,486.51	4.4%
固定资产投资	-	0.2%	-	0.1%	-	10.5%
社会消费品零售总额	5,435.63	2.5%	4,811.60	3.7%	4,642.11	-5.2%
进出口总额	4,117.99	14.5%	3,597.59	-17.4%	4,474.10	0.8%
人均 GDP（万元）	10.15		9.21		8.88	
人均 GDP/全国人均 GDP	105.99%		103.10%		103.63%	

资料来源：西安市 2022-2024 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：西安市六大支柱产业继续发力，对经济增长形成有力支撑，新兴产业保持良好发展势头；同时旅游产业优势突出，2024年旅游收入维持较高增速。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，按照集群化发展思路，支柱产业企业主要分布在各大园区内，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；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；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，2023-2024年六大支柱产业总产值分别同比增长10.1%和4.6%，对经济增长形成有力支撑。新兴产业产品产量较快增长，2024年西安市新能源汽车产量增长14.3%，充电桩增长26.3%，太阳能电池增长61.4%，3D打印设备增长41.9%，集成电路圆片增长36.7%。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。2024年10月，西安市政府出台实施《西安市促进文化旅游体育产业高质量发展支持政策》等一揽子政策，旨在增强文旅市场主体活力，激发市场消费潜力，2024年西安市接待游客3.06亿人次，实现旅游总收入3,760.78亿元，同比分别增长10.3%和12.3%，西安市文旅市场热度稳居全国第一方阵。

财政及债务水平：近年西安市一般公共预算收入持续增长，抵消了政府性基金收入下降对区域综合财力的影响，**2024年西安市地方政府债务余额增速提升**。2024年西安市一般公共预算收入为1,002.37亿元，同比增长5.3%，增速同比有所下降；税收占比略有下降，财政收入质量仍较好，财政自给率提升主要系财政增收节支所致。2024年西安市政府性基金预算收入1,214.91亿元，同比下降8.1%，后续仍需关注政府性基金收入的稳定性。政府专项债加速发行，近年西安市地方政府债务余额持续增长，且2024年增速提升。

表4 西安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	1,002.37	951.92	834.08
税收收入占比	71.33%	72.27%	72.45%
财政自给率	64.18%	55.01%	53.13%
政府性基金收入	1,214.91	1,321.44	1,262.94
地方政府债务余额	4,644.43	4,029.69	3,625.51

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 2022-2023 年预决算报告及西安市财政局，中证鹏元整理

曲江新区以文化和旅游产业为主导，是国家文化部授予的首个国家级文化产业示范区，发展定位较高，近年持续推进文旅融合，壮大文旅产业规模，是西安市发展最具活力的区域之一

区位特征：曲江新区是陕西省、西安市确立的以文化产业和旅游产业为主导的城市发展新区，是国家文化部授予的首个国家级文化产业示范区。曲江新区为西安市下辖的开发区，位于西安市东南部，原名西安曲江旅游度假区，是陕西省人民政府于1993年批准设立的省级旅游度假区。经西安市人民政府批准，2003年正式更名为西安曲江新区，定位为以发展文化产业、旅游产业为主导产业的现代城市发展新区。2007年曲江新区晋升为首批国家级文化产业示范园区，2012年被科技部、中宣部等五部委联合授予“国家级文化和科技融合示范基地”，曲江新区现已跃升为西部最重要的文化、旅游集散地，陕西文化、旅游产业发展的标志性区域，是助力西安打造国际消费中心的重要支撑。

曲江新区核心区总规划面积约51.5平方公里，同时辐射带动大明宫遗址保护区、西安城墙景区、临潼旅游休闲度假区、楼观生态文化旅游度假区、浐陂湖水系生态文化旅游区等区域，管理面积超430平方公里，常住人口约40万人（核心区及大明宫遗址区范围内人口）。为保障曲江新区在管理区域内的稳定发展，西安市政府先后出台了多项文件，为曲江新区的顶层建设奠定了基础，从制度上为新区重大文化园区建设、重大文化旅游项目开发提供了支持。财税制度上主要表现为工商税收与飞地行政区²分成，土地出让金及契税收入由曲江新区征管，较稳定的财税体制为曲江新区的建设发展提供了资金保障。

经济发展水平：曲江新区第三产业占比高，近年持续推进文旅融合，壮大文旅产业规模。近年曲

² 指不在曲江新区核心区规划范围内，但实际由曲江新区管委会管理的区域。

江新区按照“资源资本化、资本产业化、产业效益化、效益价值化”的总体思路对地方经济进行规划与建设，以文旅融合为牵引，持续扩大消费供给，推动经济运行、产业发展，大力开展产业链招商，壮大文旅产业规模，推出了众多文旅新产品，已成为西安市经济发展最具活力的区域之一。产业结构上，曲江新区构建起以文化旅游为核心，集会展、演艺、影视、动漫、出版传媒以及文化商业等一体的全文化产业链，第三产业占GDP的比重约90%。从经济增长的要素上看，2024年曲江新区固定资产投资增速同比增长0.5个百分点；限额以上消费品零售额增速同比下降7.6个百分点。

财政及债务水平：2024年曲江新区一般公共预算收入同比下降较多，但财政收入质量和财政自给率表现仍较好。2024年曲江新区一般公共预算收入为33.38亿元，同比下降27.73%，主要受区域部分企业经营效益下降、房地产市场不景气以及西安市财政体制改革等综合影响，税收收入同比下降较多导致，财政收入质量和财政自给率下降，但仍表现较好；政府性基金收入在低基数上回升，主要为国有土地出让收入增加所致。政府专项债发行加速，2024年曲江新区地方政府债务余额显著增加。

表5 曲江新区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	33.38	46.19	42.00
税收收入占比	72.24%	84.68%	85.31%
财政自给率	96.08%	127.77%	122.01%
政府性基金收入	37.63	27.57	63.69
地方政府债务余额	481.89	313.11	302.20

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：曲江新区财政预决算报告等，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

公司是西安市旅游资源综合开发运营平台，先后打造了大唐不夜城步行街、西安城墙、曲江书城等城市文化地标，管理运营西安市多个标志性旅游景点，对西安曲江新区范围内的景区开发及配套基础设施建设、景点运营等仍具有较强垄断性。跟踪期内，公司主营业务仍由文化旅游商业经营、文化产业（工程）项目、景区基础设施建设和房地产开发共四大板块构成，当期营业收入小幅增长，但主营业务盈利能力进一步下降。

2024年公司营业收入在房地产开发业务带动下实现小幅增长，当期房地产开发收入占营业收入比重超过50%，成为公司最主要的收入来源，其余各板块收入均有不同程度的下降。2024年公司销售毛利率明显下降，主要系房地产行业持续低迷，收入占比较高的房地产业务毛利率水平持续下降、文化产业（工程）项目毛利率由正转负等所致。2025年1-3月，公司实现营业收入16.16亿元，销售毛利率进一步下降至6.77%。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
文化旅游商业经营	62.84	41.47%	20.65%	82.79	58.78%	24.09%
文化产业（工程）项目	6.52	4.30%	-12.99%	14.76	10.48%	22.49%
景区基础设施建设	5.75	3.79%	17.26%	19.99	14.19%	9.88%
房地产开发	76.43	50.43%	9.50%	23.31	16.55%	12.95%
合计	151.54	100.00%	13.45%	140.85	100.00%	20.06%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

（一） 文化旅游商业经营业务

2024年公司负责经营的旅游景区较上年无重大变化，资源禀赋仍较好，受景区管理酬金调整、旅游行业回归常态化等因素影响，公司文化旅游经营收入及利润均有所下降；2025年4月，景区管理委托方对公司制定了应收款项清偿方案，预计景区管理酬金回款情况将逐步改善。超市零售业务经营主体退市，该业务持续性存在重大不确定性

文化旅游商业经营业务（包含文化旅游经营业务和文化商业运营）是公司主营业务的核心，2024年文化旅游商业经营业务收入下降约25%，毛利率亦略有下降。

1、文化旅游经营

文化旅游经营方面，公司构建起了集景区运营、电影电视、文化演出、会展、出版和商业的多门类业务，打通文化旅游全产业链，业态类型多样，负责经营的旅游景区资源良好，大多为西安市标志性旅游景点。该类业务收入主要来自旅游、会展、电影电视、出版传媒、文化金融等多个领域，2024年除文化演出外，其余细分领域收入均有不同程度下降。

表7 近年公司文化旅游经营板块收入构成情况（单位：亿元）

收入领域	2024 年	2023 年
文化旅游经营	36.62	45.02
其中：旅游	14.05	17.43
出版传媒	4.27	4.66
文化金融	0.04	2.56
电视电影	2.14	3.74
会展	2.22	3.50
文化演出	3.00	2.23
文化体育	1.32	0.87
其他	9.57	10.02
文化商业运营（文化商业及零售超市）	26.23	39.27
合计	62.84	84.28

注：1）本次评级报告中 2023 年数据与上次评级报告中数据差异系统计口径差异所致；2）2023 年数据为 2024 年期初数。

资料来源：公司提供

（1）旅游领域

公司旅游领域主要由子公司西安曲江旅游投资（集团）有限公司（以下简称“曲江旅游集团”）及其子公司西安曲江文化旅游股份有限公司（股票代码：600706.SH，以下简称“曲江文旅”）负责运营，主要业务包括景区运营管理、历史文化主题酒店管理（含餐饮管理）、旅行社、演出演艺、体育项目、文化旅游商品、园林绿化及其他新型旅游等。2024年旅游领域实现收入14.05亿元、毛利率14.55%，较上年均有所下降，主要系受景区管理酬金调整、旅游行业回归常态化等因素影响所致。

公司运营管理的景区资源丰富，除曲江新区核心区外辐射多个飞地景区，多为西安市标志性旅游景点。公司景区管理主要分为三种模式，一是自有景区的管理和运营，收入主要为门票、经营性项目运营等；二是归属于政府的文化旅游景区，子公司受托负责景区的管理和运营，子公司与资产持有方签订景区管理服务协议，约定一定限额的经营收入补偿公司运营管理成本，超过限额部分由公司与资产持有方分成，不同景区分成比例不同；三是公益性景区的管理，由公司与曲江管委会签订代管协议，曲江管委会每年向子公司支付景区管理和运营补贴。跟踪期内，公司运营和管理景区无重大变化，仍主要包括曲江新区内大雁塔北广场、大唐芙蓉园、唐大慈恩寺遗址公园、秦二世遗址公园、寒窑遗址公园、唐城墙遗址公园、曲江池遗址公园、楼观四景区、贞观文化广场及曲江海洋极地公园等，其中实际收费的景区仅曲江海洋馆（全价180元/人次、半价90元/人次）和大唐芙蓉园（120元/人次）两处，其余景区属于开放类景区或暂时免费对外开发的景区。2024年8月22日，曲江文旅发布《西安曲江文化旅游股份有限公司关于调整景区管理酬金的公告》显示，曲江文旅负责运营管理的部分开放式景区的管理酬金有所下调，管理酬金调整前后情况如下表所示。

表8 公司负责管理的景区管理酬金调整情况（单位：万元）

景区	调整后	调整前
曲江池遗址公园	1,946.16	5,131.69
唐城墙遗址公园	1,334.08	
寒窑景区（原开放区）	138.48	298
秦二世陵遗址公园	287.7	710.94
大慈恩寺遗址公园	287.06	387.56
陕西戏曲大观园（含北池头乐游原等区域）	323.2	696.33
合计	4,316.68	7,224.52

资料来源：《西安曲江文化旅游股份有限公司关于调整景区管理酬金的公告》，中证鹏元整理

根据2025年4月27日发布的《西安曲江文化旅游股份有限公司关于2024年度计提资产减值准备的公告》，截至2024年末，曲江文旅应收景区管理委托方西安曲江新区事业资产管理中心（以下简称：资产管理中心）、西安曲江文化产业发展中心（以下简称：文产中心）、西安曲江新区土地储备中心（以下简称：土储中心）账款余额9.25亿元。2025年4月25日曲江文旅收到应收款项清偿计划书，资产管理中

心、文产中心、土储中心对公司及其下属子分公司制定如下清偿方案：2025年4月30日前清偿22,850万元；2026年3月31日前清偿17,500万元；2027年3月31日前清偿17,500万元；2028年3月31日前清偿17,500万元；2029年3月31日前清偿17,140万元。截至2025年4月30日之前，曲江文旅已收到2.28亿元清偿款。上清偿方案的制定降低了曲江文旅应收账款的回收风险，当期对应收账款计提的减值准备减少，随着清偿资金到位，能一定程度改善公司及曲江文旅的现金流状况。

公司旅游领域收入除了门票收入外，还包括餐饮酒店、旅行社等。景区餐饮酒店收入通过曲江旅游集团旗下拥有的御宴宫（仿唐御宴）、阅江楼及芳林苑等唐文化主题酒店营业实现。旅行社经营收入主要来自文化旅游集团下属四个旅行社，开辟国内、国际多条旅游线路，销售旅游景点门票、旅游艺术品，代订火车、飞机等交通票务及策划组织各类文化艺术交流活动。此外，公司通过设立曲江嘉年华大型游乐场、出租场地设立酒吧、古玩、刺绣、陶艺、游乐场及出售旅游纪念品的零售摊位等方式实现少量开发旅游商业收入。

（2）出版传媒领域

公司出版传媒领域业务包含包括图文商品出品、出版刊物销售、电视及媒体广告投放等板块。图文商品出品主要由子公司西安曲江出版传媒投资集团有限公司经营；出版刊物销售由子公司西安市新华书店有限公司经营，截至目前西安市新华书店有限公司在西安拥有曲江书城、图书大厦、钟楼书店、四海书店、航天城书店、读书阁在内的15家中大型书店；电视及媒体广告投放由子公司陕西新动向传媒股份有限公司（股票代码：873021）经营。2024年公司实现出版传媒业务收入4.27亿元、毛利率10.37%，较上年均略有下降。

（3）文化金融领域

公司文化金融领域主要由曲江文投子公司西安曲江文化产业风险投资有限公司（以下简称“风投公司”）负责，风投公司是从事文化产业投资的创投机构，业务模式为“股权+项目+基金”的投资模式，通过创业投资运作机制，整合旅游、影视、传媒、科技、金融等各领域资源，具体运作模式为：风投公司与被投资方签订投资协议，并规定资金用途，根据协议约定按期收回投资本金及收益，具体投资类型包括固定收益类投资和有保底条款的基金类投资，投资范围主要包括文化商业、地产、影视、科技、健康等领域。截至2024年末，公司累计完成近281个项目投资，投资额达198.73亿元，扶持发展区内中小文化企业103余家，实现文化产业投资拉动近716.22亿元。2024年公司实现文化金融收入0.04亿元，收入大幅减少。

（4）会展、影视、文化演出等领域

会展业务主要由曲江文投子公司西安曲江国际会展（集团）有限公司（以下简称“会展集团”）负责运营，会展集团是以展览项目策划运营、会议活动承接与申办组织、会展场馆管理运营、展台及展厅设计搭建等为主营业务方向的全产业链综合服务型会展企业集团。会展集团围绕“做强会、展、节、赛、

演项目策划承接运营业务，做优西安曲江国际会议中心、西安国际会议中心、无锡太湖国际博览中心等场馆管理运营核心能力，做大展览工程、广告工程、主场服务、出展组展等会展产业链延伸业务”为工作重点，全面实施创新发展，在智慧场馆、线上展览等新领域实现突破，全面构建多元化、多业态、跨区域、全产业链发展的新格局。2024年公司实现会展收入2.22亿元。

公司影视领域业务主要由曲江文投子公司西安曲江影视投资（集团）有限公司、西安曲江大秦帝国文化传播有限公司、西安曲江丫丫影视文化股份有限公司等经营。近年来，依托西安市雄厚的文化旅游资源和曲江新区优惠的扶持政策，公司已累计出品多部电影、电视剧和纪录片作品。从业务模式来看，公司的影视业务以电影、电视剧和纪录片的投资、制作、发行为主，分为自主运作或与其他影视公司合作的方式，通过电视电影的承制、发行、植入广告及衍生品获得销售收入。此外，公司积极拓展全影视产业链，公司经营多家电影院，包括西北地区第一巨幕影厅的曲江国际影城大雁塔店、曲江国际影城临潼店、曲江国际影城西北影城店等，实现影院票房及影院卖品收入。2024公司取得影视领域收入2.14亿元，较上年下降42.78%；当期毛利率为12.11%。

文化演出领域主要由子公司曲江文投下属的西安曲江文化演出（集团）有限公司等公司经营，负责演出的组织、票务的销售、演员的管理等，使用的演出场地包括有西安曲江大唐芙蓉园凤鸣九天剧院、会展馆B1-B4、西安易俗大剧院、曲江国际会议中心、西安音乐厅等。2024年实现文化演出领域收入3.00亿元，较上年增长34.79%，包括门票收入、广告收入、灯光音响器材等租赁收入等；当期毛利率为-7.39%。

2、文化商业及零售超市

2024年公司实现文化商业运营收入26.23亿元，较上年下降33.20%，当期毛利率26.19%，收入来自文化商业运营（11.92亿元）和超市零售业务（14.30亿元），受门店数量减少影响，当期超市零售业务收入减少14.23亿元。

（1）文化商业

文化商业运营模块的运营主体为曲江文投旗下西安曲江建设集团有限公司（以下简称“曲江建设集团”）、西安曲江国际会展投资控股有限公司、西安曲江大唐不夜城文化商业（集团）有限公司等进行经营，该模块展业渠道包括商业综合体运营、商业文化主题活动举办、主题文化演出、商业活动代理、街区商铺出租、文化商业物业服务等。目前公司已形成以芙蓉新天地、大唐不夜城为代表的城市综合商业和主题商业街区，2024年该板块实现收入11.92亿元，较上年略有增长。

（2）零售超市业务

公司零售超市业务经营主体为人人乐公司，主要通过直营连锁店开展业务经营，实体门店主要以租赁为主，目前业务主要覆盖华南、西北区域。近年人人乐公司业务量持续收缩，2024年关闭门店45家、

转让门店15家、新开门店1家，年末实体门店共32家。为减少亏损、改善业绩，2024年人人乐公司在西安文化产权交易中心公开挂牌转让13家有经营门店子（孙）公司股权及相应债权、2家物流公司股权和1家门店子公司股权，确认股权处置收益6.34亿元。股权处置详情见下表，截至2025年5月14日，西安东和晨升商业运营管理合伙企业（有限合伙）已支付转让借款2.09亿元（占比75%），陕西韩建信诚投资合伙企业（有限合伙）已支付4.54亿元（占比75%）；截至2025年2月28日，成都惠顺多已支付13家剥离资产与人人乐公司往来债务余额约1.2亿元的50%款项，公开资料显示，2025年3月11日青羊区市场监督管理局因无法通过登记的住所或者经营场所联系到成都惠顺多而将其列入经营异常名录，2024年末人人乐公司对未收回的成都惠顺多的代垫款项计提1.11亿元坏账准备。

表9 2024 年人人乐公司出售重大股权情况（单位：万元）

交易对方	被出售股权	出售日	交易价格	2024 年期初起至出售日该股权为上市公司贡献的净利润
成都惠顺多	13 家有经营门店的子（孙）公司 100% 股权及相应债权	2024.12.2	0.0013	24,812.56
天津优达产业投资集团有限公司	天津市人人乐商品配销有限公司	2024.9.27	23,851.22	-826.50
西安东和晨升商业运营管理合伙企业（有限合伙）	西安市人人乐商品配销有限公司 100% 股权	2024.12.13	27,909.00	-832.68
陕西韩建信诚投资合伙企业（有限合伙）	西安高隆盛商业运营管理有限公司 100% 股权	2024.12.13	60,544.44	-740.15

资料来源：人人乐公司2024年年度报告，中证鹏元整理

因门店数量减少，2024年人人乐公司营业收入大幅减少；因处置部分股权而确认较大规模投资收益³，当期亏损大幅减少，截至2024年末人人乐公司累计未分配利润-34.86亿元，归属于母公司股东权益-4.04亿元，资产负债率为121.08%。以上情况表明可能存在导致人人乐持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。此外，2024年人人乐公司存在多次通过关联方或引入新供应商签订大额采购合同预付大额资金的情况，部分款项已退还，该事项表明公司在资金管理上存在重大缺陷；针对与成都惠顺多13家门店子（孙）公司股权转让的交易实质及是否实际出表存在重大不确定性。基于以上情况，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）为人人乐公司2024年财务报告出具了无法表示意见审计报告。

人人乐公司已于2025年6月5日收到深交所送达的《关于人人乐连锁商业集团股份有限公司股票终止上市的决定》（深证上〔2025〕546号），深交所决定终止人人乐公司股票上市，人人乐公司股票将于2025年6月13日起进入退市整理期交易。

跟踪期内，公司持有的人人乐公司股份未发生变化，截至2025年4月末，子公司曲江文投及其一致行动人西安通济永乐商业运营管理有限公司合计持有人人乐公司265,942,966股股份，占人人乐公司股份总数的60.44%，上述股权已全部被冻结。此外，我们关注到人人乐公司下属多家子公司存在被执行信息，

³ 该部分投资收益并未在公司合并口径反应。

根据企查查显示，截至2025年6月10日，人人乐公司及其下属子公司作为被执行人的涉案金额合计1.19亿元。

表10 人人乐公司主要营业指标（单位：亿元）

指标	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
营业收入	1.29	14.30	28.53
营业利润	-0.74	0.61	-5.46
投资净收益	0.00	6.34	0.11
归属母公司股东的净利润	-0.80	-0.17	-4.98
总资产	15.72	19.16	39.06
净资产	-4.84	-4.04	-3.87
门店数量（家）	-	32	91

资料来源：人人乐公司 2022-2024 年年度报告及 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

（二） 文化产业（工程）项目业务

受项目建设进度影响及地产行情持续低迷影响，2024年公司文化产业（工程）项目业务收入继续大幅下降，且毛利率由正转负；截至期末在建项目总投资和尚需投资规模较大，给公司带来一定资金压力，在地产行情持续低迷背景下，业务盈利状况存在一定不确定性

公司文化产业（工程）项目业务主要是建设集多功能于一体的新型城市综合体，包括建设文化商业购物中心、时尚餐饮、星级酒店、会展、商业休闲、公园、区域文化历史展示等，一方面，通过结合区域历史文化背景，依托历史遗迹和对应的时代艺术风格吸引消费人群，增加整个商业的吸引力和品牌知名度；另一方面，根据曲江新区的文化产业布局，公司开发相关孵化器、经营场所等文化产业配套设施，通过政府或入区的文化类企业的购买或租赁实现盈利，经营主体包括子公司城墙集团下属的西安城墙文化投资发展有限公司、曲江文投下属曲江建设集团等。

公司文化产业项目业务前期主要采取回购模式，后随着曲江新区建设的逐渐成熟，业务模式逐步向自营方式转变，2016年及以后建设的项目基本为自营项目，目前回购模式文化产业（工程）项目已基本完工，无在建和拟建的回购模式文化产业（工程）项目，跟踪期内，公司文化产业（工程）板块无回购收入。自营项目业务模式为公司根据曲江新区的文化产业布局，建设相关文化产业配套设施，项目建设资金主要由公司负责筹集，项目建成后，由公司通过对外出售或出租的方式运营，客户主要为曲江管委会以及入区的文化类企业。

2024年公司确认文化产业（工程）项目板块收入6.52亿元，较上年减少8.24亿元，连续两年收入下降超过50%，主要系受项目建设进度影响，当期毛利率为负（-12.99%），主要系受地产行情持续低迷影响。截至2024年末，公司自营模式主要已完工项目为西安芙蓉新天地项目，该项目详情如下表所示。

表11截至 2024 年末西安芙蓉新天地项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目累计投资	预计确认收入	累计已确认收入	总面积	已出售面积	已出租面积
13.09	26.80	19.82	12.45	8.29	3.02

资料来源：公司提供

截至2024年末公司主要在建的自营文化产业项目包括曲江国际社区等，预计总投资190.68亿元，已投资109.78亿元。总体来看，公司自建文化产业（工程）项目主要系契合曲江新区文化产业布局和反映西安历史文化特色及商业形态创新的标志性文化商业项目，长远来看具有较好的商业发展前景，但项目总投资和尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力，且竣工后通过政府或入区的文化类企业购买或租赁实现盈利，投资回收速度较慢，且在地产持续低迷背景下，盈利状况存在一定不确定性。

表12 截至 2024 年末公司主要在建自营模式文化产业项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	累计已投资额	项目功能
曲江国际社区	57.00	37.30	集办公、行政公寓、商业为一体，打造企业、私人订制、总部办公、配套生活基地
曲江文创中心	38.62	28.22	分为曲江文化中心、双创加速器和双创孵化器，业态涵盖整个文化产业链
电竞产业园	34.10	31.02	提供电竞比赛场馆、办公、展览等
小雁塔历史文化片区综合改造项目	26.52	8.30	小雁塔历史文化片区综合改造项
碑林历史文化街区项目	25.17	0.81	碑林历史文化街区改造
楚肆水街	9.27	4.13	电竞比赛，会议场地，时尚文化发布及配套区
合计	190.68	109.78	-

注：1）表中小雁塔历史文化片区综合改造项目和碑林历史文化街区项目为基础设施建设工程，通过 PPP 模式建设，公司出资比例为 70%。此外，这两个项目涉及征地安置分别总投资为 56.30 亿元和 71.63 亿元，未列示在上表中；2）本次评级报告披露的碑林历史文化街区项目的累计投资额小于上次评级报告披露数据，主要系上次公司提供数据有误。

资料来源：公司提供

（三） 景区基础设施建设

公司对曲江新区范围内的景区基础设施建设具有较强垄断性，业务仍具有持续性。近年公司负责的景区基础设施建设项目结算进度大幅放缓，且资金回笼情况受当地财政资金安排具有一定不确定性

公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，承担了大量的文化旅游产业相关配套基础设施及公共文化服务设施建设任务，运营主体主要包括浐陂湖公司（负责浐陂湖生态文化旅游区）、城墙集团（负责城墙景区）、大明宫集团（大明宫遗址区）、楼观文旅（楼观道文化展示区）、曲江城建（曲江新区核心区）等，不同子公司主要负责区域运作范围各自不同。2024年公司景区基础设施建设实现收入5.75亿元，较上年减少14.24亿元，该业务连续两年收入降幅超过50%。

跟踪期内，公司的景区基础设施建设板块的业务模式无变化，业务仍涉及西安市多个区域，2024年因曲江基础设施公司出表，主要在建项目有所减少，公司主要在建景区基础设施建设项目如下表所示，项目仍尚需投资一定规模，业务仍具有持续性。公司已投资景区基础设施建设规模较大，未来景区基础设施建设收入较有保障，但近几年景区基础设施建设结算进度大幅放缓，且资金回笼情况受当地财政资

金安排具有一定不确定性。

表13截至 2024 年末公司主要景区基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	累计已投资
东三爻北区	24.00	17.73
井上华府	19.00	19.06
西安市护城河及环城公园综合改造工程项目	7.00	6.62
杜陵国家考古遗址公园项目 2020 年度实施区域工程	6.64	2.75
大明宫遗址公园整体景观提升改造项目（EPC）	2.96	2.05
合计	59.60	48.21

资料来源：公司提供

（四）房地产业务

2024年公司签约销售均价及销售额下降超过30%；当期竣工面积及结算收入较上年大幅增长，但毛利率进一步下降，对公司利润支撑力进一步减弱；地产行情持续低迷，公司部分在建房地产项目投资及去化进度偏慢，下属部分从事房地产开发的子公司多次被纳入被执行人名单，需关注公司房地产业务经营风险

公司开发模式分为公司自主开发和与其他房地产公司联合开发两类。联合开发项目公司以土地作价或其他方式出资而持有51%的股份，西安万科企业有限公司、成都润盈执业有限公司（股东是华润置地控股有限公司）等合作方持有49%的股份，并由合作方进行开发销售，利润按持股比例进行分配，后续不再继续承担开发建设资金，项目收益按股权分配。公司自主开发的商品房项目主要是“凤凰城”项目、“久境府”项目、“久雍府”项等；合作开发模式主要有东方传奇、曲江九里、曲江风华等。

截至2024年末，公司主要公开销售房地产在建项目情况如下表所示，项目预计总投资360.62亿元，累计已投资330.20亿元，项目主要位于西安市、重庆市、杭州市等。跟踪期内，部分项目开发主体被列入被执行人或失信被执行人名单，部分在建房地产项目投资及去化进度偏慢，公司房地产业务可能存在经营风险。

除下表中的项目外，公司还在北海、开封、攀枝花等城市竞得商住用地用于建设新鸥鹏教育小镇以及教育文化产业综合体，开发成本中北海曲江新鸥鹏教育产业城项目账面价值19.09亿元、鸥鹏央著天域项目35.54亿元，上述项目总投资额较大，且位于三四线城市，需关注项目建设进度及去化情况。

表14截至 2024 年末公司主要公开销售房地产在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发主体	项目所在地	项目类别	项目建设期	总投资额	已投资额	去化率
中央公园	重庆蕴鸥地产有限公司*	重庆市潼南区	住宅	2014-2022	56.00	50.55	86.54%
重 庆 • 璧山 • 凤凰城	重庆璧锦地产发展有限公司*	重庆市璧山区	住宅、商业	2012-2023	47.89	47.26	91.11%
久雍府	杭州曲江新鸥鹏企业运营管理有限公司	杭州市余杭区	住宅商业配套	2010-2024	41.70	34.24	58.15%

久境府	杭州曲江新鸥鹏文化发展管理有限公司	杭州市余杭区	住宅商业配套学校	2020-2023	39.91	35.19	60.00%
华润九里项目	西安秦尚置业有限公司	西安市曲江新区	住宅、商业	2018-2021	41.30	40.14	99.52%
曲江中心风华项目	西安朔坤房地产开发有限公司*	西安市曲江新区	住宅	2017-2021	32.30	30.92	98.38%
东方传奇	西安雁顺置业有限公司	西安市金花路以东	住宅、商业	2015-2020	29.02	28.73	99.88%
檀境项目	西安曲江文商煜祯置业有限公司*	西安市曲江新区	住宅	2021-2024	27.19	26.74	80.29%
雁泊台	西安曲江观骊置业有限公司*	西安市临潼区	住宅	2018-2023	14.21	13.05	79.91%
曲江城市树	西安曲江新禧置业有限公司	西安市曲江新区	住宅、商业	2019-2023	13.70	10.94	85.75%
欧森国际	西安瑞房企业管理有限公司*	西安市高新区	办公	2015-2024	9.50	6.70	76.07%
曲江启夏里	西安兰科实业有限责任公司	西安市曲江新区	住宅	2021-2024	7.90	5.74	0.00%
合计	-	-	-	-	360.62	330.20	--

注：“*”表示截至2025年6月10日该主体被列入被执行人名单。

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

2024年公司房地产板块开发和销售情况如下表所示，当期完成投资额和签约销售面积与上年基本持平，但签约销售均价及销售额下降超过30%；2024年公司房地产项目竣工面积达69.89万平方米，当期结转收入76.43亿元，竣工面积及结算收入较上年大幅增长，但毛利率进一步下降至9.50%，对公司利润支撑力进一步减弱，且公司较多房地产项目和其他公司联合开发，整体收入和利润纳入公司合并报表，较大部分利润归属于少数股东权益。

表15近年公司房地产项目开发及销售项目情况

项目	2024 年	2023 年
开发完成投资（亿元）	43.27	42.72
新开工面积（万平方米）	11.20	16.14
竣工面积（万平方米）	69.89	31.25
签约销售面积（万平方米）	32.99	31.59
签约销售金额（亿元）	24.67	37.36
签约销售均价（万元/平方米）	0.75	1.18

注：签约销售均价=签约销售金额/签约销售面积。

资料来源：公司提供

公司作为西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，继续获得较大力度外部支持

2024年12月，西安城墙管理委员会将其持有的西安城墙开发管理有限公司100%股权无偿划转给子公司城墙集团；西安曲江楼观生态文化旅游度假区管理办公室将其持有的西安楼观农旅产业发展有限公司88%股权无偿划转给子公司楼观文旅。上述股权划转使得资本公积增加5.49亿元。

2024年公司取得政府补助资金2.03亿元，其中1.97亿元计入其他收益、0.06亿元计入营业外收入，一定程度缩小了亏损规模；公司当期取得来自西安曲江新区财政局的贴息资金8.78亿元，一定程度缓解

了付息压力，此外，2024年以来公司持续获得特殊再融资债券资金用于债务化解。

五、 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）审计并出具带有强调事项段的无保留意见的2023-2024年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，公司2024年审计报告强调事项为：截至2024年12月31日，子公司人人乐公司合并报表股东权益合计-4.04亿元，资产负债率121.08%。人人乐公司2024年度经审计的净资产为负值，根据《深圳证券交易所股票上市规则》第9.3.12条第二项规定的情形，该公司股票可能被深圳证券交易所终止上市，以上情况表明可能存在导人人乐公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。

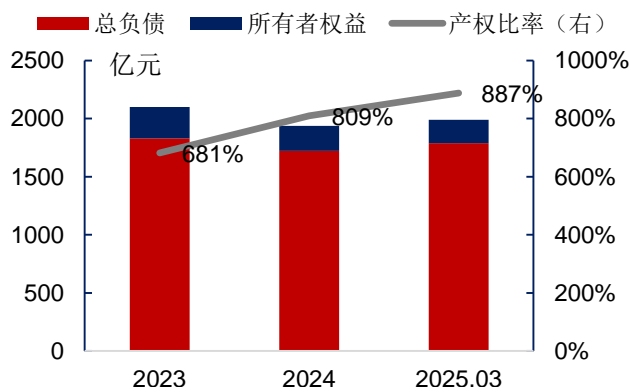
跟踪期内，受累于经营亏损等，公司资本实力进一步削弱，杠杆水平进一步上升，偿债能力进一步下降。因受限资产规模增加、流动性资产减少等影响，2024年公司资产流动性进一步减弱，年末未受限货币资金规模小，对短期债务覆盖比仅0.05。此外，在地产行情持续低迷背景下，需关注公司存货及投资性房地产减值风险

资本实力与资产质量

2024年及2025年一季度，公司净利润分别为-58.11亿元、-11.35亿元，受累于大额亏损，公司净资产规模大幅下降，期间产权比率上升至887%。

截至2025年3月末，公司净资产201.55亿元，包含实收资本100亿元、资本公积103.49亿元、少数股东权益62.51亿元、未分配利润-64.15亿元。少数股东权益主要由公司与其他企业合作开发地产项目，公司控股并表所致，未来随着合作项目竣工交付少数股东逐步退出，少数股东权益可能进一步下降；此外，公司为负的未分配利润规模较大，经营状况亟待改善。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

在债务压降、经营亏损等共同作用下，2024年公司总资产较上年有所下降，减少的资产主要为货币资金、应收款项、存货等流动资产，截至2024年末公司货币资金占总资产比重仅2.02%，且较大规模（19.17亿元）货币资金受限，资产流动性进一步减弱。

公司作为西安市旅游资源综合开发运营平台，承担了西安曲江新区范围内的景区开发及配套基础设施建设、景点运营等职能，2024年末公司资产仍主要由应收曲江新区管委会及其下属派出机构款项（应收账款和其他应收款）、在建项目成本（存货、在建工程）、已完工并对外出租或自持的物业（投资性房地产和固定资产）、长期股权投资构成，上述资产合计占比约88%。

2024年末公司其他应收款减少约64亿元，其中应收曲江新区管委会及其下属派出机构间的往来款减少较多，2024年末公司其他应收款余额中应收西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室163.46亿元（当期减少49.11亿元）、西安城墙景区管理委员会53.79亿元（当期减少7.06亿元）、土储中心45.50亿元（较上年末减少27.34亿元）、西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司（以下简称“临潼旅游集团”）39.80亿元（较上年末减少6.55亿元）等，前五大应收对象（均为政府及相关单位）应收款项合计占比为60.28%，当期其他应收款计提坏账准备2.50亿元，计提对象包括成都惠顺多（1.11亿元）、临潼旅游集团等。2024年公司应收账款（主要来自政府部门的代建费、回购款以及相关工程款）较上年有所下降，当期业务回款情况有一定改善，2024年末公司应收西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室80.22亿元、土储中心44.89亿元、西安曲江大明宫遗址区保护改造办公室42.37亿元等，前五名（均为政府及相关单位）占应收账款总额的比重为89.11%，当期公司应收账款计提坏账准备0.21亿元，较上年大幅减少，主要系曲江文旅收到应收款项清偿计划书，其对相关单位的应收账款回收风险降低。跟踪期内，公司应收款项虽有所下降，但规模仍较大（占比约39%），对公司资金仍形成较大占用，且坏账准备对利润形成侵蚀。

跟踪期内公司存货规模有所减少，截至2024年末存货占总资产比重27.09%，主要由在建房产项目为主的开发成本账面价值424.45亿元，以及已竣工的各类项目为主的开发产品账面价值79.35亿元等构成，未来随着项目竣工结算可保障公司主业收入，但项目沉淀资金较多，给公司带来较大债务压力。此外，公司连续两年对存货计提大额跌价准备，其中2024年计提4.64亿元，对利润形成侵蚀，在房地产行情持续低迷背景下，公司在建及完工项目存在进一步减值风险。2024年公司在建工程大幅增长，主要系西安市护城河及环城公园（西门-北门-东门）综合改造工程（一期）（16.58亿元）随西安城墙开发有限公司一起纳入合并范围所致，此外，公司在建工程还包含电竞产业园配套区（15.84亿元）、小雁塔历史文化片区综合改造项目（7.79亿元）等，跟踪期内，存量项目新增投资规模不大。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	53.99	2.71%	39.03	2.02%	80.06	3.81%
应收账款	212.12	10.66%	209.17	10.81%	215.95	10.29%
其他应收款	586.62	29.48%	547.24	28.27%	610.88	29.10%
存货	521.62	26.21%	524.38	27.09%	543.51	25.89%
流动资产合计	1,446.80	72.70%	1,390.76	71.85%	1,548.28	73.74%
固定资产	139.71	7.02%	140.94	7.28%	145.79	6.94%
在建工程	62.28	3.13%	59.46	3.07%	43.89	2.09%
长期股权投资	94.75	4.76%	94.75	4.90%	101.38	4.83%
投资性房地产	125.53	6.31%	125.58	6.49%	123.21	5.87%
非流动资产合计	543.35	27.30%	544.83	28.15%	551.26	26.26%
资产总计	1,990.15	100.00%	1,935.59	100.00%	2,099.54	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司固定资产和投资性房地产整体变动不大，固定资产仍主要为自用房屋及建筑物，投资性房地产仍主要系公司持有可供经营、出租的物业资产，截至期末投资性房地产的成本合计99.49亿元，公允价值变动合计26.10亿元，当期公允价值变动损益-1.57亿元，公司投资性房地产规模较大，在地产行情持续低迷背景下，存在一定减值风险。

2024年公司长期股权投资进一步减少，主要系取得现金股利或利润4.76亿元、确认投资损益-2.21亿元，现金股利或利润主要来自合作开发的房地产项目结算，投资损益主要来自西安曲江文化金融控股（集团）有限公司投资亏损。

截至2024年末公司因借款抵质押、诉讼冻结等所有权受到限制的资产账面价值合计448.01亿元，占期末总资产的比例23.15%，资产受限规模较大且持续上升。此外，公司还存在子公司股权因融资而质押受限的情形，截至2024年末子公司股权出质数额合计287.15亿股/亿元。

偿债能力

受债务到期归还、合同负债结转等影响，2024年末总负债规模下降至1,722.69亿元，主要由总债务（占比46.69%）和应付款项（占比41.42%）构成，此外，还有少量因预售房产形成的合同负债。2024年公司向关联方拆借规模较大，带动应付款项大幅增长；当期房地产项目竣工和结算规模较大，合同负债大幅减少。

2024年公司收回较大规模往来款及业务款后用于偿还到期债务，总债务规模下降超125亿元，债务品种结构亦有所优化，截至2024年公司银行借款、债券融资、非标融资占比分别约为48%、22%、30%，非标融资占比下降约5个百分点；但债务期限结构仍较差，短期债务占比仍超50%。

表17 截至 2024 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	融资占比	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	375.27	48.46%	185.25	78.73	53.66	57.64
债券融资	170.64	22.04%	112.39	32	9.95	16.30
非标融资	228.46	29.50%	98.78	18.2	13.4	98.09
合计	774.37	100.00%	396.41	128.93	77.01	172.03

注：以上债务情况为公司按照自身的口径统计而得，与中证鹏元对于总债务的认定口径存在一定差异。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	158.93	8.89%	164.96	9.58%	149.06	8.14%
应付账款	169.57	9.48%	173.15	10.05%	166.46	9.09%
合同负债	66.58	3.72%	69.22	4.02%	132.03	7.21%
其他应付款	606.70	33.92%	540.48	31.37%	484.08	26.44%
一年内到期的非流动负债	171.20	9.57%	212.78	12.35%	264.52	14.45%
其他流动负债	43.30	2.42%	43.65	2.53%	72.10	3.94%
流动负债合计	1,252.86	70.05%	1,238.91	71.92%	1,305.48	71.31%
长期借款	334.76	18.72%	307.60	17.86%	322.65	17.62%
应付债券	83.19	4.65%	58.24	3.38%	98.58	5.38%
长期应付款	62.88	3.52%	60.21	3.49%	31.18	1.70%
非流动负债合计	535.74	29.95%	483.78	28.08%	525.35	28.69%
负债合计	1,788.60	100.00%	1,722.69	100.00%	1,830.83	100.00%
总债务	--	--	804.38	46.69%	929.74	50.78%
其中：短期债务	--	--	413.21	51.37%	474.09	50.99%
长期债务	--	--	391.18	48.63%	455.65	49.01%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受累于经营亏损，2025年3月末公司资产负债率上升至89.87%，杠杆水平极高。从短期偿债指标来看，2024年公司账面货币资金大幅减少，扣除受限货币资金后，对短期债务覆盖比率仅0.05；2024年公司在主营业务盈利能力下降、财务费用增加、投资亏损、资产及信用减值损失等共同作用下出现大幅亏损，EBITDA由正转负。综上，虽然公司总债务规模有所下降，但各项偿债指标表现进一步弱化，还本付息压力加大。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
资产负债率	89.87%	89.00%	87.20%
现金短期债务比	--	0.05	0.10
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.10	0.14

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部及重要子公司征信情况如下：

公司本部（查询日为2025年5月15日）未结清信贷中，存在逾期本金及利息金额2.15亿元，截至2025年6月26日，上述逾期本息已偿还，存在关注类余额合计41.10亿元，主要系债务展期、借新还旧、或预警系统关联等所致，存在不良类余额0.33亿元；已结清信贷中存在31个关注类账户；相关还款责任信息显示“保证人/反担保人”责任类型中，被追偿业务中还款责任金额1.79亿元，其他借贷交易关注类余额53.39亿元，不良类余额4.54亿元，主要为被担保债务展期、借新还旧、或预警系统关联等所致。

子公司曲江文投（报告查询日：2025年5月19日）未结清信贷中，存在逾期本金及利息金额4.73亿元，其中2.50亿元借款已偿还，剩余金额已签署补充协议展期；存在关注类余额合计19.48亿元；已结清信贷中存在10个关注类账户；相关还款责任信息显示“保证人/反担保人”责任类型中，其他借贷交易关注类余额89.31亿元，不良类余额3.53亿元，主要为被担保债务展期、借新还旧、或预警系统关联等所致。

根据公开信息查询（查询日为2025年6月10日），子公司大明宫集团、人人乐公司及其下属部分子公司、重庆蕴鸥地产有限公司、重庆曲江新鸥鹏置业有限公司、重庆璧锦地产发展有限公司以及其他部分从事房地产业务的子公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公开信息查询，跟踪期内公司本部及部分子公司仍存在因债务兑付逾期、合同纠纷等原因而被纳入被执行人名单，截至2025年6月10日，公司涉及的执行信息如下表所示。

表20 截至 2025 年 6 月 10 日公司合并口径尚存的执行信息（单位：亿元）

被执行人	执行标的	案号	立案时间
曲江文投、西安曲江文化产业资本运营管理有限公司、重庆新鸥鹏文化产业(集团)有限公司、西安曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司、重庆远鸥地产发展有限公司、	3.19	（2025）鲁 01 执 1176 号	2025-05-14
曲江文投、西安曲江文化产业资本运营管理有限公司、西安曲江城市产业供应链管理有限公司	1.64	（2025）浙 06 执恢 111 号	2025-04-29
西安曲江丰欣置业有限公司	1.09	（2025）陕 01 执 1230 号	2025-04-01
曲江建设集团	2.45	（2025）陕 0822 执 484 号	2025-03-21
公司本部、曲江文投	5.21	（2025）陕 01 执 1087 号	2025-03-19
曲江建设集团【注】	1.03	（2025）陕 0113 执 3583 号	2025-02-21
重庆蕴鸥地产有限公司	2.58	（2024）鲁 01 执 3186 号	2024-11-06
曲江文投、西安曲江文化产业资本运营管理有限公司、河北曲江新鸥鹏房地产开发有限公司	1.26	（2024）冀 96 执 49 号	2024-10-15
高陵幸福田园实业有限公司	1.26	（2024）沪 74 执 1284 号	2024-09-25

曲江文投、西安曲江文化产业资本运营管理有限公司	6.68	(2024)粤03执1536号	2024-07-30
曲江文投	4.62	(2024)粤03执1537号	2024-07-30
人人乐公司及其子公司	1.19	-	-
其他	5.77	-	-
合计	37.97	-	-

注：根据公司提供的说明，截至 2025 年 4 月 30 日该笔欠款剩余金额为 0.65 亿元。
资料来源：公开信息，中证鹏元整理

上海票据交易所票据信息披露平台显示部分子公司存在商业承兑票据逾期情况。

表21 截至 2025 年 5 月末公司合并口径尚存的票据逾期信息（单位：万元）

承兑人	逾期余额
曲江文化产业发展(杭州)有限公司	3,000
西安曲江文化产业投资(集团)有限公司	2,217
重庆创盈锦玺置业有限公司	1,295
广西曲江新鸥鹏文化教育产业有限公司	130
重庆远鸥地产发展有限公司	100
合计	6,742

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

或有事项分析

1、对外担保

截至2024年末，公司对外担保余额增加至135.86亿元，占同期末净资产的比例上升至63.82%，被担保企业均为公司关联方，部分被担保方存在信用瑕疵。整体而言，公司面临或有负债风险。

表22 截至 2024 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	备注
陕西天宝资产管理公司	40.34	--
西安曲江杜邑文旅科技投资（集团）有限公司	37.80	--
西安曲江文化金融控股（集团）有限公司	18.75	--
西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	15.91	被执行人，限制高消费
西安曲江基础设施投资建设有限公司	12.80	--
重庆北鹏教育科技有限公司	5.14	--
西安曲江临潼文化旅游发展有限公司	1.44	被执行人、失信被执行人，限制高消费
西安曲江复地文化商业管理有限公司	1.32	被执行人，限制高消费
深圳市中集产城发展集团有限公司	1.01	--
西安曲江华清文教有限公司	0.68	--
西安宏兴置业有限责任公司	0.40	--
西安曲江恒创文化产业发展有限公司	0.26	被执行人
合计	135.86	--

注：上表中备注查询时间为 2025 年 6 月 10 日。

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

2、未决诉讼情况

截至目前（2025年6月12日）公司本部及部分子公司涉及众多诉讼，案由包括金融借款合同纠纷、民间借贷纠纷、借款合同纠纷、票据追索权纠纷、项目纠纷、担保合同纠纷等。根据公司2024年审计报告，公司存在如下未决诉讼（不包含宣判执行、达成和解的案件），涉及金额较大，面临或有负债风险。

表23 截至 2025 年 4 月 30 日公司存在的主要未决诉讼（单位：亿元）

事件	涉及标的	备注
子公司大明宫集团及其子公司西安曲江玖誉置业有限公司与西安致颐商业运营管理有限公司、融创房地产集团有限公司、陕西融创玺旭置业有限公司、光大兴陇信托有限责任公司合同纠纷	12.90	尚未判决
陈学辉诉曲江建设集团合同纠纷	0.03	审理中
陕西省国际信托股份有限公司与曲江建设集团欠款纠纷	1.00【注】	目前正在与对方单位协商债务重组
重庆建工住宅建设有限公司与重庆蕴鸥地产有限公司、重庆曲江新鸥鹏置业有限公司、西安曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司建设工程施工合同纠纷	0.59	审理中
贵州建工集团第五建筑工程有限责任公司与重庆远鸥地产发展有限公司、重庆新鸥鹏产业（集团）有限公司、西安曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司建设工程施工合同纠纷	0.34	审理中
合计	14.86	-

注：根据公司提供的说明，截至 2025 年 4 月 30 日该笔欠款剩余金额为 0.65 亿元。

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

七、 外部特殊支持分析

公司是西安市曲江新区政府下属重要企业，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极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与西安市政府的联系非常紧密。公司实际控制人曲江新区管委会系西安市政府的派出机构，近年公司在财政补贴、债务化解等方面获取的支持力度较大；旅游产业是西安市重要产业之一，公司是西安市政府发展旅游产业的重要抓手，公司受政府及相关单位委托打造并运营管理西安市多处标志性旅游景点，并承担了景区配套基础设施建设，西安市政府对公司经营战略及业务管理具有绝对控制权；预计未来公司与西安市政府的关系仍然很紧密。

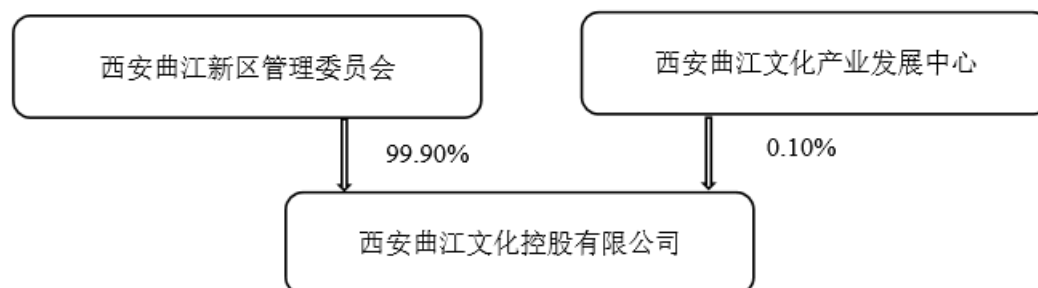
（2）公司对西安市政府非常重要。由公司打造并运营管理的大雁塔北广场、大唐不夜城、大明宫遗址区、西安城墙景区等景区已成为西安市标志性旅游景点，公司在西安市旅游产业发展及城市品牌树立等方面发挥着重要作用，且公司及主要子公司已在公开市场发债，若公司违约或将会对西安市金融生态环境和融资成本产生实质影响。

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）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
货币资金	53.99	39.03	80.06
应收账款	212.12	209.17	215.95
其他应收款	586.62	547.24	610.88
存货	521.62	524.38	543.51
流动资产合计	1,446.80	1,390.76	1,548.28
非流动资产合计	543.35	544.83	551.26
资产总计	1,990.15	1,935.59	2,099.54
短期借款	158.93	164.96	149.06
其他应付款	606.70	540.48	484.08
一年内到期的非流动负债	171.20	212.78	264.52
流动负债合计	1,252.86	1,238.91	1,305.48
长期借款	334.76	307.60	322.65
应付债券	83.19	58.24	98.58
长期应付款	62.88	60.21	31.18
非流动负债合计	535.74	483.78	525.35
负债合计	1,788.60	1,722.69	1,830.83
所有者权益	201.55	212.90	268.71
营业收入	16.16	151.54	140.85
营业利润	-11.27	-56.50	-19.17
其他收益	0.20	1.97	2.28
利润总额	-11.37	-58.64	-15.00
经营活动产生的现金流量净额	-2.55	-59.43	-38.60
投资活动产生的现金流量净额	-6.32	-8.59	-12.04
筹资活动产生的现金流量净额	33.57	37.45	26.70
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
销售毛利率	6.77%	13.45%	20.06%
资产负债率	89.87%	89.00%	87.20%
短期债务/总债务	--	51.37%	50.99%
现金短期债务比	--	0.05	0.10
EBITDA（亿元）	--	-5.18	7.14
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.10	0.14

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	实收资本	持股比例	主营业务
西安曲江文化产业投资（集团）有限公司	83.00	100.00%	景区投资管理、文化体育设施等
西安曲江大明宫投资（集团）有限公司	41.66	100.00%	大明宫遗址区保护改造区域的土地开发整理
西安曲江城市建设发展有限公司	24.65	80.33%	景区、游乐设施及基础设施建设等
西安曲江楼观生态文化旅游度假区开发建设有限公司	10.20	100.00%	楼观道文化展示区域的投资、开发等
西安曲江浹陂湖投资建设有限公司	3.00	100.00%	基础设施建设建设、开发等
西安演艺集团有限公司	5.05	100.00%	演艺文化及其衍生品的开发
西安城墙投资（集团）有限公司	14.00	100.00%	文化旅游基础设施的投资开发等
西安曲江玉山投资发展集团有限公司	0.20	100.00%	旅游项目、文化产业等
西安出版社有限责任公司	0.11	100.00%	图书、报刊的零售刊发
西安市新华书店有限公司	5.34	100.00%	图书出版
西安市电影有限责任公司	0.99	100.00%	电影发行；电影发行
西安曲江易俗文化投资有限公司	3.24	50.88%	商务服务投资

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号