

2015年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司
小微企业增信集合债券

信用评级报告

主体信用等级： AA 级

本期债券信用等级： AA 级

评级时间： 2014年5月20日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

业务声明

本评级机构对 2015 年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司小微企业增信集合债券的信用评级作如下声明:

本次债务人信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上,按照中国人民银行颁布的《中国人民银行信用评级管理指导意见》以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系,并在信用评级过程中恪守诚信原则,保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和之后的跟踪评级均依据债务人所提供的资料,债务人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性,本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期内,债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料,本评级机构将按照相关评级业务规范,进行后续跟踪评级,并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品,以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议,也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料,其版权归本评级机构所有,未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2014年5月20日

分析师

葛天翔
Tel: (021) 63501349-830
E-mail: gtx@shxsj.com

黄蔚飞
Tel: (021) 63501349-847
E-mail: hwf@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

编号:【新世纪债评(2014)010245】

2015年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司小微企业增信集合债券

主体信用等级: **AA**

本期债券信用等级: **AA**

评级展望: **稳定**

主要财务数据及指标

项 目	2011年	2012年	2013年
金额单位:人民币亿元			
发行人合并数据及指标			
总资产	92.18	150.08	206.23
总负债	60.35	91.80	136.51
货币资金	9.81	23.52	32.70
刚性债务	51.83	72.06	94.40
所有者权益	31.82	58.28	69.72
营业收入	2.50	14.67	23.17
净利润	0.53	2.38	2.05
经营性现金净流量	-8.38	-9.38	-9.88
EBITDA	0.94	2.78	3.86
资产负债率[%]	65.48	61.17	66.19
权益资本与刚性债务比率[%]	61.40	80.88	73.85
流动比率[%]	796.36	411.33	258.25
现金比率[%]	99.12	82.18	52.99
利息保障倍数[倍]	0.29	0.64	0.68
EBITDA/利息支出[倍]	0.36	0.67	0.75
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.04	0.05
西经开主要经济和财政数据:			
GDP	247.00	282.00	349.30
GDP/行政面积 [亿元/平方公里]	6.82	7.17	8.03
一般预算收入	21.34	24.80	30.59

注:根据西经开集团经审计的2011-2013年财务数据整理、计算;西经开经济与财政数据由西经开集团提供。

评级观点

优势:

- 西经开是青海省和西宁市重点推动发展的核心增长极,也是承接中东部产业转移的重要载体。西经开依托资源优势发展特色产业,形成了较为完善的产业结构,综合竞争力稳步提升,为开发区财力增长提供了较有力支撑。
- 西经开财政收入增长态势明显,财政平衡状况较好。
- 作为青海省、西宁市共管国家级经济技术开发区的开发建设主体,西经开集团能够在财政、税收、项目及土地资源等多方面得到省、市两级政府的有力支持。

风险:

- 西经开财政收入中土地出让收入占一定比重,财政实力可能受土地政策调整及企业投资等因素影响。
- 西经开集团尚需加强对下属园区子公司管控力度,进一步建立健全各项内部制度,完善业务流程。
- 西经开的园区开发空间仍较大,中短期内西经开集团仍将面临较大的现金流缺口和融资压力。
- 西经开集团负债规模快速增长,且以刚性债务为主,现已累积较大的偿债压力。
- 西经开集团盈利波动大,利润实现对政府补贴的依赖程度较高。
- 西经开入驻企业涉及多个行业,行业波动会对园区内企业经营效益产生影响,进而亦可能对西经开财政收入产生影响。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对西经开集团及其发行的本期债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有西经开集团发行的金融产品及债权人向西经开集团授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由西经开集团提供,所引用资料的真实性由西经开集团负责。

2015年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司

小微企业增信集合债券

信用评级报告

释义

西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司，该公司，或公司：西经开集团

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：2015年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司小微企业增信集合债券

一、概况

2000年7月，经国务院批准，西宁（国家级）经济技术开发区（以下简称“西经开”）成立。2005年，为了对西宁市下属的工业园区进行统一管理，青海省人民政府设立了西宁（国家级）经济技术开发区管委会（以下简称“西经开管委会”），西经开管委会按照“一区多园”的管理模式，逐步对西宁地区的工业园区进行整合，各工业园区在西经开管委会的统一领导下相对独立运行。西经开管委会目前下辖东川工业园区、生物科技产业园区、甘河工业园区和南川工业园区（或称兴川工业园区）。

2010年，为进一步理顺西经开辖区内四个工业园区国有资产管理体制，完善国有资产监管体系，充分发挥国有资产的整体效应，增强西经开的融资能力，加快推进开发区的建设和发展，在青海省人民政府青政函[2010]104号批复的授权下，西经开管委会对开发区国有资产行使出资人职能，整合四个工业园区管委会所属开发建设公司，以开发区内各工业园区开发建设公司国有股权和部分货币资金出资设立西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司。

2010年12月27日，该公司正式成立，初始注册资本5.00亿元，其中货币资金1.50亿元，股权作价3.50亿元，西经开管委会为唯一出资人；2011年8月15日，公司增加注册资本8.00亿元，其中货币资金2.50亿元，

资本公积转增股本5.50亿元，变更后的注册资本达到13.00亿元。2012年西经开管委会分别对公司货币增资2.00亿元和2.00亿元。之后，根据青海省政府国资委青国资产[2012]198号文，青海省投资集团有限公司（简称“青投集团”）对公司增资6.00亿元¹，其中增加注册资本金2.58亿元。此外，当年公司资本公积转增股本4.42亿元。2013年3月及9月，西经开管委会分别对公司货币增资2.00亿元和5.50亿元。截至2013年末，公司注册资本增至31.50亿元，股东为西经开管委会和青投集团，持股比例分别为91.67%和8.33%。

该公司职能为受西经开管委会委托管理和运营开发区内国有资产、开发多种方式的融资、投资开发区各园区特色产业项目以及承担开发区内土地整理和开发工作。此外，公司还在园区内开展担保、小额贷款和贸易等业务。

截至2013年末，该公司合并范围内的子公司共7家，经审计的合并口径资产总额为206.23亿元，所有者权益为69.72亿元（其中归属于母公司所有者权益为62.41亿元）；2013年实现营业收入23.17亿元、净利润2.05亿元（其中归属于母公司所有者的净利润1.86亿元）。

图表 1. 西经开集团主要控股子公司概况

企业名称	简称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	业务性质
西宁经济技术开发区发展集团有限公司 ²	东川建设	47,850.00	100.00	园区基础设施建设。
青海兴川开发建设有限公司	兴川建设	94,090.00	100.00	园区基础设施建设。
青海甘河工业园开发建设有限公司	甘河建设	109,725.50	83.47	园区基础设施建设。
青海生物产业园开发建设有限公司	生物园建设	84,670.00	100.00	园区基础设施建设。
青海天诚信用担保有限责任公司	天诚担保	100,000.00	63.38	贷款信用担保。
青海开河置业投资有限公司	置业公司	15,009.00	98.90	房地产开发及销售等。
西宁开投科技发展小额贷款有限公司	小贷公司	6,000.00	66.24	小额贷款等业务。

注：依据西经开集团提供资料整理（截至2013年末）

¹ 同时，公司向青投集团投资6.00亿元，持股比例为20.01%。青投集团是由青海省人民政府国有资产监督管理委员会控股的国有企业。

² 西宁经济开发区发展集团公司主要负责东川工业园区内土地开发平整及公共设施建设业务，故简称“东川建设”。

二、债券概况

(一) 主要条款

该公司本次拟申请发行总额度不超过 5 亿元人民币债券的预案已获董事会审议通过并经西经开管委会批准。

图表 2. 本次拟发行债券概况

债券名称:	2015 年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司小微企业增信集合债券
发行规模:	5 亿元人民币
债券期限:	4 年期, 在存续期内第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率:	本期债券为固定利率债券, 在存续期内前 3 年票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差确定, Shibor 基准利率为本期债券申购和配售办法说明公告日前五个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网 (www.shibor.org) 上公布的 Shibor (1Y) 的算术平均数。在本期债券存续期的第 3 年末, 发行人可选择在原债券票面利率基础上上调或下调 0-300 个基点 (含本数, 1 个基点为 0.01%)。如发行人行使调整票面利率选择权, 未被回售部分债券票面利率为本期债券存续期前 3 年票面利率加上上调基点, 在债券存续期后 1 年固定不变。本期债券采用单利按年计息, 不计复利, 逾期不另计利息。
本息兑付方式:	采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计息, 本金自其兑付日起不另计息。
增级安排:	无

资料来源: 西经开集团

(二) 募投项目

该公司拟将本期债券所募资金 5 亿元全部委托青海西宁农村商业银行股份有限公司 (简称“西宁农商行”), 以委托贷款形式投放于青海西宁农村商业银行股份有限公司推荐并经公司确认的, 位于西宁开发区管委会管辖区域内或者经西宁开发区管委会同意的其他区域的小微企业。西宁农商行负责监管债券募集资金按发行文件与合同约定使用, 督促小微企业在委托贷款到期时还本付息, 并在债券到期时协助公司归集偿债资金以偿付本息。向合格的小微企业发放委托贷款的利率由西宁农商行提供建议, 最终由公司确定。

三、青海省、西宁市及西宁经济技术开发区经济情况

1、青海省经济情况

青海省地处青藏高原东北部，是青藏高原地区联系中东部地区的枢纽之一。近年来，伴随着中东部产业梯度转移的逐步西进和国家对西部地区切实有效的政策及财力支持，青海省经济得到了快速发展。2011~2013年，青海省生产总值分别为1634.72亿元、1884.54亿元和2101.05亿元，同比分别增长13.5%、12.3%和10.8%。

图表 3. 2011~2013 年青海省主要经济指标

指 标	2011 年		2012 年		2013 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
第一产业增加值 (亿元)	155.44	5.0%	176.81	5.2%	207.59	5.3%
第二产业增加值 (亿元)	939.10	17.3%	1,091.98	14.1%	1,204.31	12.3%
第三产业增加值 (亿元)	540.18	9.7%	615.75	11.1%	689.15	9.8%
三次产业结构	9.7:57.5:33.0		9.4:57.9:32.7		9.9:57.3:32.8	
工业增加值 (亿元)	780.69	19.0%	897.16	15.0%	1,019.70	10.8%
全社会固定资产投资 (亿元)	1,434.31	34.2%	1,920.03	33.9%	2,403.90	25.2%
社会消费品零售总额 (亿元)	404.85	17.0%	469.90	16.1%	544.08	14.3%
城镇居民人均可支配收入 (元)	15,603.31	12.6%	17,566.28	12.6%	19,498.54	11.0%
农牧民人均纯收入 (元)	4,608.47	19.3%	5,364.38	16.4%	6,196.39	15.5%

资料来源：青海省统计信息网

随着区域内经济的发展，近年来青海省财政收入和财政支出均呈快速增长态势（如图表 4 所示），且支出增加的速度高于收入增长速度，自身财政赤字扩大。但中央给予青海省的财政支持力度逐年加大，同时这类支持具有较高的可持续性，可为青海省财政平衡提供保障。

图表 4. 2008 年以来青海省财政情况³ (单位：亿元)

指 标	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
财政总收入	433.20	586.20	837.1	1075.4	1260	1354.9
地方一般预算收入	71.56	87.7	110.2	151.8	186.4	224.4
中央补助收入	297.08	384.8	568.8	773.7	830	851.2
地方政府发债收入	--	29.00	33.00	39.00	60	86
上年结余	64.56	84.7	116.1	89.30	87.9	52.4
一般预算支出	363.83	486.7	743.4	967.4	1,188	1251
其中：社会保障类支出	64.99	93.7	189.7	--	--	-
上解支出	0.27	0.27	0.27	0.30	1.4	0.3

数据来源：青海省统计信息网

³从 2012 年起各级政府一般预算收入改称为公共财政预算收入；一般预算支出改称为公共财政预算支出。

青海省资源丰富，有利于发展多种类型工业和相关现代服务业。全省有 270 多条较大的河流，有水电站坝址 178 处，总装机容量 2,166 万千瓦，在国内居第 5 位，居西北之首；柴达木盆地有 33 个盐湖，已初步探明氯化钠储量 3,263 亿吨、氯化钾 4.4 亿吨、镁盐 48.2 亿吨、氯化锂 1,392 万吨、锶矿 1,592 万吨、芒硝 68.6 亿吨，上述储量均居全国第 1 位，有利于发展盐化工相关产业；柴达木盆地西北部，目前共发现 16 个油田，6 个气田，石油资源量达 12 亿多吨，已探明 2.08 亿吨，天然气资源量 2,937 亿立方米，已探明 663.29 亿立方米；全省共发现矿种 36 种，有 5 种列全国第 1 位，其中石棉保有储量占全国的 63%；该省还是中国五大牧区之一和重要的畜牧业生产基地，有 5 亿亩可利用草场，藏系羊所产“西宁毛”是上好的地毯原料；该省名胜古迹众多，可为国内外旅游者提供多种有效旅游方案。

在交通方面，青海省在西部地区也具有相对优势。目前全省共有铁路 2 条，建设中铁路 13 条，辐射省内及四川、甘肃、西藏地区；省内基本建成了“两横三纵三条路”的主骨架公路网；航空方面，现有西宁曹家堡机场、格尔木机场、玉树巴塘机场，规划中另有 3 个机场在建。

总体来看，青海省经济处于快速发展时期，其在招商引资政策、自然资源储量等方面有着相对优势，随着交通等基础设施的建设和完善，该省投资环境有望进一步改善，特色产业及资源产业的发展将有力助推经济发展水平的稳步提升。

2、西宁市经济情况

西宁市位于青海省东部，地处青藏高原的门户，是青海省的政治、经济、文化和交通中心。

近年来西宁市经济发展态势良好，2011~2013 年地区生产总值分别为 770.70 亿元、851.09 亿元和 978.53 亿元，按可比价格计算同比分别增长 15.00%、15.0% 和 14.1%。

图表 5. 2011~2013 年西宁市主要经济指标

指 标	2011 年		2012 年		2013 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
第一产业增加值(亿元)	27.41	5.1%	31.17	5.3%	36.10	5.1
第二产业增加值(亿元)	411.28	18.4%	439.52	18.3%	514.50	18.0
第三产业增加值(亿元)	332.01	12.0%	380.40	11.8%	427.93	9.7
三次产业结构	3.56:53.36:43.08		3.66:51.64:44.70		3.7:52.6:43.7	
工业增加值(亿元)	356.28	19.4%	377.19	19.5%	440.75	18.3
全社会固定资产投资(亿元)	528.01	31.01%	700.48	32.7%	925.44	32.1

指 标	2011 年		2012 年		2013 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
社会消费品零售总额(亿元)	271.29	17.05%	317.46	17.0%	365.07	15.0
城市居民人均可支配收入(元)	15,841.64	12.47%	17,633.51	11.3%	19,444	10.3
农民人均纯收入(元)	6,633.96	21.36%	7,801.54	17.6%	9,004	15.4

数据来源：西宁市统计局

根据西宁市财政局资料，2011~2013 年西宁市地方一般预算收入分别为 45.25 亿元、54.77 亿元和 67.11 亿元。随着财政收入的增长，西宁市财政支出也逐年增加。2011~2013 年西宁市一般预算支出分别为 150.05 亿元、185.32 亿元和 207.57 亿元。从财政支出结构看，近年来西宁市财政主要投向基础设施建设及民生领域，城市基础设施得到了较好的完善，各种利民便民的工程项目也得到了较好的实施，为投资者创造了较为优良的投资环境。

西宁市矿产资源及水能资源丰富，作为兰青铁路终点、青藏铁路和青藏公路起点，是通往青藏高原腹地的交通要冲。曹家堡机场已和全国各大中心城市通航。依托区位、资源、交通以及日益完善的基础设施等优势，西宁已形成以机械、轻纺、化工、建材、冶金、皮革皮毛、食品为支柱的工业体系。同时也使得西宁市在吸引投资、承接产业辐射和转移方面具有了一定的比较优势。预计随着相关项目的逐步建成，西宁市将逐步发展成为西部地区承接中东部产业转移的中心之一。同时，借助于区域的资源优势，发展生物制药等特色产业，构建以高原特色资源精深加工为主导的工业体系也将成为西宁市发展的重点，未来经济发展前景较好。

3、西宁经济技术开发区经济情况

西经开是整合了西宁市四个工业园区而建立的国家级经济技术开发区。经青海省政府授权管委会为开发区最高管理机构，可行使省级经济管理权限。目前开发区管委会主任由青海省省委常委、副省长骆玉林兼任。

西经开已形成“一区四园”的发展格局，是青海省工业和现代服务业发展的集聚地，已吸引了包括有色金属、硅产品、清洁能源、矿产品、中藏药、藏羊毛纺织等在内的产业投资。据西宁市统计局统计数据显示，西经开对全市工业增加值的贡献率超过了 60%，是西宁市未来着力打造的新能源、新材料及优势产业发展基地，也是西宁市和西北部地区经济未来主要增长极。西经开规划面积 130.29 平方公里，截至 2013

年末已开发利用面积 43.50 平方公里，入驻众多各类企业，西经开下辖工业园区主导产业集聚效应已开始显现。2011~2013 年西经开分别完成地区生产总值 247 亿元、282 亿元和 349.3 亿元。

图表 6. 2011~2013 年西经开经济发展情况 (单位: 亿元)

园区	2011 年		2012 年		2013 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
工业增加值	197.77	26.71%	227.46	27.4%	281.71	25%
其中: 东川工业园	61.22	29.40%	64.45	5.28%	80.67	26%
南川工业园	16.61	31.94%	22.38	34.74%	31.52	35%
甘河工业园	77.06	27.41%	89.12	15.65%	104.59	21%
生物产业园	42.89	19.63%	51.51	20.10%	64.94	26%

资料来源: 西经开集团

东川工业园区重点发展硅材料和光伏产业以及新材料产业，努力打造新能源和新材料产业基地；甘河工业园区重点发展有色金属生产加工和化工产业，努力打造有色金属和化工产业基地；生物科技产业园区重点发展高原生物制品、中藏药、装备制造和科技孵化产业，努力打造青藏高原高新技术产业基地；南川工业园区重点发展藏毯、绒纺及相关产业，并加快发展风电设备制造、锂动力电池等新兴产业，努力打造“世界藏毯之都”和锂资源精深加工基地。目前，各园区已建设了一批符合国家产业政策和产业发展定位的骨干项目，特色主导产业已显雏形，初步形成了各具特色、关联配套、资源共享、竞相发展的良好格局。西经开有望发展成为我国西北地区化工、多晶硅、太阳能装备制造、有色金属加工、藏医药产业基地和国际化藏毛毯制造中心，成为西宁市乃至西部区域的经济核心增长极。

图表 7. 西经开下辖工业园区“十二五规划”期间发展目标

园区	目标
东川工业园区	形成“多晶硅—单晶硅—多晶、单晶切片—太阳能电池—太阳能电池光伏组件—应用系统”的完整硅材料及光伏产业链；重点发展以电子基础材料为主导的铝、铜、镁、锂、钛等有色金属合金材料以及下游产业链延伸产品。
南川工业园区	构建“原材料交易—洗毛—分梳—纺纱—染纱—藏毯”和“分梳—纺纱—染纱—针织服装”的资源精深加工产业链条；大力发展以锂电、单晶硅、太阳能光伏组件、合金材料及风力设备制造为主的新能源材料及装备制造产业；加快发展附加值较高的铝板、铝带、铝箔、铝管、铝棒和压铸合金产业。
甘河工业园区	进一步做大做强铝、铅、锌、铜等有色金属基础产业，加快引进和建设产业延伸项目，努力形成有色金属生产及精深加工产业链；进一步扩大金属镍、铬铁及铁焙砂产能，适度发展工业硅及硅铁产能，形成较完整的黑色金属循环利用产业链；发展天然气化工、盐化工及化肥产业，实现冶炼产业、天然气化工、煤焦化、盐化工的一体化循环体系。
生物产业园区	重点发展高原特色浆果生物产品、现代中藏药两个领域，形成具有区域特色的生物医药产业集群；大力发展技术含量高的数控机床、环卫设备、电瓶车、改装车及汽车零部件、石油机械、农牧机械等产品，推进先进制造业实现集群化发展；发展有机食品、绿色食品、区域特色明显的名优食品等，形成精深食品加工产业集群；培育发展极具地方特色和文化内涵的民族工业，重点发展民族服饰、玉器制品、新型材料等产业。

资料来源：西经开管委会

四、西宁经济技术开发区财政实力

随着西部大开发的推进，土地、税收等优惠政策力度的加大以及自身区域优势和资源优势的发挥，西经开的经济财政实力得到了迅速增强。2011~2013 年度西经开财政收入合计分别为 26.03 亿元、31.54 亿元和 39.59 亿元，年环比增幅分别为 28.80% 和 21.17%。从财政收入结构来看，开发区财政收入主要来源于一般预算收入和基金预算收入。其中，一般预算收入以税收收入为主，其税收主要来源于增值税、营业税、企业所得税和城镇维护建设税。基金预算收入主要是四个工业园区内土地出让收入。

图表 8. 2011~2013 年西经开财政收入情况表 (单位：亿元)

财政收入	2011 年		2012 年		2013 年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
一般预算收入	21.34	81.98	24.80	78.70	30.59	77.27
其中：税收收入	17.84	68.54	24.25	76.89	27.07	68.38
非税收入	3.50	13.44	0.55	1.81	3.52	8.89
政府基金预算收入	4.69	18.02	6.74	21.30	9.00	22.73
合计	26.03	100	31.54	100	39.59	100

数据来源：西经开财政局

随着西经开新能源产业、新材料产业、有色（黑色）金属生产及精深加工产业、特色化工产业、高原生物产业、藏毯绒纺产业、装备制造产业、现代服务业和民族文化产业等八大主导产业链条的不断完善和快速发展，西经开经济有望保持较快的发展速度，并有利于税基的扩大。同时，依据西经开 2003 年制定的招商引资税收优惠政策规定，截止 2012 年开发区内所有税收优惠基本到期，未来开发区的财政收入有望进一步增长。目前，西经开正处于快速发展期，其土地整理收入也将大规模增长，可为其财政支出安排提供必要的保障。

2011~2013 年西经开财政总支出分别为 19.82 亿元、27.25 亿元和 30.33 亿元，年环比增幅分别为 37.49% 和 11.30%。西经开一般预算支出主要用于一般公共服务、教育、社会保障和就业支出、城乡社区支出和农林水事务等方面。

图表 9. 2011~2013 年西经开区域范围内财政支出情况 (单位：亿元)

财政支出	2011 年		2012 年		2013 年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
一般预算支出	15.03	75.83	20.35	74.68	20.41	67.28
政府性基金预算支出	4.79	24.17	6.90	25.32	9.93	32.72

合计	19.82	100.00	27.25	100	30.33	100
----	-------	--------	-------	-----	-------	-----

数据来源：西经开财政局

2011~2013年西经开的一般预算收入对一般预算支出的覆盖比率分别为141.98%、121.87%和149.88%，近年来西经开财政自给率较高，且随着园区招商引资的深入，其财政收入有望得到较快提升。

受益于国家西部大开发战略、区域经济的快速发展以及大型企业的入驻，长期来看西经开财政实力具有较大的提升潜力。但现阶段西经开财政收入的总量较小，且近年来财政支出增幅较大，中短期内西经开财政平衡压力将有所增大。

五、公司管理与业务运营

该公司是由西经开管委会直接控制的国有企业，股权结构清晰。公司组建时间较短，目前已根据经营管理需要初步建立了内部控制体系，但对设立时间较早且经营存续期较长的下属各园区建设公司的管控力度有待逐步加强。

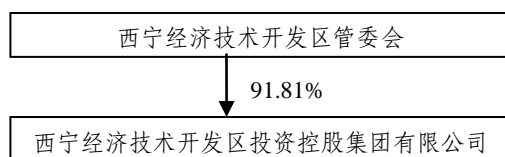
该公司是西经开的投融资和开发建设主体，在开发区范围内地位突出，能够得到西经开管委会的大力支持。同时，为平衡自身现金流以及增加经营性收益，公司还利用自身特殊的职能定位开展开发区内特色产业（企业）的投资业务、贷款担保业务、小额贷款业务以及贸易业务等，但除贷款担保及贸易业务外，其他业务尚处于起步阶段，目前收入规模较小。

西经开下属四大工业园区已具有一定规模，并已形成了有色金属、新能源、藏毯以及中藏药等多个产业集群。但中短期内园区建设任务仍然较重，资金需求较大，该公司面临一定的融资压力。

（一）公司管理

该公司是由西经开管委会直接控制的国有企业。

图表 10. 公司与实际控制人关系图

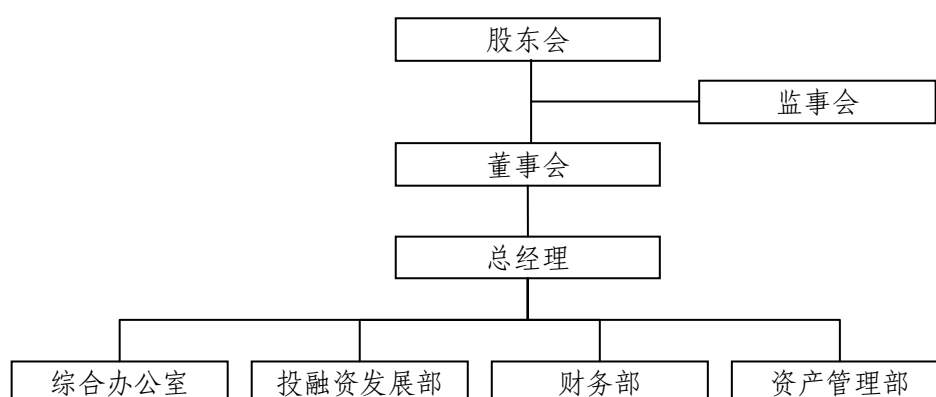


注：根据西经开集团提供的资料绘制（截至2013年末）

该公司设股东会，由西经开管委会作为出资人行使股东权力。公司设董事会和监事会，董事会成员 6 名（含职工董事 1 名），监事会成员 5 名（含职工监事 2 名），公司非职工董事和非职工监事均由西经开管委会指定。公司日常经营管理工作由总经理负责，公司总经理由董事长兼任。

该公司设立了“三部一室”的内部组织架构。公司各职能设置能够满足目前日常经营管理的需要，但随着业务范围的扩大，未来公司内部组织架构将进一步调整和完善。

图表 11. 公司组织架构图



资料来源：西经开集团（截至2013年末）

该公司成立时间较短，目前已根据经营管理需要建立了必要的内部控制制度，覆盖了对外投资、财务管理以及对子公司管理等方面。

在对外投资管理方面，该公司制定了《西宁经济开发区投资控股集团有限公司对外投资管理暂行办法》。该办法将项目投资区分为建设项目投资和经营性项目投资，并分别制定了项目的管理、监督和评估程序。同时规定项目投资管理遵循无缝隙管理原则和动态管理原则，保证资金使用的有效性和安全性。

在财务管理方面，该公司制定了《西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司财务管理制度》，对公司的现金资产、固定资产、各类投资、租赁、负债、所有者权益、费用及支出、营业收入与利润等管理原则做出了规定。同时公司注重财务内部审核，制定了财务报告及财务评价、会计人员回避制度、内部牵制制度、内部稽核制度、财产清查制度、财务支出审批制度和公司清算制度等一系列内部财务监督制度，有利于公司较为有效地进行财务安全的管理。

在对子公司管理方面，该公司制定了《西宁经济技术开发区投资控

股集团有限公司国有资产监督管理制度》，明确了公司对子公司的管理方式和管理职能。公司对子公司管理的目标为推进企业产权的商品化经营，实现国有资产的合理流动和优化配置，提高存量资产和增量资产运营效益，保证国有资产的安全，实现国有资产保值增值。

2013 年该公司的关联交易主要体现在关联担保及关联方的资金往来上。截至 2013 年末，公司接受股东西经开管委会提供的担保为 3.00 亿元，并为亚洲硅业（青海）有限公司（以下简称“亚洲硅业公司”）⁴ 提供担保 5.00 亿元。在关联资金往来方面，2013 年末，公司应付亚洲硅业公司资金 3.00 亿元，主要为暂借款。

（二）业务运营

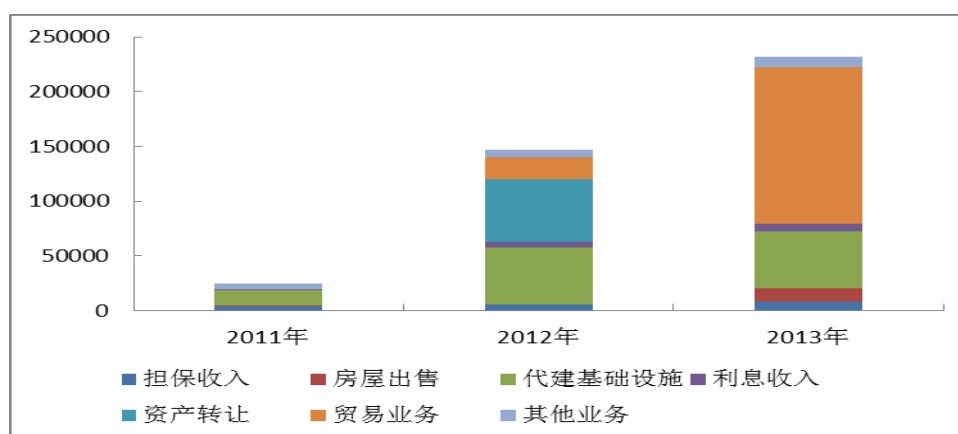
该公司作为西经开的开发建设及产业投融资主体，主要负责各园区土地开发整理、基础设施建设及投融资管理。此外，公司还对西经开内特色产业（企业）有一定股权投资，并通过子公司天诚担保和小贷公司经营贷款担保和小额贷款业务。

该公司 2011~2013 年主营业务收入分别为 2.39 亿元、14.53 亿元和 23.01 亿元，主要来源于资产转让收入⁵、代建基础设施收入、硅铁产品销售以及担保费收入。由于各园区所代建的基础设施项目及土地开发回购项目的结算具有周期性，近三年公司主营业务收入规模不断扩大。2012 年公司主营业务收入大幅增加，主要系甘河工业园部分土地开发回购及代建基础设施建设项目于当年结算以及公司开展贸易业务所致。2013 年随着铝锭和铝卷等贸易业务规模的扩大，公司主营业务收入持续大幅增长。

⁴ 2013 年 12 月公司与亚洲硅业有限公司签订的股权转让协议，公司受让亚洲硅业有限公司持有亚洲硅业公司 41.67% 的股权，此外公司对亚洲硅业公司新增投资 3.27 亿元，完成增资后公司持有亚洲硅业公司的股权比例为 54.16%。截至 2013 年末，亚洲硅业公司注册资本为 2.54 亿美元，主营多晶硅的生产及销售，由于亚洲硅业公司尚未完成工商变更登记，当年末公司未将其纳入合并财务报表范围。

⁵ 即土地开发回购收入，2012 年公司将甘河工业园区东区的土地回购项目及基础设施建设项目全部移交给甘河工业园区管委会，在收入上并未明细划分，因此当年合并财务报表附注将这部分收入统称为资产转让收入。

图表 12. 公司 2011~2013 年主营业务收入及构成情况⁶ (单位: 万元)



注: 根据西经开集团提供的数据绘制

1. 园区开发建设业务

该公司承担了西经开园区内所有的土地开发和基础设施建设任务, 运作主体为下属子公司东川建设、兴川建设、甘河建设及生物园建设。公司土地开发及基础设施建设所需资金主要来源于自有资本金、银行借款及其他外部融资等, 并以土地出让及回购收入、代建基础设施建设项目收入以及政府补贴等作为最终偿债资金来源。

土地开发板块, 该公司受各园区管委会委托实施规划区域内的土地开发及基础设施建设, 将开发完成的土地移交园区管委会, 与园区管委会确认土地开发收入、结转成本。园区管委会对已开发土地进行收储和“招、拍、挂”, 根据青海省人民政府《关于加快西宁(国家级)经济技术开发区发展的若干意见》(青政[2006]66号)有关规定, 土地出让收益将通过专项财政资金的方式全额返还给公司。

基础设施建设板块, 该公司作为园区的开发建设主体, 主要通过各园区开发建设子公司开展基础设施建设业务。园区开发建设子公司与各园区管委会签订代建合作协议, 按照建设-移交方式先行筹措资金, 具体开展园区内道路、广场及水、电、气等基础设施的建设工作。根据相关代建合作协议, 园区开发建设子公司将竣工验收合格的基础设施项目移交各园区管委会, 园区管委会将以经审计的投资成本, 按照协议约定的期限及额度进行分期回购, 其中投资成本包括项目建设成本以及为代建项目融资所发生的资金成本⁷。园区管委会基础设施回购款的资金来源主要包括园区税收收入和政府各类专项资金等。此外, 为支持园区内入驻企业的发展, 公司还承担部分园区企业厂房及生产基地的新建、改

⁶资产转让收入主要系园区内土地回购收入; 贸易业务收入包括硅铁销售、镁锭销售、铝锭销售和铝卷销售收入; 其他收入主要包括融资顾问费收入、租赁收入以及物业管理收入等。

⁷按照基础设施建设成本加成一定百分比, 一般为 20%。

扩建工程，并根据与业主企业签订的《代建协议》收取适当的代建费用作为公司营业收入。

东川工业园区内土地开发平整及公共设施建设业务主要由东川建设负责。东川工业园区规划面积为 12.79 平方公里，截至 2013 年末，已累计征用土地 9.15 平方公里，累计开发土地 8.57 平方公里。在基础设施建设方面，东川工业园区已基本做到了“七通一平”，建成了 1.80 万平方米的中小企业创业园（二期）；完成了乐家湾村 257 户拆迁居民搬迁工作，拆迁面积 17 万平方米、征收土地 120 亩；建成了 330、110 千伏变电站各一座，并完成了供水、供气主干管网等工程。截至 2013 末，东川工业园区已入驻相关企业 565 家，主要包括亚洲硅业公司、青海黄河水电开发有限责任公司新能源分公司、凯普松电子科技（青海）有限公司、青海电子材料产业发展有限公司等。2011~2013 年东川工业园区分别实现税收收入 3.72 亿元、4.66 亿元和 5.21 亿元。

南川工业园区内土地开发平整及公共设施建设业务主要由兴川建设负责。南川工业园区规划面积为 60 平方公里，截至 2013 年末，已累计征用土地 13.16 平方公里，累计开发土地 7.89 平方公里。在基础设施建设方面，南川工业园区自 2008 年成立以来，已完成了西久公路园区段拓宽改造工程、创业路、总寨西路及跨河桥，建成了 15.90 公里东西线供水、14.00 公里天然气管线改线及中小企业创业园一期工程。此外，南川工业园区积极推进公租房建设，目前已建成公租房 2,062 套，其中 2013 年新开工建设公租房 1,899 套，累计取得补助资金 0.36 亿元。截至 2013 年末，南川工业园区已入驻相关企业 103 家，主要包括青海华鑫水电开发有限公司、青海藏羊机织地毯有限公司、青海泰丰先行锂电科技发展有限公司、青海三一机械有限公司及青海光科光伏玻璃有限公司等。2011~2013 年南川工业园区分别实现税收收入 1.50 亿元、2.21 亿元和 2.76 亿元。

甘河工业园区内土地开发平整及公共设施建设业务主要由甘河建设负责。甘河工业园区规划面积为 34 平方公里，截至 2013 年末，已累计征用土地 34.62 平方公里，累计开发土地 19.42 平方公里。在基础设施建设方面，甘河工业园区已完成了总面积为 12 平方公里的甘河东区基础设施配套项目，实施了供水、供电、道路等 23 项基础设施建设项目，其中 2013 年完成投资 11.5 亿元。截至 2013 年末，甘河工业园区已入住企业 96 家，主要包括紫金矿业集团青海有限公司、青海盐湖海纳化工有限公司以及黄河上游水电开发有限责任公司青海鑫业分公司

等。2011~2013 年甘河工业园区分别实现税收收入 6.26 亿元、5.14 亿元和 7.45 亿元。

生物产业园区内土地开发平整及公共设施建设业务主要由生物园建设负责。生物产业园规划面积为 23.5 平方公里，2013 年生物产业园区加快了征地拆迁工作，签订土地征收合同 6,100 亩，拆迁面积约 48 万平方米，落实征地 1,300 亩，园区发展空间进一步拓展。截至 2013 年末，已累计征用土地 9.16 平方公里，累计开发土地 7.62 平方公里。在基础设施建设方面，生物产业园自 2002 年建国以来新建近 5.00 万平方米的标准化厂房；建成了高标准的路网、通讯、供水、供电、供气、医院、学校、住宅等配套设施；完成了纬六路排水、自来水管网改造、机电二路贯通工程及装备园供水、供气、供电、通信等配套工程。截至 2013 年末，生物产业园区已入驻企业 440 家，主要包括青海黄河嘉酿啤酒有限公司、青海威德生物技术有限公司、青海昆玉实业投资集团有限公司、青海康普生物科技股份有限公司、青海益欣药业有限责任公司以及青海绿色药业有限公司。2011~2013 年生物产业园分别实现税收收入 5.44 亿元、7.12 亿元和 8.56 亿元。

总体上看，目前西经开四大工业园区已具有一定规模，但已开发利用面积与总规划面积尚存在一定差距，中短期内园区土地开发平整及相关公共设施建设方面的投资力度仍然较大。该公司作为西经开园区开发建设的投融资主体，“十二五”期间，预计在园区土地开发平整及相关公共设施建设方面投资将超过 150 亿元，外部融资规模将进一步扩大。

图表 13. “十二五”期间各园区建设计划

项目名称	项目归属	计划投资额（亿元）	建设年限
土地征用搬迁	东川工业园区	27.76	2012-2015
土地平整及公共服务房产类建设	甘河工业园区	53.90	2010-2015
土地平整及相关基地建设	南川工业园区	22.13	2011-2016
土地平整及相关房产开发	生物产业园区	50.00	2011-2015

资料来源：西经开集团

2. 其他业务

(1) 股权投资业务

为促进园区内企业发展，并获取中长期收益，该公司还经营对西经开内特色产业（企业）的投资业务。公司在设立时，西经开管委会以开发区内各工业园区开发建设公司国有股权作为出资的一部分，因此公司通过下属子公司获得了部分园区内企业的股权。截至 2013 年末，公司共参控股了园区内 30 家企业，业务涉及新材料、盐碱化工、新能源及

藏医药等领域。公司股权投资的原则是“扶大育小”，即企业尚处在规模较小或者萌芽阶段时，公司通过对有发展潜力的企业进行筛选，以各类资产注入，获得该类企业部分股权。在该类企业成长起来后，公司即着手股权退出，获得资本收益，并用资本收益投资新的潜在企业。由于所投资企业大部分仍处于初始发展期，现阶段公司股权投资类业务尚未形成有效的收益回报。

(2) 担保业务

天诚担保成立于2005年4月28日，截至2013年末注册资本为10亿元。截至2013年末，天诚担保累计担保余额为167.15亿元；在保责任余额约77.21亿元，其中为并表范围内企业提供担保9.92亿元，对外提供担保67.29亿元。

(3) 小额贷款业务

小贷公司成立于2012年1月，截至2012年末注册资本为6000万元。小贷公司主要为西经开内中小企业提供小额贷款服务，贷款利率通常为银行基准利率的4倍，并由合并范围外担保公司为贷款提供担保。截至2013年末，小贷公司贷款余额为1.92亿元。园区内中小企业众多，小额贷款市场需求较大，但由于小贷公司成立时间尚短，且注册资本规模较小，贷款业务开展受到限制，未来随着小贷公司注册资本的增加以及运营管理的日益成熟，其贷款业务量将大幅增长。公司计划待小贷公司顺利运营一年后将其发展为村镇银行。

(4) 贸易业务

西经开内部分企业分处于产业链上下游，相互之间有一定的贸易关系。为支持其发展，并为自身获取稳定的现金流，2012年下半年起该公司针对这些企业开展了贸易业务，主要是在企业资金紧张时，从上游企业购买部分原材料，加上8%~10%的差价赊销给下游企业，待其资金回笼后收回货款。公司会考察企业的业务订单及资金情况以控制业务风险。目前公司贸易的品种主要为有色金属，截至2013年末，公司已与开发区内12家企业签署了约14.34亿元的贸易额。

(4) 房地产开发业务

随着西经开招商引资力度的加大以及各园区基础实施的不断完善，入驻园区的企业不断增多，相关住宅及商业配套设施需求增加。为抓住由此带来的市场机遇，该公司于2012年7月设立了青海开河置业投资

有限公司（简称“置业公司”），计划通过其进行征地，并开发住宅及商业配套设施项目。目前置业公司拟建的项目包括西宁城南温泉休闲商务服务中心项目及甘河工业园区后勤服务基地项目，其中西宁城南温泉休闲商务服务中心项目总占地面积 200 亩，建设温泉休闲会所、文化娱乐和餐饮设施、五星级宾馆、高档写字楼、高档公寓和配套公共服务设施等，计划总投资 3.00 亿元，项目建设期为 2 年，该项目前期工作已完成，2013 年末已投资 1 亿元取得 200 亩项目用地；甘河工业园区后勤服务基地项目占地 2,000 亩，主要建设内容为住宅、医院、学校、农贸市场以及配套商业设施等，计划总投资 30 亿元，目前该项目土地征地事宜正在洽谈中。

（三）发展战略

根据《西宁经济技术开发区“十二五”发展规划纲要》以及各开发区园区现有的产业基础和发展目标，该公司将着力打造“六大业务板块”⁸，不断扩大经营规模，通过三年努力争取实现资产规模 300 亿元、净资产达到 100 亿元的目标，实现国有资产保值增值。未来通过“六大业务板块”的有序推进，公司将发展成为集项目融资服务、开发区国有资产运营管理、土地一级开发和基础设施建设、特色产业项目投资为一体的集团企业。

六、财务分析

近年来该公司负债总额增长较快，且以刚性债务为主，公司面临较大的偿债压力。但受益于西经开管委会的大力支持，公司自成立以来资本实力逐年提升，目前债务杠杆维持在合理范围。近三年随着各园区开发建设的完善以及贸易业务规模的扩大，公司营业收入持续增长，但由于低毛利率的贸易业务收入占比持续上升，公司综合毛利率呈下降趋势。目前公司经营及投资环节资金缺口较大，主要通过增加银行借款加以解决，随着代承建项目逐步竣工结算，公司整体现金流状况有望得到改善。

（一）债务分析

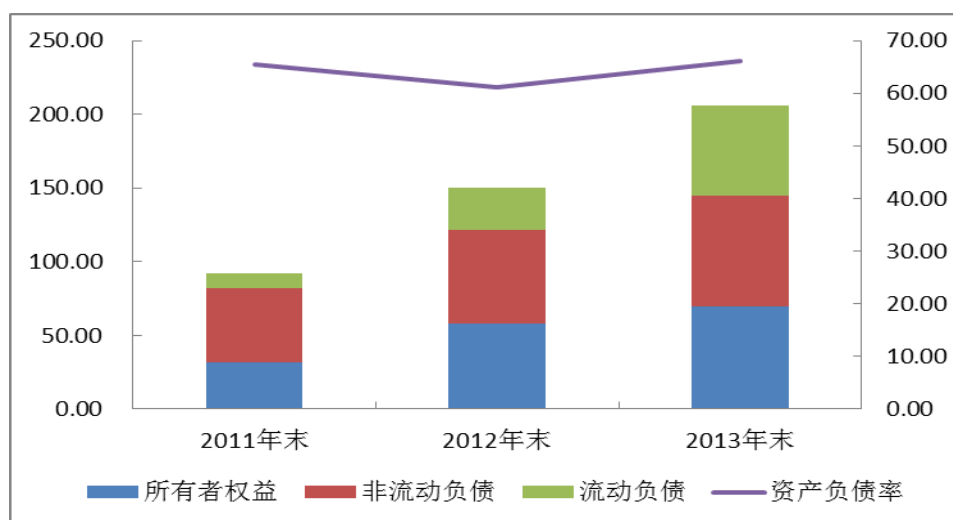
1. 债务结构

近年来该公司在园区土地开发和基础设施建设方面的投资力度较

⁸ 包括金融板块、贸易板块、物流板块、资本运营板块、商业地产板块和园区开发建设板块。

大，资金需求增加，负债总额呈较快增长态势，2011~2013年末分别为60.35亿元、91.80亿元和136.51亿元。受益于西经开管委会的大力支持，公司自成立以来权益资本实力稳步提升，从而保证了负债经营程度在负债规模快速扩大的情况下总体保持在较合理水平，2011~2013年末公司资产负债率分别为65.48%、61.17%和66.19%。目前甘河工业园和南川工业园基础设施建设任务仍较重，后续资金需求量较大，中短期内公司负债规模仍将进一步扩大。

图表 14. 公司 2011~2013 年末资产负债结构 (单位: 亿元, %)

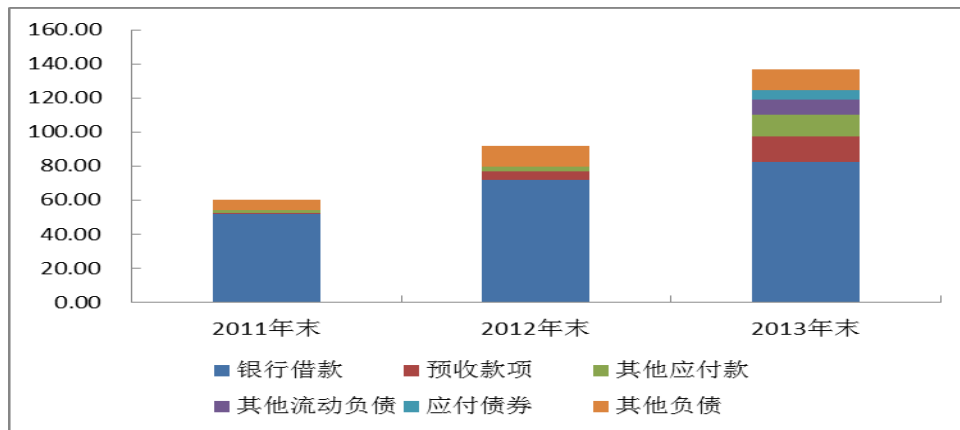


注：根据西经开集团提供的数据绘制

该公司债务以非流动负债为主，但随着短期债务融资、预收房款及往来款规模的扩大，公司负债期限结构趋于短期化。2011~2013年末公司非流动负债分别为50.43亿元、63.18亿元和74.80亿元，占负债总额的比重分别为83.56%、68.83%和54.79%。从负债构成情况看，公司负债以银行借款、预收款项、其他应付款和专项应付款为主，2013年末分别为82.47亿元、14.96亿元、12.61亿元和7.51亿元，在负债总额中占比分别为60.41%、10.96%、9.24%和5.50%。其中，预收款项主要为预收的售房款及贸易款；其他应付款主要为往来款；专项应付款主要为西经开管委会财政局拨付的土地开发建设资金、企业发展资金和各类专项补贴资金。此外，公司于2013年6月发行了6亿元公司债券，并于2013年11月发行了6亿元短期融资券⁹。公司刚性债务由银行借款、应付债券及短券融资券构成，整体规模较大，公司面临一定的偿债压力。

⁹ 计入了其他流动负债科目。

图表 15. 公司 2011~2013 年末债务结构 (单位: 亿元)



注: 根据西经开集团提供的数据绘制

2. 公司借款情况

银行借款是该公司的主要融资方式, 2011~2013 年末分别为 51.83 亿元、72.06 亿元和 82.47 亿元。公司银行借款以长期借款(含一年内到期的长期借款)为主, 2011~2013 年末占比分别为 100.00%、90.01% 和 87.33%。其中, 2011~2013 年末公司一年内到期长期借款呈逐年上升趋势, 分别为 5.38 亿元、7.41 亿元和 11.12 亿元。随着长期借款逐步到期, 若土地开发平整等资金占用量巨大的业务回笼资金速度显著低于预期, 公司所面临的即期偿付风险将进一步增大。

该公司银行借款以保证借款、质押借款及抵押借款为主, 2013 年末分别为 35.71 亿元、21.60 亿元和 11.53 亿元, 分别占银行借款的 43.30%、26.19%和 13.97%。公司保证借款担保方主要为公司本部、天诚担保、青投集团及西宁城市投资管理有限公司; 质押借款的质押物主要为代建项目政府回购资金收入权以及土地出让金收入账户等; 抵押借款的抵押资产主要为土地使用权。

图表 16. 公司 2013 年末银行借款情况 (单位: 万元)

借款种类	短期借款	长期借款 ¹⁰	合计
信用借款	60,000.00	76,367.00	136,367.00
抵押借款	12,000.00	103,250.00	115,250.00
保证借款	32,500.00	324,575.00	357,075.00
质押借款	-	216,037.00	216,037.00
合计	104,500.00	720,229.00	824,729.00

注: 根据西经开集团提供的数据绘制

3. 或有负债

截至 2013 年末, 除天诚担保的担保业务外, 该公司对外担保余额为 24.25 亿元, 担保比率为 34.78%。

¹⁰ 含一年内到期的长期借款。

(二) 盈利性与现金流分析

近年来该公司营业收入主要来源于资产转让收入¹¹、代建基础设施收入以及贸易业务收入。2012 年公司营业收入因所代建的基础设施项目和土地开发回购项目结算较 2011 年明显增加，随着有色金属贸易业务的拓展，2013 年公司收入规模延续了增长态势，2011~2013 年公司营业收入分别为 2.50 亿元、14.67 亿元和 23.17 亿元。在业务毛利方面，公司担保业务和房租物业毛利较高；土地开发回购收入以成本入账，土地出让收益再以政府补贴的形式返回企业；代建基础设施业务毛利较低；开发服务类业务主要采用在项目启动初期西经开管委会先付部分建设款，在项目完工后再以专项补贴的形式将剩余款项拨入的形式运作，公司在收到相关款项时即确认收入，因此年度内相关收入和成本的确认不存在对应关系。随着贸易规模的扩大，公司主营业务收入中低毛利率的贸易收入持续上升，受此影响，公司综合毛利率呈下降趋势，2011~2013 年分别为 53.30%、22.37%和 14.04%。

图表 17. 公司 2011~2013 年营业收入及成本情况 (单位: 万元)

类别	2011 年度		2012 年度		2013 年度	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
担保收入	3,950.34	-	5,710.06	-	8,387.25	-
房屋出售	573.83	551.92	-	-	12,165.42	11,291.23
代建基础设施	13,978.13	8,989.09	51,818.32	37,534.05	51,862.01	40,211.96
利息收入	1,243.27	-	5,408.78	100.99	6,585.63	119.91
资产转让	-	-	56,731.55	54,289.95	-	-
硅铁销售	-	-	12,067.75	11,411.05	8,158.81	7,988.15
冷轧卷销售	-	-	4,475.26	4,466.71	-	-
镁锭销售	-	-	3,120.51	3,076.92	12,736.41	12,393.16
团球矿销售	-	-	589.74	558.97	-	-
水泥销售	-	-	-	-	3,918.30	3,846.15
铝锭销售	-	-	-	-	57,962.60	57,840.38
铝卷销售	-	-	-	-	58,127.43	58,102.63
煤炭销售	-	-	-	-	2,593.49	2,564.10
其他	5,216.64	2,115.34	6,808.82	2,471.48	9,184.64	4,797.67

注：根据西经开集团提供的数据绘制

该公司期间费用逐年增长，2011~2013 年分别为 0.78 亿元、1.66 亿元和 2.25 亿元。随着四个工业园区承担的基建、房产开发等项目存量的增加，近三年管理费用规模保持在较高水平；同时，由于子公司天诚担保营销费用增长较快，公司销售费用有所增加；此外，公司财务费用也随着银行借款的增加而逐年增长。

随着各园区开发建设的完善以及担保业务的发展，近年来该公司毛利较高的房租物业收入和担保费收入等收入规模有所扩大，2011~2013

¹¹ 即土地开发回购收入。

年营业利润分别为 0.47 亿元、1.11 亿元和 0.90 亿元。此外，开发区管委会依法下划的补助资金对公司过渡期的净利润形成了很好的补充，2011~2013 年公司获得的政府补助利得分别为 0.14 亿元、1.17 亿元和 1.86 亿元。2011~2013 年公司净利润分别为 0.53 亿元、2.38 亿元和 2.05 亿元¹²，随着园区招商环境的日益成熟和特色优势产业链的形成，公司盈利能力有望得到提升。

该公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来自开发服务业务、担保业务及有色金属贸易业务等，近三年分别为 4.87 亿元、9.80 亿元和 38.89 亿元，2013 年的大幅增长主要是铝锭、铝卷等贸易业务开展所致；收到其他与经营活动有关的现金流入主要来自财政拨款和财政补贴款等，受财政结算周期性影响而存在一定波动，2011~2013 年分别为 3.29 亿元、6.74 亿元和 4.72 亿元。在经营性现金流出方面，近年来公司代建基础设施项目和土地开发回购项目较多，且随着贸易业务规模扩张，经营性现金支出在 2013 年明显增长，2011~2013 年公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 12.93 亿元、18.79 亿元和 50.95 亿元，2013 年现金支出随贸易业务规模的扩大明显增长。近三年公司经营性现金净流入分别为 -8.38 亿元、-9.38 亿元和 -9.88 亿元，经营性现金流状况较差。

该公司 2011~2013 年投资性现金净流量分别为 -1.52 亿元、-9.36 亿元和 -5.99 亿元，主要用于园区内相关企业的股权投资和固定资产投资等方面，2012 年公司投资环节现金缺口明显扩大，主要原因是当年对青投集团投资 6.00 亿元。预计随着各园区招商引资项目增加，公司在股权投资项目的投资将继续增加，投资性现金流将继续保持净流出态势。

该公司经营及投资环节资金需求量较大，主要通过政府注资、银行借款加以补充。2011~2013 年公司筹资性现金净流入分别为 8.77 亿元、32.44 亿元和 25.05 亿元。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额，2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 0.94 亿元、2.78 亿元和 3.86 亿元。由于公司刚性债务和利息支持的金额较大，总体上看，EBITDA 对其覆盖情况欠佳（如图表 18 所示）。

¹² 2013 年公司净利润较 2012 年有所下降主要是所得税增长所致，当年公司所得税为 0.83 亿元，较 2012 年增加 0.82 亿元。所得税增长的原因则为收入中应税收入部分增长较快，减、免税部分增长较慢。

图表 18. 公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2011 年	2012 年	2013 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.36	0.67	0.75
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.04	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-88.76	-48.67	-21.87
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-15.43	-12.33	-8.65

注：根据西经开集团提供的数据计算

总体上看，近年来该公司经营及投资环节资金需求量较大，且中短期内预计仍将保持净流出状态，融资需求依然较大。而从中长期看，依托省、市两级政府的支持和西经开经济实力的不断提升，尤其是开发区财力及园区建设支付能力的不断增强，公司获得的支持力度也有望加大。

（三）资产质量与流动性分析

作为西经开的开发建设及产业投融资主体，该公司自成立以来获得了西经开管委会的大力支持，权益资本实力逐年提升，2013 年末公司所有者权益增至 69.72 亿元，其中实收资本和资本公积合计占 80.18%，权益资本结构稳健。

随着土地开发及其他业务的开展，该公司资产规模迅速增长，2011~2013 年末资产总额分别为 92.18 亿元、150.08 亿元和 206.23 亿元。公司资产以流动资产为主，2011~2013 年末分别占资产总额的 85.71%、78.43%和 77.28%，而负债以非流动负债为主，2011~2013 年末公司流动比率分别为 796.36%、411.33%和 258.25%，速动比率分别为 196.67%、162.71%和 86.05%，资产流动性较好。

2013 年末该公司流动资产为 159.38 亿元，主要由存货、货币资金、其他应收款、应收账款和预付款项构成。其中，存货为 82.95 亿元，主要为园区开发成本¹³，变现周期较长，但公司债务主要用于园区开发成本等，资产分布和财务杠杆运用尚属合理。

图表 19. 2013 年末公司存货构成情况（单位：万元，%）

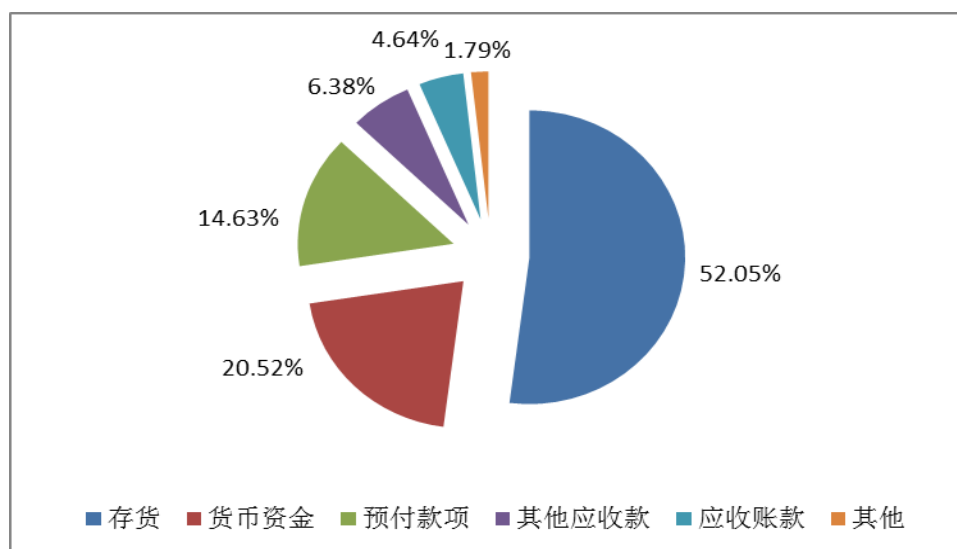
项目	账面价值	占存货总额比例
原材料	56.49	0.01
生产成本	159.40	0.02
开发成本	805,927.85	97.16
库存商品	106.83	0.01
周转材料	0.04	0.00
开发产品	23,250.99	2.80
合计	829,501.59	100.00

注：根据西经开集团提供的数据绘制

¹³ 开发成本主要为公司承担土地一级整职能发生的土地拆迁、平整费用。

公司货币资金为 32.70 亿元，现金比率为 52.99%，能够为即期债务偿付提供有效保障；其他应收款为 10.17 亿元，主要包括与园区管委会及其他企业的往来款；应收账款为 7.39 亿元，主要为应收已完工交付的代建基础设施项目及土地回购项目款项；预付款项为 23.32 亿元，主要为预付工程款。总体上看，目前公司资产对短期内的债务具有较强保障能力，但由于公司长期借款规模增长较快，随着长期借款陆续到期，公司即期偿债压力将持续增加。

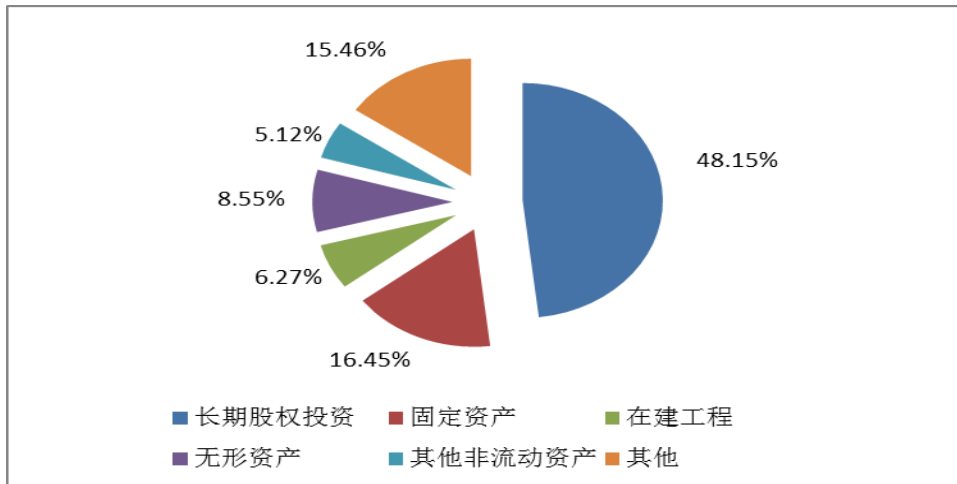
图表 20. 公司 2013 年末流动资产结构



注：根据西经开集团提供的数据绘制

2013 年末该公司非流动资产为 46.85 亿元，主要包括长期股权投资、固定资产、无形资产、在建工程和其他非流动资产。其中，2013 年末公司长期股权投资为 22.56 亿元，投资的对象为联营企业和园区内其他企业，其中对园区内非关联企业的投资主要投向新材料、盐碱化工、新能源、金融等投资回报率较高且在当地具有资源优势的企业，公司对非关联企业投资主要采用阶段性持有、约定项目方回购的退出机制，确保投资收益；固定资产为 7.71 亿元，主要为开发区内房屋建筑物、基础设施等，包括园区内企业租用的厂房办公楼等；无形资产为 4.01 亿元，主要是经西经开管委会授权，公司取得大石门水库的经营权；在建工程为 2.94 亿元，主要包括青藏高原自然博物馆项目以及开发区内在建基础设施建设项目等；其他非流动资产为 2.40 亿元，主要为中国藏族文化艺术彩绘大观园，该项资产已被收入世界吉尼斯纪录，具有较大的增值空间。

图表 21. 公司 2013 年末非流动资产结构



注：根据西经开集团提供的数据绘制

七、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 区位优势

青海省是青藏高原地区联系中东部地区的枢纽之一，近年来随着国家“西部大开发”战略的推进，青海省经济保持了良好地增长态势。同时，青海省资源丰富，多种矿藏储量在全国居于首位，也是我国五大牧区之一。良好的经济环境以及丰富的自然资源禀赋使得青海省在招商引资方面具有一定的优势。而西宁市作为青海省的政治、经济、文化和交通中心，基础设施建设水平相对完善，投资环境较好，能够为该公司经营发展提供良好的外部条件。

(2) 上级政府支持力度较大

西经开作为青海省、西宁市共管的国家级经济技术开发区，在财政、政策方面能够得到省、市两级政府的大力支持。自 2006 年起，青海省政府制定了一系列扶持西经开的政策，包括将开发区的土地出让收益、耕地占用税、教育费附加等专项收入全部留归开发区；“十一五”期间开发区实现的地方一般预算收入全部留归工业园区安排使用；每年给予一定额度的贷款贴息资金等。未来西经开园区基础设施建设力度仍然较大，为加快开发区发展，青海省、西宁市计划于 2012~2014 年每年对该公司分别注入各 2 亿的资本金元用于开发区园区基础设施建设¹⁴。同时，

¹⁴ 根据青发改投资[2012]1148 号文，青海省发展和改革委员会已下达 2012 年 4 亿元资本金注入计划，用于园区基础设施建设。

为缓解公司融资压力，2013年西经开管委会与10家银行签署了金融合作协议，根据协议，10家银行每年可为开发区提供总计约147亿元的信贷支持，期限大多为3~5年及10年期。青海省、西宁市以及西经开管委会的大力支持可为公司未来发展提供有效保障。

(3) 产业集聚优势

经过多年开发建设，西经开下属四大工业园区已具有一定规模，并已形成了有色金属、新能源、藏毯以及中藏药等多个产业集群。随着开发区基础设施建设的不断完善以及多个产业链的形成，园区入驻企业将进一步增加，从而可带动西经开税收收入增长。同时，主导产业集聚群的形成也可带动公司股权投资、贷款担保、小额贷款以及贸易等业务开展。

(4) 西经开财力增长趋势良好

随着园区开发的推进，区内经济规模持续扩张，西经开财政收入增长趋势明显，财政平衡（一般预算收支）状况较好。西经开仍有较大的园区开发空间，其财政收入的潜在增长可观。

2. 主要风险

(1) 对子公司管控能力较弱

该公司组建时间较短，内部管理仍需逐步完善。此外，由于公司下属各园区建设公司先于母公司设立，公司在财务、投融资等方面对其的管控力度有待加强。

(2) 开发区经济及财政波动风险

西经开税收收入对入驻企业的税源质量依赖程度较高。目前园区内企业主要涉及化工、多晶硅、太阳能装备制造、有色金属加工以及藏医药等领域，而当前全球经济增长的不确定因素较多，多晶硅、化工以及有色金属等行业面临着较大的经营压力。目前该公司收入及利润实现对政府拨款和财政补贴的依赖程度较高，若西经开税收收入增长乏力，公司盈利及现金流状况可能会受到影响。

(3) 信贷政策波动风险

西经开仍有较大的园区开发空间，中短期内该公司还将面临较大的现金流缺口和融资压力。若信贷政策出现不利变化，公司融资难度将加大，进而影响西经开园区开发进程和财政收入的后续增长。

(4) 盈利能力较弱

该公司营业收入会受项目结算及财政拨款周期性影响，盈利对财政

补贴等营业外收入的依赖程度高。2011~2013 年公司净利润分别为 0.53 亿元、2.38 亿元和 2.05 亿元，营业外收入分别为 0.20 亿元、1.29 亿元和 2.03 亿元。

(5) 资金压力较大

近年来，该公司在园区土地开发以及基础设施建设方面的投入力度较大，近三年经营及投资环节均存在较大的资金缺口，公司主要通过增加银行借款加以弥补，目前已积聚了较大的偿债压力。未来西经开园区建设任务仍然较重，而公司在自身经营积累能力欠佳的情况下将面临较大的外部融资压力。

八、本期债券偿付保障分析

(一) 较为完善的偿债保障措施

本期债券的偿债资金来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）。同时，为保证投资者利益，该公司与开发区管委会、委贷银行签订了《三方协议》，设置了包括风险储备基金¹⁵和政府风险缓释基金¹⁶在内的多层风险缓释措施。

如果上述风险储备基金和政府风险缓释基金仍不能满足债券本息偿付的需求，将由该公司以自身日常经营收入补偿。

此外，在符合届时内部授信政策的前提下，委贷银行可向委托贷款借款人提供融资。

(二) 地方政府支持和较强的外部融资能力

作为西经开政府性项目的主要开发经营主体，该公司可获得西经开管委会持续的政策支持以及货币增资等其他形式的支持。2013 年末公司所有者权益达 69.72 亿元，资本实力得到较大程度的提高。

该公司资信情况较好，能从各大商业银行获得有力的资金支持。目前公司已与多家银行签订了战略合作协议，截至 2013 年末，公司获得的银行的授信总额为 147 亿元，尚有 75.67 亿元授信额度未使用。较为畅通的间接融资渠道有助于保障公司营运资金正常周转，降低集中偿付风险，提高本期债券的到期还本付息能力。

¹⁵ 募集资金投放过程中带来的资金收入，主要由委托贷款利率与债券发行利率形成的利差收入组成，由委贷银行设立专门账户进行管理。

¹⁶ 由开发区管委会按照发行规模 5% 的比例将资金存放在委贷银行开立的风险缓释基金账户，作为本期债券的风险缓释基金。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额 [亿元]	92.18	150.08	206.23
货币资金 [亿元]	9.81	23.52	32.70
刚性债务[亿元]	51.83	72.06	94.40
所有者权益 [亿元]	31.82	58.28	69.72
营业收入[亿元]	2.50	14.67	23.17
净利润 [亿元]	0.53	2.38	2.05
EBITDA[亿元]	0.94	2.78	3.86
经营性现金净流入量[亿元]	-8.38	-9.38	-9.88
投资性现金净流入量[亿元]	-1.52	-9.36	-5.99
资产负债率[%]	65.48	61.17	66.19
长期资本固定化比率[%]	16.01	26.65	32.42
权益资本与刚性债务比率[%]	61.40	80.88	73.85
流动比率[%]	796.36	411.33	258.25
速动比率 [%]	196.67	162.71	86.05
现金比率[%]	99.12	82.18	52.99
利息保障倍数[倍]	0.29	0.64	0.68
有形净值债务率[%]	191.06	168.52	207.77
营运资金与非流动负债比率[%]	136.99	141.00	130.57
担保比率[%]	—	13.47	34.78
应收账款周转速度[次]	0.45	2.21	2.49
存货周转速度[次]	0.03	0.21	0.28
固定资产周转速度[次]	0.86	3.23	3.37
总资产周转速度[次]	0.03	0.12	0.13
毛利率[%]	53.30	22.37	14.04
营业利润率[%]	18.86	7.58	3.90
总资产报酬率[%]	0.91	2.18	1.96
净资产收益率[%]	1.76	5.28	3.21
净资产收益率*[%]	1.74	4.97	3.21
营业收入现金率[%]	195.16	66.80	167.84
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-88.76	-48.67	-21.87
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.43	-12.33	-8.65
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-104.85	-97.23	-35.13
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.23	-24.63	-13.90
EBITDA/利息支出[倍]	0.36	0.67	0.75
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.04	0.05

注：表中数据依据西经开集团经审计的 2011~2013 年度财务数据，整理计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初资产总计+期末资产总计)/2]]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初负债总额+期末负债总额)/2]]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA / (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) / 2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本期债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注西经开集团外部经营环境的变化、影响西经开集团经营或财务状况的重大事件、西经开集团履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映西经开集团的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对西经开集团的跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每1年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，西经开集团应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与西经开集团有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用等级。不定期跟踪评级报告在本评级机构向西经开集团发出“重大事项跟踪评级告知书”后10个工作日内提出。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向西经开集团发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向西经开集团发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日后10个工作日内，西经开集团和本评级机构应在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2014年5月20日

