

西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司
及其发行的 13 西宁经开债与 15 西经开小微债
跟踪评级报告



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]100818】

评级对象： 西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司及其发行的 13 西宁经开债与 15 西经开小微债

13 西宁经开债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA/稳定/AA/2018 年 6 月 29 日
前次跟踪： AA/稳定/AA/2017 年 6 月 29 日
首次评级： AA/稳定/AA/2013 年 4 月 23 日

15 西经开小微债

主体/展望/债项/评级时间

AA/稳定/AA/2018 年 6 月 29 日
 AA/稳定/AA/2017 年 6 月 29 日
 AA/稳定/AA/2014 年 5 月 20 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	14.26	5.94	4.55	7.15
刚性债务	69.90	64.53	63.46	60.31
所有者权益	90.30	102.90	106.85	106.85
经营性现金净流入量	0.15	0.34	4.31	-1.67
发行人合并数据及指标：				
总资产	335.74	415.73	425.97	433.70
总负债	222.97	252.92	263.74	269.15
刚性债务	165.21	185.81	165.52	166.09
所有者权益	112.77	162.82	162.23	164.55
营业收入	23.97	31.59	43.39	1.87
净利润	1.71	4.66	3.97	0.35
经营性现金净流入量	0.77	-12.70	-14.81	-7.38
EBITDA	6.91	12.28	12.11	—
资产负债率[%]	66.41	60.84	61.92	62.06
长短期债务比[%]	104.97	100.09	122.09	125.09
权益资本与刚性债务比率[%]	68.26	87.63	264.82	268.12
流动比率[%]	219.41	224.54	52.00	56.39
现金比率[%]	50.43	51.51	0.91	—
利息保障倍数[倍]	0.55	1.03	2.44	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.61	3.38	-5.73	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	-5.34	-10.38	—

注：发行人数据根据西经开集团经审计的 2015-2017 年和未经审计的 2018 年一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘明球 lmq@shxsj.com
 吴梦琦 wmq@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<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（简称本评级机构）对西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司（简称西经开集团、发行人、该公司或公司）及其发行的 13 西宁经开债与 15 西经开小微债的跟踪评级反映了 2017 年以来西经开集团在区域经济、业务地位及即期偿债能力等方面保持优势，同时也反映了公司在债务压力、后续投融资、资产流动性及代偿风险等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部环境较好。**跟踪期内，西经开发展情况良好，工业增加值占西宁市比重较大，入驻企业进一步增加，产业集聚效应突显，为西经开集团业务发展提供较好环境。
- **业务地位稳固。**跟踪期内，西经开集团仍是西经开的开发建设及产业投融资主体，业务地位稳固。
- **即期偿债能力较好。**跟踪期内，西经开集团刚性债务结构改善，货币资金存量较充裕，即期债务偿付能力较好。

主要风险：

- **债务压力较大。**跟踪期内，西经开集团已积聚较大规模的刚性债务，债务压力较大。
- **投融资压力较大。**跟踪期内，西经开集团园区开发后续投资规模较大，公司面临较大的投融资压力。
- **资产流动性一般。**跟踪期内，西经开集团资产中流动性较弱的存货、在建工程和固定资产占比较高，且部分受限，资产流动性一般
- **代偿风险。**跟踪期内，西经开集团对外担保规

模较大，对外担保比率较高，存在一定的代偿风险。

- 子公司转让。西经开集团子公司亚洲硅业（青海）及开源金属的转让将导致公司营业收入及营业毛利大幅下降，关注其对公司的影响。

► 未来展望

通过对西经开集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司 及其发行的 13 西宁经开债与 15 西经开小微债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2013 年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司公司债券和 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（分别简称“13 西宁经开债”及“15 西经开小微债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据西经开集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第 1 季度财务报表及相关经营数据，对西经开集团的财务状况、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。

该公司于 2013 年 6 月公开发行了 7 年期 6 亿元 13 西宁经开债，年利率为 5.90%。该债券每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，即于 2016-2020 年公司每年归还本金 1.20 亿元。13 西宁经开债募集资金 6.00 亿元，全部用于“藏羊国际地毯基地股份有限公司 150 台机织藏毯生产基地”项目。截至 2018 年 3 月末，该项目的征地拆迁，12 万平方米厂房、3.2 万平方米仓库办公楼及相关配套设施已建设完成；同时，已完成 21 台机织设备的安装调试，且可生产机织藏毯 180 万平方米和手工藏毯 80 万平方英尺。募集资金 6.00 亿元已全部使用完毕。

该公司于 2015 年 3 月公开发行了 4 年期 5 亿元 15 西经开小微债，采用累计利率，债券发行的前三年票面利率为 6.65%。该债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2018 年 3 月 15 日进行了票面利率调整及投资者回售，票面利率调整为 5.15%，投资者回售后小微债余额 6108.1 万元。15 西经开小微债募集资金 5.00 亿元，所募集资金全部委托青海西宁农村商业银行股份有限公司（以下简称“西宁农商行”）以委托贷款形式投放于西宁农商行推荐并经公司确认的，位于西宁经济技术开发区管委会（简称“西经开管委会”）管辖区内或经西经开管委会同意的其他区域的小微企业。募集资金 5.00 亿元已全部投放。

截至 2018 年 6 月 9 日，该公司合并口径待偿还债券本金余额为 23.01 亿元，公司对已发行债券均能按时还本付息，无延迟支付本息情况。

图表 1. 截至 2018 年 6 月 25 日公司存续债券本金余额概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	债券余额
13 西宁经开债	6.00	7 年	5.90%	2013 年 6 月	2.40
14 西宁经开 MTN001	15.00	5 年	7.15%	2014 年 7 月	15.00
15 西经开小微债	5.00	4 年	5.15%	2015 年 3 月	0.61
17 西宁经开 SCP002	5.00	0.74 年	5.78%	2017 年 12 月	5.00

资料来源：西经开集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。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态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，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。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动

性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，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。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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，经济将继续保持稳中有进的态势。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及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

（2）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，行业监管力度进一步加大。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《关于坚决制止地方以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。

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，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

跟踪期内，西宁市及西经开经济增速有所放缓，但仍保持较高水平，西经开工业增加值对全市工业增加值贡献率高。西经开入驻企业进一步增加，产业集聚效应显现。

西宁市是青海省的省会，是青海省政治、经济、文化中心。2017 年，西宁市地区生产总值为 1284.91 亿元，按可比价格计算同比增长 9.5%，较上年下降 0.3 个百分点，经济增速放缓，但仍保持较高水平。其中，第一产业增加值 41.80 亿元，同比增长 5.0%；第二产业增加值 556.44 亿元，同比增长 10.6%；第三产业增加值 686.67 亿元，同比增长 8.7%。三次产业结构由上年的 3.2:47.7:49.1 调整为 2017 年的 3.3:43.3:53.4，第三产业比重较上年上升 4.3 个百分点，产业结构有所优化。截至 2017 年末，西宁市常住人口为 235.50 万人，城镇化比率为 71.1%，较上年提高 1.1 个百分点，全年人均地区生产总值达到 5.48 万元，较上年增加 0.10 万元。

2017 年，西宁市工业增加值同比增长 9.7%，其中，规模以上工业增加值同比增长 9.7%。分行业看，有色金属冶炼和压延加工业，电力、热力生产和供应业，黑色金属冶炼和压延加工业，化学原料和化学制品制造业，医药制造业五大行业占规模以上工业增加值比重为 66.0%，增加值同比增长 8.3%。此外，当年西宁市高技术产业和新能源产业较快增长，两产业的工业增加值分别同比增长 22.8% 和 40.8%，占规模以上工业增加值的 16.1% 和 5.4%，比重较上年分别提高 0.5 个百分点和 0.8 个百分点。

2017 年，西宁市完成全社会固定资产投资 1600.03 亿元，同比增长 14.3%。分产业看，第一、二、三产业分别完成投资 41.62 亿元、487.77 亿元和 1070.65 亿元，同比分别增长 52.2%、3.0% 和 19.2%。整体上，西宁市产业结构不断升级调整，第三产业投资力度加大，投资结构不断优化。

从房地产市场看，2017 年西宁市房地产市场发展平稳，房地产开发投资 351.33 亿元，同比增长 11.0%。房屋施工面积 2235.27 万平方米，同比增长 4.1%；房屋竣工面积 342.82 万平方米，同比增长 7.5%；商品房销售面积 388.22 万平方米，增长 10.1%；商品房销售额 257.85 亿元，增长 23.7%。

图表 2. 2015~2017 年西宁市主要经济指标

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)	1131.62	10.9	1248.16	9.8	1284.91	9.5
第一产业增加值 (亿元)	37.46	5.3	39.15	5.2	41.80	5.1
第二产业增加值 (亿元)	543.47	12.6	595.64	10.6	556.44	10.6
第三产业增加值 (亿元)	550.69	9.0	613.37	9.3	686.67	8.7
三次产业结构	3.3:48.0:48.7		3.2:47.7:49.1		3.3:43.3:53.4	
全社会固定资产投资 (亿元)	1295.95	10.1	1399.30	10.0	1600.03	14.3
社会消费品零售总额 (亿元)	461.94	11.6	513.07	11.1	560.79	9.3
城市居民人均可支配收入 (元)	25232	10.2	27539	9.1	23792	9.7

数据来源：西宁市统计局

西宁经济技术开发区（以下简称“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 2017 年统计公报数据显示，西经开对全市工业增加值的贡献率为 70.8%，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点。西经开原规划面积为 130.29 平方公里，2015 年调整为 101.99 平方公里，截至 2017 年末已开发利用面积 56.96 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。2017 年西经开完成地区生产总值 362.3 亿元，按可比价格计算，较上年增长 12.92%，主要系当年多个项目实现投产、实现新增产值所致。

图表 3. 2015 年以来西经开经济发展情况（单位：亿元、%）¹

园区	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年一季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
工业增加值	327.29	15.40	358.32	12.50	235.10	12.97	47.77	11.10
其中：东川工业园	114.29	17.60	131.80	14.80	83.34	15.06	13.70	16.30
南川工业园	47.97	20.50	54.20	16.15	30.41	18.60	5.70	12.00
甘河工业园	89.76	-12.86	87.20	6.08	64.22	5.06	21.10	8.30
生物产业园	75.26	-3.96	85.00	15.12	57.13	16.18	7.10	9.10

资料来源：西经开集团

2. 业务运营

跟踪期内，该公司营业收入主要来源是多晶硅、基础设施和贸易销售业务，受益于贸易业务大幅增长，公司营业收入和营业毛利显著增加。后续园区开发规模较大，公司资本支出仍较大。未来，受亚洲硅业（青海）及开源金属的股权转让影响，公司营业收入及毛利或将大幅下降。

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、基础设施投建。为支持西经开内企业发展，公司为部分企业提供了贸易服务，此外公司对西经开内特色产业（企业）有一定股权投资，并通过子公司青海天诚信用担保有限责任公司（简称“天诚担保”）和西宁开投科技发展小额贷款有限公司（简称“小贷公司”）经营贷款担保和小额贷款业务。2013 年公司为支持、帮扶亚洲硅业（青海）有限公司（简称“亚洲硅业（青海）”）²对其收购。2016 年，亚洲硅业（青海）盈利状况较好，公司的支持、帮扶目标已经达到，2017 年 9 月，公司将持有的亚洲硅业（青海）部分股权进行转让，不再拥有控制权，因此当年合并报表中仅并表其 1-9 月的财务数据。

2017 年，该公司实现营业收入 43.39 亿元，较上年增长 37.38%，主要系贸易业务收入显著增加所致。分业务看，当年土地一级开发、基础设施建设、贸易销售及多晶硅仍为公司的主要收入来源，合计占营业收入的 80.32%。其中，土地一级开发实现收入 3.54 亿元，较上年增长 77.00%，主要是公司收到财政的专项资金对两个园区部分土地开发项目进行了结转所致；基础设施建设实现收入 2.75 亿元，较上年下降 5.17%，是公

¹ 2017 年及 2018 年第一季度数据为按可比价格计算。

² 亚洲硅业（青海）成立于 2006 年 12 月，是由外方亚洲硅业有限公司、中方青海省新能源研究所有限公司共同出资组建的中外合资企业，主营业务为多晶硅材料的研发、生产和销售，并提供售后服务。

司基建项目结转较少所致；贸易业务主要涉及铝锭、高纯硅铁和煤炭，2017 年电解铝供给缺口仍较大，市场价格走高，带动贸易收入增加，当年贸易销售实现收入 17.89 亿元，较上年增加 12.89 亿元；多晶硅实现收入 10.67 亿元，较上年下降 25.02%，系仅并表亚洲硅业（青海）2017 年前三季度财务数据所致。从毛利看，2017 年公司实现营业毛利 11.76 亿元，较上年增长 22.12%，主要来源于多晶硅、基础设施、贸易销售业务和其他业务，合计占营业毛利的 72.25%，此外，土地一级开发及其他业务中的发电等业务也是公司毛利的有益补充。

2017 年第一季度，主要受亚洲硅业（青海）不再并表影响，该公司营业收入及营业毛利分别较上年同期下降 74.78% 和 64.57%，分别为 1.87 亿元和 0.90 亿元。

图表 4. 2015 年以来公司收入及毛利情况（单位：亿元，%）

类别	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	23.97	100.00	31.59	100.00	43.39	100.00	1.87	100.00
主营业务收入	23.50	98.05	30.07	95.19	40.73	93.87	1.84	98.39
土地一级开发	3.41	14.23	2.00	6.33	3.54	8.16	-	-
基础设施建设	3.10	12.94	2.90	9.18	2.75	6.34	-	-
信用担保	0.80	3.34	0.99	3.13	0.65	1.50	0.10	5.35
贸易销售	9.59	40.01	5.00	15.83	17.89	41.23	0.70	37.43
利息	0.07	0.29	0.10	0.32	0.00	0.00	0.14	7.48
多晶硅	5.03	21.01	14.23	45.05	10.67	24.59	-	-
太阳能组件	-	-	2.53	8.01	1.94	4.47	-	-
其他 ¹	1.49	6.23	2.32	7.34	3.29	7.58	0.89	47.59
其他业务收入²	0.47	1.95	1.52	4.81	2.66	6.13	0.03	1.60
营业毛利合计	3.59	100.00	9.63	100.00	11.76	100.00	0.90	100.00
主营业务毛利	3.20	89.22	8.31	86.29	9.97	84.78	0.87	100.00
土地一级开发	0.80	22.19	0.48	4.98	0.59	5.02	-	-
基础设施建设	0.65	18.23	1.28	13.29	1.50	12.76	-	-
信用担保	0.80	22.29	0.99	10.28	0.65	5.53	0.10	11.11
贸易销售	0.04	1.12	0.08	0.83	1.10	9.37	0.10	11.11
利息	0.01	0.29	0.05	0.52	0.00	0.00	0.07	7.78
多晶硅	0.33	9.28	4.60	47.77	4.24	36.03	-	-
太阳能组件	-	-	0.04	0.42	0.23	1.94	-	-
其他	0.57	15.82	0.79	8.20	1.66	14.09	0.57	63.33
其他业务毛利	0.39	10.78	1.32	13.71	2.54	21.60	0.03	3.33

资料来源：西经开集团

注：1、“太阳能组件收入”包括太阳能组件收入及光伏边框收入，“其他”为主营业务收入中除“土地一级开发”、“基础设施建设”、“信用担保”、“贸易销售”、“利息”、“多晶硅”外的业务。2、“其他业务收入”主要包括房租收入、资金占用费等。

（1）基础设施建设与土地开发业务

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西宁经济技术开发区发展集团有限公司（以下简称“东川建设”）³、青海兴川开发建设有限公司（以下简称“兴川建设”）、青海甘河工业园开发建设有限公司（以下简称“甘河建设”）及青海生物产业园开发建设有限公司（以下简称“生物园建设”）。

³ 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”。

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。跟踪期内，公司四个园区内土地开发和基础设施建设项目稳步推进，发展态势较好。截至 2018 年 3 月末，公司园区已投入 124.16 亿元，收到土地开发及基础设施建设专项回款 57.41 亿元，较 2016 年末增加 19.80 亿元，回款进程加快，但由于南川工业园区和甘河工业园区尚有一定规模的未开发土地，公司仍面临较大的投融资压力。

图 5. 2018 年一季度末公司土地开发财政资金回款情况（单位:平方公里、亿元）

开发主体	规划面积	已累计征用土地	已开发面积	土地账面价值	已投入成本	已收回专项财政资金	预计回笼资金	
							2018 年 4-12 月	2019 年
东川建设	13.10	9.30	9.02	17.89	17.89	13.78	0.93	0.30
兴川建设	31.39 ⁴	20.88	11.10	28.40	28.40	12.99	3.30	0.90
甘河建设	34.00	33.58	23.57	56.12	56.12	12.83	0.70	2.00
生物园建设	23.50	19.09	17.86	21.75	21.75	17.81	2.02	3.50
合计	101.99	82.85	61.55	124.16	124.16	57.41	6.95	6.70

资料来源：西经开集团

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 13.10 平方公里，截至 2017 年末已累计征用土地 9.30 平方公里，累计开发土地 9.02 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）、330 和 110 千伏变电站各一座及供水及供气主干管网等工程项目。截至 2017 末，东川工业园区已入驻相关企业 683 家，主要包括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和国电投太阳能电力有限公司西宁分公司等。

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 31.39 平方公里，截至 2017 年末已累计征用土地 20.88 平方公里，累计开发土地 11.10 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、美玉大道道路及跨河桥等，建成工程项目包括 15.90 公里东西线供水、14.00 公里天然气管线改线、中小企业创业园一期工程及碧柳水岸住宅小区项目，目前在建的项目有第一大道、创业路病害整治工程、清水锦苑城市棚户区改造和徐家寨城市棚户区改造项目。截至 2017 年末，南川工业园区已入驻相关企业 145 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、青海泰丰先行锂能科技发展有限公司、青海三一机械有限公司、青海光科光伏玻璃有限公司及青海时代新能源科技有限公司等。

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 34.00 平方公里，截至 2017 年末已累计征用土地 33.58 平方公里，累计开发土地 23.57 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、道路等基础设施建设工程。截至 2017 年末，甘河工业园区已入住企业 253 家，主要包括紫金矿业集团青海有限公

⁴ 2015 年南川园区规划面积由 60 平方公里调整为 31.39 平方公里。

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。

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 23.50 平方公里，截至 2017 年末已累计征用土地 19.09 平方公里，累计开发土地 17.86 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 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，创业大厦、科技孵化中心和行政服务中心已建成投运；同时，投资实施了西区道路、防洪渠等 27 项基础设施项目，其中西区 42 公里道路、青石坡供水工程、东西区生活污水处理及中水回用工程全部完成。截至 2017 年末，生物产业园区已入驻企业 675 家，主要包括青海黄河嘉酿啤酒有限公司、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、青海绿色药业有限公司及青海生科中小企业创业有限公司等。

总体上看，目前西经开四大工业园区已具有一定规模，其中东川工业园区和生物产业园开发已接近完成，南川工业园区和甘河工业园区已开发利用面积与总规划面积尚存在一定差距，后续投资规模仍较大。。

此外，该公司作为西经开园区开发建设的投融资主体，公司四大园区代建和自建的项目工程截至 2017 年末计划总投资 188.01 亿元，已经完成投资 51.56 亿元，尚需投资 136.45 亿元，2018-2019 年计划分别完成投资 35.13 亿元和 39.01 亿元，公司面临较大的投融资压力。

图表 6. 2018~2019 年西经开集团建设计划（单位：亿元）

项目类型	项目名称	计划总投资金额	2017 年末已投资额	计划投资		资金筹措方式
				2018 年	2019 年	
代建项目	甘河工业园创新研发中心	8.00	0.00	1.00	2.00	银行借款和自筹
	甘河工业园工业废水处理	2.53	0.26	2.27	0.00	银行借款和自筹
	甘河工业园区 2017 年棚户区建设项目	12.00	0.80	7.00	3.00	银行借款和自筹
	甘河工业园区康川碳化硅厂住宅项目	3.00	0.00	1.50	1.00	银行借款和自筹
	甘河工业园区多巴康川新城 I 区 II 期项目 ⁵	19.40	14.47	1.50	1.00	银行借款和自筹
	南川工业园清水锦苑城市棚户区改造二期	24.49	2.80	2.00	2.00	银行借款和自筹
	南川工业园徐家寨城市棚户区改造项目	20.86	13.12	3.90	0.80	银行借款和自筹
	南川工业园尕庄滩棚户区改造项目	19.50	5.10	3.00	6.60	银行借款和自筹
	南川工业园第一隧道工程	3.23	0.00	1.50	1.50	银行借款和自筹
	南川工业园规划二路工程	3.60	0.20	0.40	2.00	银行借款和自筹
	南川工业园第一大道三期延长段工程	1.10	0.00	0.55	0.55	银行借款和自筹
	东川工业园水岸小城 B 区安置房项目	4.50	1.92	0.80	0.60	银行借款和自筹
	生物科技产业园刘家沟生态公园	11.99	1.92	2.40	4.50	银行借款和自筹
生物科技产业园三期道路工程(一期)	3.75	2.70	0.80	0.25	银行借款和自筹	

⁵ 甘河工业园区多巴康川新城 I 区 II 期项目总投资较上年增加 15.00 亿元，系本年填列为两期总投资数。

项目类型	项目名称	计划总投资金额	2017年末已投资额	计划投资		资金筹措方式
				2018年	2019年	
	生物科技产业园三期道路工程(二期)	2.26	0.50	0.04	1.00	银行借款和自筹
	生物科技产业园三期道路亮化及绿化	0.50	0.15	0.24	0.11	银行借款和自筹
自建项目	南川文化旅游产业园温泉综合区 ⁶	9.16	3.46	3.70	1.10	银行借款和自筹
	生物科技产业园区双创园	25.45	0.00	0.45	7.50	银行借款和自筹
	生物科技产业园区现代服务大厦	4.62	0.00	0.12	2.00	银行借款和自筹
	东川工业园新材料产业园续建项目	2.27	1.76	0.46	0.00	银行借款和自筹
	东川工业园青海交易大厦项目	5.80	2.40	1.50	1.50	银行借款和自筹
	合计	-	188.01	51.56	35.13	39.01

资料来源：西经开集团

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。截至2017年末,公司共参控股了园区内59家企业,合计投资额为35.68亿元,业务涉及新材料、盐碱化工、新能源及藏医药等领域,主要是为了培育及支持园区内企业的发展。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) 担保贷款业务

该公司担保业务主要由子公司天诚担保负责运营,2017年天诚担保保费收入增至1.07亿元,主要系公司按照税务检查要求将公司预收担保业务增加所致。截至2017年末,天诚担保实收资本为11.05亿元,累计担保金额为300.56亿元;在保责任余额68.54亿元。2018年第一季度,天诚担保在保余额36.17亿元。天诚担保客户主要为中小企业,客户集中度较低,2017年末公司向向前五大客户累计提供担保5.30亿元,仅占在保责任余额的7.70%。当年天诚担保代偿额为4.88亿元,担保代偿率2.69%,较上年上升0.51个百分点,截至2017年末已收回4.03亿元,剩余0.85亿元正在追偿,仍面临较大的担保代偿风险。

图表7. 2016年以来天诚担保期末提供担保情况

项目	2016年	2017年	2018年第一季度
期末在保客户数(户)	68 ⁷	57	56
期末担保余额(亿元)	45.21	68.54	36.17
当期代偿额(亿元)	5.01	4.88	0.15
担保代偿率(%)	2.18	2.69	1.88
担保放大倍数(倍)	4	6	3

资料来源：西经开集团

该公司小额贷款业务主要由子公司小贷公司负责运营,小贷公司成立于2012年1月,截至2017年末注册资本为1.00亿元。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2018年3月末,小贷公司贷款余额为2.47亿元,较2016年增加0.70

⁶ 南川温泉综合区项目总投资较上年增加,系2017年填列的为两期投资金额。

⁷ 2016年该公司结清了国开小微债贷款,国开小微债贷款对象主要以小微企业和农户个人为主,故2016年末在保客户数较2015年末大幅减少。

亿元，其中逾期贷款余额 1.12 亿元，较 2016 年末增加 0.22 亿元，逾期率 50.62%，较 2016 年末下降 5.62%，逾期贷款全部为保证贷款及附担保物贷款，小贷公司将通过诉讼等方式清收，本评级机构将持续关注清收进展及损失情况。2017 年，小贷公司实现营业收入 0.23 亿元，较 2016 年大幅增长。

(3) 贸易业务

该公司内部分企业处于产业链上下游，相互之间有一定的贸易关系，为支持园区企业发展并为自身获取稳定的现金流，公司针对园区企业及部分国企开展了贸易业务。贸易业务运营方式是公司与上、下游客户同时签订采购和销售合同，在合同签订后下游客户向发行人支付货款，公司对符合付款要求的上游客户支付预付款，上游客户直接将货物发送至下游客户，下游客户收货确认后，公司对上游客户支付全款，下游客户在收货时向发行人支付货款或在约定期间内付款。在整个交易过程中，公司不设立货物仓库，不对货物进行监管，减少了交易成本，同时降低了业务风险。同时公司会考察园区企业的业务订单及资金情况以控制贸易业务风险。公司贸易销售业务由青海开源金属材料有限公司（简称“开源金属”）和青海开诚资产管理运营有限公司（简称“开诚公司”），品种涵盖铝锭、硅铁附属产品、高纯硅铁和煤炭，开源金属主要负责高纯硅铁的生产。2017 年国内电解铝价格走高，公司加大贸易投入，当年贸易业务收入为 17.89 亿元，较上年增加 12.89 亿元。2018 年 5 月 17 日，开源金属已完成工商变更，西经开集团将对其持有的 100% 股权转让给武钢森泰通山冶金有限公司⁸。

(4) 多晶硅及太阳能组件业务

该公司多晶硅业务主要由亚洲硅业（青海）负责运营，太阳能组件业务由亚洲硅业（青海）的子公司亚洲硅业（青海）太阳能有限公司（简称“太阳能公司”）负责运营。2017 年 9 月 30 日，该公司按照与亚洲硅业有限公司的协议要求进行了股权转让⁹，将其持有的亚洲硅业（青海）32.74% 股权一次性转让给亚洲硅业有限公司，仅对亚洲硅业（青海）2017 年 1-9 月的财务数据进行了并表，并表资产 42.07 亿元，并表营业收入 13.2 亿元，并表利润 2.32 亿元。

2017 年，该公司多晶硅产能较上年保持不变，产量 14101 吨，产能利用率为 94.01%，销量 13925 吨，较上年增长 1.20%，平均销售单价 11.01 万元/吨，较上年有所减少。同年，公司实现多晶硅和太阳能组件收入分别为 10.67 亿元和 1.94 亿元。

图表 8. 2015 年以来多晶硅产销情况¹⁰

项-目	2015 年	2016 年	2017 年
产能（吨）	7000	15000	15000
产量（吨）	7400	13000	14101
产能利用率（%）	105.71	86.67	94.01

⁸ 根据西宁经济技术开发区管委会综合办公室于 2018 年 2 月 22 日下发的《西宁经济技术开发区管理委员会关于同意西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司转让所持青海开源金属材料有限公司股权的批复》（宁开管[2018]18 号），根据武钢森泰通山冶金有限责任公司、青海开源技术材料有限公司和西经开集团于 2018 年 1 月 8 日签订的《股权收购意向性协议》，西经开集团拟将持有青海开源金属材料有限公司 100% 股权一次性转让给武钢森泰通山冶金有限责任公司，转让价格为 1 亿元人民币。

⁹ 亚洲硅业有限公司和西经开集团于 2017 年 9 月 30 日签订的《股权回购协议 II》。

¹⁰ 数据为 2017 年全年亚洲硅业（青海）的产销量情况。

项目	2015年	2016年	2017年
销量（吨）	7100	13760	13925
平均销售单价（万元/吨）	9.65	11.63	11.01

资料来源：西经开集团

管理

跟踪期内，该公司股东对其增资，股权结构发生变化，西经开管委会仍为实际控制人。公司法人治理结构、组织架构及内部管理制度等未发生重大变化。

2018年3月，该公司变更公司股权结构并修订了公司章程中关于注册资本金的内容，注册资本金由57.44亿元增至60亿元，其中西宁经济技术开发区管委会（以下简称“西经开管委会”）出资48.0859亿元。2018年5月，公司变更股权结构，原股东国投泰康信托有限公司将其所持有的5.00亿元股权（占注册资本8.33%），全额转让给股东西经开管委会。股权转让后，公司由西经开管委会出资53.0859亿元，占注册资本88.48%，青海省投资集团有限公司出资6.9141亿元，占注册资本总额的11.52%。除此之外，公司法人治理结构、组织架构及内部管理制度等未发生重大变化。

根据该公司提供的截至2018年6月22日的《企业基本信用信息报告》，公司无不良欠息记录，其他不良信息记录。截至2018年6月25日，根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局一重大税收违法案件信息公布栏、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台查询结果，公司不存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司盈利主要来自主营业务，对财政补助资金、投资净收益等非经营性收益的依赖程度有所降低。公司负债规模有所增长，受益于西经开管委会的大力支持，公司资本实力有所提升，债务杠杆维持在合理水平。公司刚性债务减少，债务结构得到改善，但由于刚性债务规模仍较大，公司仍面临较大的偿债压力；公司货币资金充裕，即期偿付能力较强。公司非筹资活动资金缺口较大，主要通过债务融资弥补。此外，公司对外担保规模大，有一定代偿风险。

1. 公司财务质量

瑞华会计师事务所（普通合伙）对该公司的2017年度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（2006版）、企业会计制度及其补充规定。

跟踪期内，该公司合并报表范围内的一级子公司共16家，新增1家子公司，是公司新设立青海开信投资基金管理有限公司（下称“青海开信基金”），2017年末开信基金净资产为0.10亿元，净利润为0.09亿元，同时减少一家子公司，是公司于2017年9月转让持有的亚洲硅业（青海）32.74%股权，对其失去控制权。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2017 年末，该公司负债总额为 263.74 亿元，较上年末增长 4.28%，主要是因园区建设需要、开发力度加大，公司长期债务融资规模扩大所致。从负债结构来看，公司债务以非流动负债为主，长短期债务比为 122.09%，较上年末提升 22.00 个百分点。2017 年末，公司非流动负债为 144.99 亿元，主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款。其中，长期借款余额 100.63 亿元，较上年末增长 26.24%，主要为当年银行借款增加所致，以质押借款和保证借款为主；应付债券余额 22.29 亿元，较上年末下降 4.61%，系偿付公司债券到期本息所致；长期应付款¹¹余额 4.92 亿元，主要为应付西宁经开管委会土地储备中心借款和应付东川工业园区财政地方政府置换权资金，余额较上年末下降 15.68%，主要系一年内到期的长期应付款转至一年内到期的非流动负债所致；专项应付款余额为 14.87 亿元，主要是公司的偿债准备金 5.60 亿元及各类政府拨入的专项资金，余额较上年末下降 4.08%。同期末，公司流动负债为 118.75 亿元，较上年末下降 6.05%，主要为其他应付款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、短期借款和应付账款。其中，其他应付账款余额 64.94 亿元，较上年末增长 3.44%，系与西宁经开区南川工业园区管委会、西宁西经开管委会土地储备中心和西宁城市投资管理公司的往来款¹²；一年内到期的非流动负债余额为 20.09 亿元，主要为一年内到期的长期借款 17.17 亿元、应付债券 1.20 亿元和长期应付款 1.73 亿元，较上年末下降 18.87%，主要是一年内到期的长期借款减少所致；其他流动负债余额 10.40 亿元，较上年末增长 4.58%，主要为短期融资债券、担保赔偿准备和未到期责任准备；短期借款余额为 10.73 亿元，较上年末下降 31.03 亿元，是偿付到期借款所致；应付账款余额 5.54 亿元，主要为未结算的设备工程款，较上年末下降 18.55%。

2017 年末，该公司刚性债务余额 165.52 亿元，较上年末下降 10.92%，占负债总额比重为 62.76%；股东权益与刚性债务比率为 98.01%，较上年末增加 10.38%，公司净资产对刚性债务保障程度增强。同年末，公司短期刚性债务余额 39.60 亿元，较上年末下降 49.67%，短期刚性债务现金覆盖率为 155.95%，较上年末提升 73.20 个百分点，公司即期偿债能力较强；中长期刚性债务余额 125.92 亿元，较上年末增长 17.55%，其中未来 3 年需要偿付的银行借款 27.21 亿元，偿付压力可控。

2018 年 3 月末，该公司负债总额为 269.15 亿元，较 2017 年末增长 2.05%，其中应付账款余额为 4.19 亿元，较上年末下降 24.33%，主要是部分设备款结算所致；预收款项余额为 5.47 亿元，较上年末增长 26.17%，主要是预收的购房款所致；其他应付款余额为 67.51 亿元，较上年末增长 3.96%，主要是往来款增加；应付债券余额为 17.91 亿元，主要是偿还了 15 西经开小微债部分本息所致。除此之外，其它科目变化不大。

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 53.04 亿元，对外担保率 32.70%，被担保对象主要为区域内的企事业单位，其中对亚洲硅业（青海）担保余额为 6.26 亿元，向西宁城通交通建设投资有限公司提供担保余额为 3.31 亿元，向青海省投资集团有限公

¹¹ 该公司长期应付款包括应付中期融资债券承销费款、应付西宁经开管委会土地储备镇中心借款和应付东川工业园区财政地方政府置换权资金。

¹² 主要为棚改拆迁项目资金，该笔资金由公司先行垫付给建设公司，后续由政府债务进行置换。

司提供担保余额为 5.80 亿元，合计 15.37 亿元。公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

(2) 现金流分析

受该公司贸易业务收入大幅增加影响，2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 45.86 亿元，同比增长 35.28%，营业收入现金率为 105.69%，主业获现能力较好；经营性现金净流量为-14.81 亿元，大额净流出，主要系园区建设投入和贸易业务规模扩大所致。同期，公司投资性现金净流出 12.00 亿元，净流出额较上年下降 60.05%，系当年投资支出减少所致，未来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，投资性现金流仍将保持净流出态势。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、发行债券及子公司吸收少数股东投资加以补充，2017 年公司筹资性现金净流入为 25.58 亿元，较上年下降 50.80%，系吸收投资收到的现金流减少所致。总体上看，公司经营及投资环节资金需求量较大，依靠筹资活动产生的现金流弥补。

2017 年，该公司 EBIDTA 为 12.11 亿元，主要由利润总额、费用化利息及固定资产折旧构成，EBIDTA 对利息支出和刚性债务的比率分别为 1.24 倍和 0.07 倍，保障程度较差。同期，公司经营性现金净流出，无法对负债形成保障。

图表 9. 2016-2017 年公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出（倍）	1.43	1.24
EBITDA/刚性债务（倍）	0.07	0.07
经营性现金流净额（亿元）	-12.70	-14.81
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	-5.34	-5.73
经营性现金净流入与负债总额比率（%）	-10.80	-12.09

注：根据西经开集团 2016-2017 年审计报告整理、计算

(2) 资产质量分析

2017 年末，该公司所有者权益 162.23 亿元，与上年基本持平，其中实收资本为 58.54 亿元，较上年末增加 1.10 亿元，系下属园区管委会增资所致，资本公积为 43.43 亿元，两者合计占所有者权益的 62.86%，公司资本稳定性一般。

2017 年末，该公司资产总额为 425.97 亿元，较上年末增长 2.46%。公司资产仍以流动资产为主，2017 年末公司流动资产为 314.49 亿元，主要由存货、货币资金、其他应收款、预付款项、其他流动资产以及一年内到期的非流动资产构成。其中，存货为 177.19 亿元，较上年末增加 13.71%，系园区开发成本增加所致，开发成本变现周期较长，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；货币资金为 61.40 亿元，较上年降低 2.14%，其中受限金额 3.44 亿元，现金比率为 52.00%，公司即期支付能力较好；其他应收款为 47.56 亿元，同比增长 2.52%，主要系与园区管委会的往来款、股权回购款及与园区内其他关联企业的往来款；预付款项为 16.40 亿元，较上年末增长 73.84%，主要为未结算的工程款、征地拆迁补偿款及贸易货款，系子公司青海融鑫实业发展有限公司预付账款增加所致；其他流动资产余额为 4.05 亿元，主

要为发放贷款和垫款；一年内到期的非流动资产 4.05 亿元，较上年末增长 387.77%，系新增委托贷款所致¹³。

2017 年，该公司非流动资产为 111.48 亿元，较上年末下降 15.49%，主要系固定资产减少所致。当年末，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产构成，其中可供出售金融资产余额为 35.19 亿元，主要为公司对青海省投资集团有限公司、青海西经平滑发展基金公司等企业的股权投资¹⁴，较上年末增长 21.01%，系亚洲硅业（青海）剩余股权重分类所致；固定资产余额 15.40 亿元，较上年末下降 63.79%，系亚洲硅业（青海）不再纳入合并口径资产负债表所致；随着公司对园区基础设施建设投资项目投资支出的增加，当年末在建工程余额为 24.86 亿元，较上年末增长 13.70%；无形资产余额为 9.07 亿元，较上年末下降 16.34%，系年末亚洲硅业（青海）公司未纳入合并报表所致。

2018 年 3 月末，该公司资产总额为 433.70 亿元，较 2017 年末增长 1.82%。同期末，西经开管委会再次增资 1.46 亿元，公司实收资本达 60.00 亿元，所有者权益为 164.55 亿元，资本实力进一步增强。

(3) 流动性

2017 年末和 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 264.82% 和 268.12%，速动比率分别为 101.81% 和 104.22%，从指标上看公司资产流动性较好。但由于公司存货、在建工程及固定资产合计占比较高，存货以开发成本为主，且存在一定规模的抵质押，资产流动性较弱。

图表 10. 2017 年末公司资产受限情况情况（单位：万元，%）

科目名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
存货	35605.20	2.01	抵押
投资性房地产	4063.51 ¹⁵	5.81	抵押
无形资产	478.75	0.53	抵押担保
固定资产	2228.34	1.45	抵押担保
合计		--	--

注：根据西经开集团 2016-2017 年审计报告及西经开集团提供的数据整理、计算

除上述受限资产外，该公司还以其应收账款收益权质押取得贷款。其中，向国开行借款 4.7 亿元；向农发行借款 9.8 亿元，向青海银行借款 1.3 亿元。

3. 公司盈利能力

2017 年，该公司实现营业收入 43.39 亿元，同比大幅增长 37.38%，主要为贸易收入大幅增加所致。由于贸易占比较大，但其成本相对较高，公司综合毛利率 28.21%，同比下降 2.26 个百分点。当年公司期间费用为 6.18 亿元，同比增长 21.44%，期间费用率

¹³ 新增委托贷款 1.00 亿元，其中青海海西化工建材股份有限公司和海西金海科技有限公司分别为 5000 万元。

¹⁴ 公司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，并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。

¹⁵ 投资性房地产受限资产金额及其占比均为账面净值

14.24%，较上年下降 1.9 个百分点，对利润侵蚀程度较大。其中管理费用为 2.96 亿元，同比增长 0.44%；财务费用为 2.62 亿元，同比增长 37.98%，主要系公司债务规模较大、费用化利息支出大幅增加所致。同期，公司投资净收益为-0.94 亿元，主要系确认的投资损益调整¹⁶。受上述因素综合影响，2017 年公司营业利润为 4.50 亿元，同比下降 8.56%。当年公司营业外收入 0.79 亿元，其中获得政府补助 0.36 亿元，营业外收入较上年下降 9.77%，系当年处置资产利得减少所致。综上，2017 年公司实现净利润 3.97 亿元，同比下降 14.81%，公司盈利对财政补助资金依赖程度有所降低。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

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。跟踪期内，受益于贸易业务的增长，公司营业收入和营业毛利显著增长，公司净利润对政府补贴依赖度降低。当期，公司负债结构得到改善，公司即期偿债能力增强。

2. 外部支持因素

该公司业务覆盖西经开 4 大园区，业务种类较多，业务地位突出，政府支持力度强。截至 2018 年 6 月底，公司获得西经开管委会两次增资，资本实力不断增强。公司与多家银行建立了良好的合作关系，融资渠道畅通，截至 2018 年 3 月末，公司获得银行授信总额 310 亿元，尚未使用 20.35 亿元。

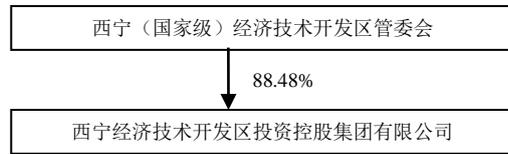
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司营业收入主要来源于多晶硅、基础设施和贸易销售业务，受益于贸易业务大幅增长，公司营业收入和营业毛利显著增加。后续园区开发规模较大，公司资本支出仍较大。未来，受亚洲硅业（青海）及开源金属的股权转让影响，公司营业收入及毛利或将大幅下降。公司盈利主要来自主营业务，对财政补助资金、投资净收益等非经营性收益的依赖程度有所降低。公司负债规模有所增长，受益于西经开管委会的大力支持，公司资本实力有所提升，债务杠杆维持在合理水平。公司刚性债务减少，债务结构得到改善，但由于刚性债务规模仍较大，公司仍面临较大的偿债压力；公司货币资金较充裕，可为债务偿付提供一定支撑。公司非筹资活动资金缺口较大，主要通过债务融资弥补。此外，公司对外担保规模大，有一定代偿风险。

¹⁶ 2017 年根据集团公司与亚洲硅业有限公司签订的股权转让合同，对 2017 年之前按 54.16% 累计确认了投资损益进行了调整，按现有的持股比例冲销了之前确认的投资收益

附录一：

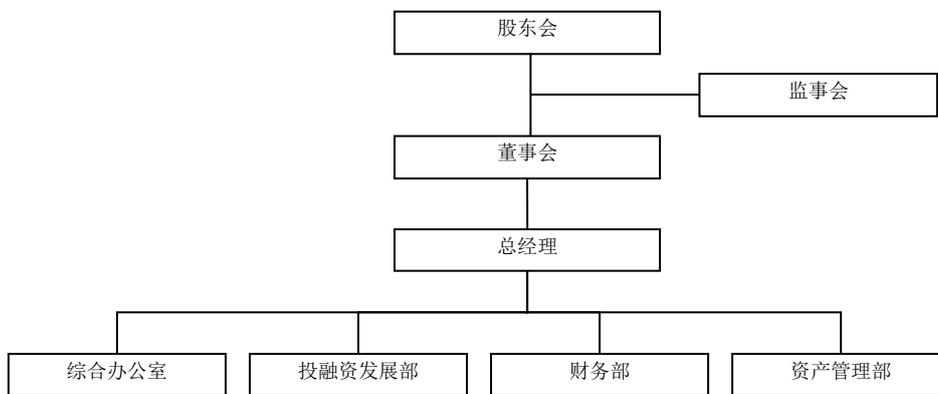
公司与实际控制人关系图



注：根据西经开集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据西经开集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

发行人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	2018年 第1季度
资产总额 [亿元]	335.74	415.73	425.97	433.70
货币资金 [亿元]	53.49	62.74	61.40	67.43
刚性债务[亿元]	165.21	185.81	165.52	166.09
所有者权益 [亿元]	112.77	162.82	162.23	164.55
营业收入[亿元]	23.97	31.59	43.39	1.87
净利润 [亿元]	1.71	4.66	3.97	0.35
EBITDA[亿元]	6.91	12.28	12.11	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.77	-12.70	-14.81	-7.38
投资性现金净流入量[亿元]	-18.17	-30.04	-12.00	7.84
资产负债率[%]	66.41	60.84	61.92	62.06
长短期债务比[%]	104.97	100.09	122.09	125.09
权益资本与刚性债务比率[%]	68.26	87.63	98.01	99.08
流动比率[%]	219.41	224.54	264.82	268.12
速动比率 [%]	83.63	93.80	101.81	104.22
现金比率[%]	50.43	51.51	52.00	56.39
利息保障倍数[倍]	0.55	1.03	0.91	—
有形净值债务率[%]	208.68	166.67	172.44	173.59
担保比率[%]	35.88	37.18	32.70	-
毛利率[%]	14.97	30.47	28.21	46.83
营业利润率[%]	4.03	15.58	10.37	15.44
总资产报酬率[%]	1.54	2.34	2.13	—
净资产收益率[%]	1.61	3.38	2.44	—
净资产收益率*[%]	1.78	3.16	1.94	—
营业收入现金率[%]	118.43	107.32	105.69	74.18
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.79	-10.08	-12.09	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.39	-5.34	-5.73	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.75	-36.34	-21.88	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.89	-17.79	-10.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.82	1.43	1.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.07	0.07	—

注：表中数据依据西经开集团经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	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%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	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%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(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

附录五：

评级结果释义

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	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

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、评级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。

本评级机构与评级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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。