

西安市灞桥区基础设施建设投资有限公司

## 跟踪评级报告

主体信用等级： A 级

评级时间：2018 年 12 月 29 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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]101192】

跟踪对象: 西安市灞桥区基础设施建设投资有限公司

	主体信用等级	评级展望	评级时间
本次跟踪:	A 级	稳定	2018 年 12 月
前次跟踪:	A 级	稳定	2017 年 12 月
首次评级:	A- 级	稳定	2013 年 11 月

### 主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	7.96	24.68	4.47
刚性债务	22.19	43.41	34.65
所有者权益	26.26	26.70	34.87
经营性现金净流入量	-0.01	-0.00	-25.73
合并数据及指标:			
总资产	133.49	166.28	169.09
总负债	86.86	119.11	110.46
刚性债务	31.70	58.78	73.56
所有者权益	46.63	47.17	58.62
营业收入	7.08	3.60	2.10
净利润	1.91	0.58	1.19
经营性现金净流入量	-0.18	0.52	-44.69
EBITDA	2.44	1.20	2.26
资产负债率[%]	65.07	71.63	65.33
长短期债务比(%)	339.69	511.95	475.46
权益资本与刚性债务比率[%]	147.07	80.24	79.69
流动比率[%]	169.00	293.58	409.72
现金比率[%]	53.87	140.85	47.70
利息保障倍数[倍]	1.40	0.46	0.78
EBITDA/利息支出[倍]	1.47	0.51	0.82
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.03	0.03

注: 根据灞桥基投经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算。

### 分析师

陈文沛 柯乐

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](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对西安市灞桥区基础设施建设投资有限公司(简称“灞桥基投”、“该公司”或“公司”)的跟踪评级反映了灞桥基投在外部环境、平台地位方面继续保持的优势,同时也反映了公司在刚性债务、融资、关联资金占用、或有负债等方面面临的压力和风险。

#### ➤ 主要优势:

- **外部环境较好。**作为西安东部新城,灞桥区是西安城市拓展的重点区域之一,近年来经济总量的平稳增长可为灞桥基投经营发展提供较好的外部环境。
- **平台地位突出。**灞桥基投是西安市灞桥区政府的主要城市基础设施投融资主体,灞桥区政府为灞桥基投唯一出资人,公司的业务开展可获得其持续支持。

#### ➤ 主要风险:

- **刚性债务负担。**灞桥基投刚性债务逐年增长且增速较快,公司刚性债务负担不断加重。
- **融资压力。**灞桥基投基础设施项目较多,短期内融资压力较大。
- **占款风险。**灞桥基投与区政府往来款数额较大,对公司的影响需要持续关注。
- **或有负债风险。**灞桥基投对外担保规模较大,存在一定的或有负债风险。

#### ➤ 未来展望

通过对灞桥基投主要信用风险要素的分析,新世纪评级维持公司 A 主体信用等级,评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

本评级机构对西安市灞桥区基础设施建设投资有限公司的信用评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。在信用等级有效期内，评级对象在财务状况、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、出售或以任何方式外传。

# 西安市灞桥区基础设施建设投资有限公司

## 跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

按照 2014 年西安市保障性住房集合债券（第一期、第二期）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据灞桥基投提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对灞桥基投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

### 二、宏观经济和政策环境

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资

本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设

“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

### 三、公司所处行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；

资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年前三季度，防范化解地方政府债务风险的监管定调一以贯之，监管力度进一步加大，城投企业融资环境趋紧。但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；明确提出“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需



求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的趋紧将使部分企业面临集中偿付压力。

#### 四、区域经济环境

作为西安东部新城，灞桥区是西安城市拓展的重点区域之一，近年来在基础设施建设投入方面保持了平稳增长，经济总量稳中有进，但工业呈现低位运行态势。

灞桥区位于西安东部，距市中心 5 公里，全区总面积 332 平方公里，人口 60 万。作为西安东部新城，灞桥区是西安城市拓展的重点区域之一，因而近年来对基础设施建设和城中村改造的投入方面保持了平稳增长。同时，灞桥区浐、灞、渭河境内萦绕，生态环境较好。

灞桥区政府近年来通过园区建设来加强产业集聚，从而促进其经济快速增长。根据区域资源禀赋和发展基础，灞桥区规划发展商贸、物流、文化生态旅游、建筑地产、新型工业五大主导产业，重点推进五大板块建设：在纺织城老城区板块重点推进企业搬迁、棚户区、老旧社区改造，依托纺织城艺术区、铁路主题公园等开发文化创意街区；在洪庆组团板块重点规划军民品开发生产基地，实现军民融合发展，提升纺织产业园区发展水平；在红旗南部板块借助纺织城火车站建设，重点发展商贸、住宅、文体休闲等产业；在洪庆山板块，将移民搬迁和旅游开发深度结合，建设生态养老度假产业，开发森林花海小镇；在白鹿原板块，引导农业与旅游休闲、教育文化、健康养生、体育运动产业的深度融合。

近年来，灞桥区经济实力不断增强，经济总量稳中有进，2017 年实现地区生产总值 428.35 亿元，同比增长 13.80%，增速居全市区县第二位。三次产业结构比为 6: 37: 57，其中，一产增加值 21.82 亿元，增长 4.3%；二产增加值 140.22 亿元，增长 14.3%；三产增加值 266.31 亿元，增长 14.3%。2017 年，灞桥区实现工业增加值 57.36 亿元，同比增

长 3.7%，其中规模以上工业增加值 36.42 亿元，同比增长 3.3%；完成规模以上工业总产值 143.81 亿元，同比减少 2.6%。2017 年，全区工业传统优势产业受到较大冲击，工业生产持续走低，下行压力不断增大，全年工业呈现低位运行态势。为改善投资环境，促进经济发展，灞桥区近年来固定资产投资投入较大，2017 年灞桥区固定资产投资增长较快，全年固定资产投资为 678.3 亿元，同比增长 16.7%。在房地产领域，全年房地产开发投资 56.39 亿元，同比增长 11.1%；商品房销售面积 100.70 万平方米，同比增长 10.1%。

图表 1. 2015-2017 年灞桥区国民经济和社会发展主要指标

指 标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)
地区生产总值 (亿元)	332.28	10.6	329.78	9.6	428.35	13.8
规模以上工业总产值 (亿元)	265.42	3.6	145.11	-0.8	143.81	-2.6
固定资产投资 (亿元)	505.92	22.3	581.06	14.9	678.3	16.7
社会消费品零售总额 (亿元)	173.27	12.3	200.82	15.9	232.31	15.7

资料来源：灞桥区国民经济和社会发展统计公报

## 五、公司自身素质

### (一) 公司产权状况、法人治理结构与管理水平

跟踪期内，该公司在产权状况、法人治理结构、管理人员构成及内部控制制度等方面未发生重大变化。

### (二) 经营状况

该公司业务主要为保障房开发、基础设施代建和部分厂房的租赁。2017 年，受房地产开发收入大幅减少的影响，公司营业收入同比下降 41.76%，为 2.10 亿元；毛利率为 91.87%，较上年上升 56.63 个百分点，原因是毛利率高的代建管理费收入增加。2017 年，代建管理费收入成为公司营业收入的主要来源，为 1.72 亿元，占比 81.88%，同比增长 377.53%，这是由于本期资金占用费收入合并确认代建管理费收入所致。2017 年公司租赁收入 0.26 亿元，同比下降 17.02%。2017 年公司房地产开发收入 43.80 万元，同比下降 99.82%，系房地产开发项目基本销售完毕，无其他新增房地产开发项目所致。

图表 2. 2015~2017 年公司营业收入及毛利率情况表 (单位: 亿元, %)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
房地产开发收入	5.08	23.15	2.37	8.25	0.00	100.00
代建管理费收入	1.15	100.00	0.36	100.00	1.72	100.00
租赁收入	0.30	70.66	0.31	81.43	0.26	77.62
资金占用费收入	0.44	100.00	0.44	100.00	-	-
物业管理和其他收入	0.10	51.91	0.12	14.48	0.12	4.25
合计	7.08	42.90	3.60	35.24	2.10	91.87

资料来源: 灞桥基投

### 1. 基础设施代建

该公司受灞桥区政府委托, 负责区内部分项目代建, 代建项目资本金由公司自筹, 项目完工后政府进行资产回购, 同时对其资本金占用支付 7% 的资金占用费, 并在项目总投资基础上支付 6% 的代建管理费。

图表 3. 2017 年公司基础设施代建情况 (单位: 亿元)

基础设施代建项目	期初余额	2017 年项目投入	截至 2017 年末累计投资
承接园区	5.06	0.04	5.10
基础道路工程	3.37	0.64	4.01
产业园区供热项目	3.13	0.25	3.37
其他工程	39.28	4.34	43.62
合计	50.83	5.27	56.09

资料来源: 灞桥基投

2017 年, 该公司基础设施代建项目主要有承接园区工程、基础道路工程和产业园区供热项目等。2017 年公司基础设施代建项目共计投入 5.27 亿元, 截至 2017 年末基础设施代建项目累计投资 56.09 亿元。2017 年, 公司实现代建管理费收入 1.72 亿元, 同比增长 377.53%, 主要是受本期资金占用费收入与代建项目工程款支出合并确认代建管理费收入的影响所致。此外, 公司市容提升工程和纺织城核心区综合改造工程等项目已完工移交政府, 移交部分合计投资 22.95 亿元。

### 2. 保障房建设

保障房建设和销售由该公司下属子公司西安市灞桥区城镇建设开发有限公司 (以下简称“灞桥城建”) 负责。公司保障房建设任务经西安市房管局核定后下达, 建设用地由政府划拨, 销售价格由政府管制, 销

售对象为符合一定条件的居民。保障房建设成本较低，销售价格和销售对象较为稳定。

2017年，该公司保障房在建项目主要有灞河新区棚户区改造项目二期、灞河新区棚户区改造项目一期、东西侯村项目以及三棉、六棉棚改、王村公租房项目等，2017年重点保障房项目投入26.44亿元，截至2017年末重点保障房项目累计投资60.48亿元。2017年，公司保障房实现销售收入43万元，同比下降99.82%，系房地产开发项目基本销售完毕，无其他新增房地产开发项目；物业管理和其他收入0.12亿元，同比下降1.41%。

**图表 4. 2017 年公司重点保障房工程项目建设情况（单位：亿元）**

重点保障房工程项目	期初余额	2017年项目投入	截至2017年末累计投资
灞河新区棚户区改造项目二期	2.20	25.15	27.36
灞河新区棚户区改造项目一期	19.08	1.25	20.33
东西侯村	9.46	0.04	9.50
三棉、六棉棚改、王村公租房	3.30	-	3.30
<b>合计</b>	<b>34.04</b>	<b>26.44</b>	<b>60.48</b>

资料来源：灞桥基投

### 3. 租赁业务

此外，该公司还有部分厂房及商业大楼租赁业务。2017年，公司租赁业务收入0.26亿元，同比下降17.02%。

### （三） 财务质量

希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2017年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》和其他各项具体会计准则、应用指南及准则解释的规定。

截至2017年末，该公司经审计的合并口径的资产总额为169.09亿元，所有者权益为58.62亿元（其中归属于母公司所有者权益为58.62亿元）。公司2017年度实现营业收入2.10亿元，净利润1.19亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为1.19亿元）。

跟踪期内，由于棚户区改造项目及基建项目的持续推进，该公司资金需求仍较大，但受益于政府债务置换和灞桥区财政局的资本性投入，公司资产负债率有所降低。公司经营情况有所下滑，保障房业务结转收

入显著减少，代建管理费收入成为公司收入的主要来源。

#### （四） 公司抗风险能力

该公司是灞桥区城市基础设施建设的主体，能得到区政府的大力支持。其中，2015 年公司收到西安市灞桥区财政局资本投入 9.70 亿元，当年末专项应付款中基建项目财政专项拨款余额为 35.40 亿元。2016 年，公司收到政府补助 113.05 万元，2016 年末专项应付款中基建项目财政专项拨款余额为 40.93 亿元。跟踪期内，公司收到财政局拨付薪酬补贴 203.19 万元，2017 年末专项应付款中基建项目财政专项拨款余额为 24.18 亿元。

跟踪期内，该公司资本公积增加 10.26 亿元。其中，0.08 亿元系西安市灞桥区财政局对公司子公司灞桥城建新增资本性投入；10.18 亿元系西安市灞桥区财政局对 2016 年底前列入政府一类债务的项目款进行政府债务置换<sup>1</sup>。

此外，随着经济适用房项目基本销售完毕，2017 年该公司房地产开发收入显著降低，已不再是营业收入的主要来源，公司获得的代建管理费占比最高，为 81.88%，可为其债务偿付提供一定的支持。

#### 六、 公司盈利能力与偿债能力

2017 年，该公司保障房销售收入结转显著减少，导致公司业绩有一定下滑，但受益于以收入入账的代建管理费大幅增加，公司营业利润较上年有所上升。

2017 年，由于该公司可出售的房地产开发项目基本销售完毕且无其他新增可出售的房地产项目，房地产销售收入结转显著减少，进而导致公司营业收入同比下降 41.76%，至 2.10 亿元。受益于毛利率高的代建管理费收入增加，公司毛利润同比增长 51.85%，为 1.93 亿元；营业利润同比增长 106.47%，为 1.56 亿元。期间费用方面，由于 2017 年房地产销售结束，因此未产生销售费用，公司期间费用全部为管理费用和财务费用，合计 0.68 亿，其中财务费用较上年增长 168.41%至 0.47 亿元。

<sup>1</sup> 根据西安市灞桥区财政局、国家开发银行股份有限公司、西安城投投资发展有限公司 2017 年 3 月 28 日签订的《定向发行置换债务债权解除协议》及灞桥区财政局《关于明确西安市灞桥区财政局代付银行贷款资金性质的通知的通知》，解除该公司长期借款 7.18 亿元；根据西安市灞桥区财政局、中国农业发展银行、西安市灞桥区纺织城地区开发建设有限公司 2017 年 3 月 28 日签订的《定向发行置换债务债权解除协议》及灞桥区财政局《关于明确西安市灞桥区财政局代付银行贷款资金性质的通知的通知》，解除公司长期借款 3 亿元。

2017 年，公司实现净利润 1.19 亿元，同比增长 105.96%。

**跟踪期内，由于各项在建工程持续推进，该公司资金需求有所增加，但政府债务置换使得资产负债率有所下降。**

跟踪期内，随着灞桥区内部分项目的持续建设，该公司资金需求有所增加，但政府债务置换带动债务规模减少。截至 2017 年末，公司负债总额为 110.46 亿元，较上年末减少 7.26%，公司资产负债率从上年末的 71.63% 下降至 65.33%。为匹配项目建设期限，公司负债以非流动负债为主。公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款和专项应付款构成，年末长期借款 52.73 亿元，较上年末增长 6.07%，占公司负债总额的 47.73%，其中质押借款 34.15 亿元，主要以公司工程项目的权益和收益为质押物；长期应付款 11.56 亿元，较上年末增长 131.18%，为应付的长安国际信托股份有限公司设立的“长安权·灞桥区城市发展基金集合资金信托计划”应付本金；专项应付款 24.18 亿元，较上年末减少 16.75 亿元，主要是政府支持公司的项目建设所拨付的款项。公司流动负债以短期借款、应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。2017 年末，公司新增短期借款 3.00 亿元，其中信用借款 2.00 亿元，保证借款 1.00 亿元；应付账款 2.73 亿元，较上年末减少 0.10 亿元，其中账龄超过一年的重要应付账款均为尚未结算的工程款；应交税费 3.76 亿元，较上年末增长 17.77%；其他应付款 6.17 亿元，较上年末减少 26.65%；公司当年新增一年内到期的非流动负债 3.47 亿元，均为一年内到期的长期借款。此外，公司预收款项较 2016 年末大幅下降 99.02% 至 0.05 亿元。

或有负债方面，2017 年末，该公司存在对外担保余额共计 19.24 亿元。其中，公司对绿源农产品贸易股份公司（以下简称“绿源农贸”）提供的 4 亿元担保，为光大兴陇信托有限责任公司（以下简称“光大兴陇信托”）受中电投先融锐源系列资产管理计划委托向绿源农贸发放人民币 4 亿元信托贷款，贷款期限为 24 个月，公司为此贷款合同提供担保。2018 年 5 月 7 日，中电投先融锐源系列资产管理计划第三期出现延迟兑付情况；2018 年 5 月 15 日，光大兴陇信托向绿源农贸出具信托贷款合同结清证明，项目兑付完成。公司对外担保总额较大，存在对外担保代偿风险。

2017 年，该公司经营活动产生的现金净流量由上年的净流入转为净流出，净流出额为 44.69 亿元，主要为公司当年房地产销售收入大幅下

滑，同时公司棚户区改造项目投入大量资金所致；另外公司支付其它与经营有关的现金 22.73 亿元，其中 22.67 亿元为与其他单位的往来款。公司投资活动产生的现金净流出额为 6.80 亿元，较上年减少 51.42%，其中收回投资收到的现金 2.10 亿元，主要系多个完工项目已移交政府获得结算款所致，投资支付的现金 1.87 亿元，支付其他与投资活动有关的现金 7.26 亿元，为项目建设支出。公司筹资活动主要依赖银行借款和政府支持，当期筹资活动产生的现金流量净额为 33.23 亿元。

截至 2017 年末，该公司资产总额 169.09 亿元，较上年末增长 1.69%，其中流动资产 78.65 亿元，较上年末增长 37.64%；非流动资产 90.44 亿元，较上年末下降 17.13%。公司流动资产以货币资金、其他应收款和存货为主，2017 年末货币资金 9.16 亿元，较上年末减少 66.60%；其他应收款 31.92 亿元，较上年末增长 528.89%，主要为应收西安市灞桥区园区管委会和西安市纺织城开发建设有限公司款项；存货 27.69 亿元，较上年末增加 20.33 亿元，主要是五星村棚户区拆迁改造项目成本。另外，公司其他流动资产中有 2.00 亿元的委托贷款和 1.44 亿元的理财产品，委托贷款均为公司下属子公司西安市灞桥区纺织城地区开发建设有限公司（以下简称“灞桥纺织城”）委托银行发放，分别向陕西锋双实业有限公司发放贷款 0.60 亿元、向陕西辰宇实业有限公司发放 1.30 亿元、向西安市宏通建设工程有限公司发放 0.10 亿元；理财产品主要为灞桥纺织城购买的 1.42 亿元理财产品。

该公司非流动资产主要为在建工程、可供出售金融资产和投资性房地产，2017 年末在建工程 84.53 亿元，较上年末减少 18.85%，主要原因为跟踪期内公司将已完工项目移交政府，且灞河新区棚户区改造项目二期工程（即五星村棚户区拆迁改造项目）被调整至存货项目列示，年末较大在建项目包括灞河新区棚户区改造项目一期、东西侯村和承接园区项目等；2017 年末可供出售金融资产 1.05 亿元，主要为公司持有的西安市灞桥区金诚经济技术信用融资担保有限公司的股权 1.00 亿元；2017 年末投资性房地产 3.85 亿元。

## 七、公司过往债务履约情况

根据该公司 2018 年 10 月 17 日提供的《企业信用报告（自主查询版）》，公司于 2015 年 9 月 21 日曾发生一笔 23.10 万元的欠息，随后于 2015 年 9 月 23 日结清<sup>2</sup>。跟踪期内公司无债务违约或其他不良信用记录。

<sup>2</sup> 此笔欠息相关授信机构为西安银行股份有限公司纺织城支行。

另外，公司发行的债券还本付息正常，存续债券发行金额为 4.00 亿元。

图表 5. 截至 2017 年末公司过往发行债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行期限	发行日期	发行规模	票面利率	状态
14 西安保障债 01	5	2014.3.18	2.67	7.31%	尚未到期
14 西安保障债 02	5	2014.4.18	1.33	7.31%	尚未到期
合计	-	-	4.00	-	-

资料来源：中国债券信息网

## 八、跟踪评级结论

作为西安东部新城，灞桥区是西安城市拓展的重点区域之一，近年来在基础设施建设投入方面保持了平稳增长，经济总量稳步增长，但工业呈现低位运行态势。

该公司是灞桥区基础设施建设的重要主体，跟踪期内，由于棚户区改造项目及基建项目的持续推进，该公司资金需求仍较大，但受益于政府债务置换和灞桥区财政局的资本性投入，公司资产负债率有所降低。公司经营情况有所下滑，保障房业务结转收入显著减少，代建管理费收入成为公司收入的主要来源。

同时，我们仍将持续关注：（1）灞桥区经济发展状况；（2）我国信贷政策变化对该公司筹资能力的影响；（3）公司后续城建投入、债务偿付及现金流平衡情况；（4）公司棚户区改造项目收入实现情况；（5）或有负债风险。



附录一：

## 信用等级符号及定义

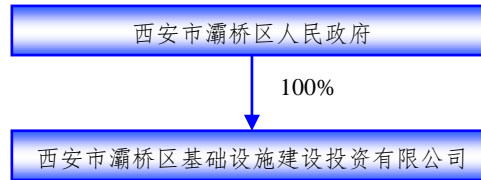
本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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，违约风险较高
	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（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。

附录二：

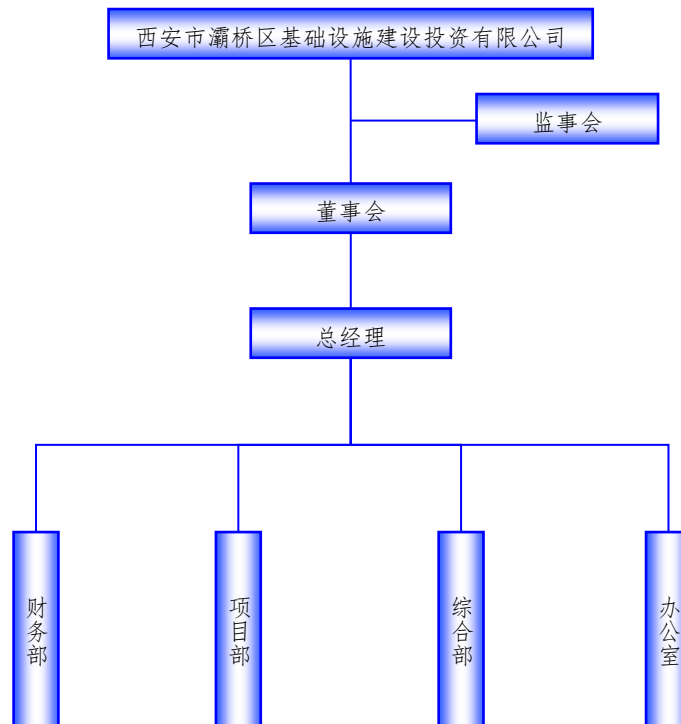
## 公司与实际控制人关系图



注：根据灞桥基投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

## 公司组织结构图



注：根据灞桥基投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额[亿元]	133.49	166.28	169.09
货币资金[亿元]	10.56	27.41	9.16
刚性债务[亿元]	31.70	58.78	73.56
所有者权益[亿元]	46.63	47.17	58.62
营业收入[亿元]	7.08	3.60	2.10
净利润[亿元]	1.91	0.58	1.19
EBITDA[亿元]	2.44	1.20	2.26
经营性现金净流入量[亿元]	-0.18	0.52	-44.69
投资性现金净流入量[亿元]	-19.57	-14.00	-6.80
资产负债率[%]	65.07	71.63	65.33
长短期债务比[%]	339.69	511.95	475.46
权益资本与刚性债务比率[%]	147.07	80.24	79.69
流动比率[%]	169.00	293.58	409.72
速动比率[%]	102.37	216.55	242.26
现金比率[%]	53.87	140.85	47.70
利息保障倍数[倍]	1.40	0.46	0.78
有形净值债务率[%]	188.58	255.51	190.18
担保比率[%]	—	—	32.82
毛利率[%]	42.90	35.24	91.87
营业利润率[%]	32.24	20.93	74.20
总资产报酬率[%]	1.92	0.72	1.27
净资产收益率[%]	4.64	1.23	2.25
净资产收益率*[%]	4.64	1.23	2.25
营业收入现金率[%]	21.84	7.87	8.15
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.90	2.64	-231.19
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.23	0.50	-38.93
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-97.86	-68.76	-266.38
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.83	-13.09	-44.86
EBITDA/利息支出[倍]	1.47	0.51	0.82
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.03	0.03

注：表中数据依据灞桥基投经审计的 2015~2017 年度财务报表整理、计算。

附录五：

## 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%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/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+期末短期投资余额+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%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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+应付利息+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