

# 西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第一期、第二期）跟踪 评级报告（2020）

---

项目负责人：应治亚 [zyying@ccxi.com.cn](mailto:zyying@ccxi.com.cn)

项目组成员：杜乃婧 [njdu@ccxi.com.cn](mailto:njdu@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 15 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0713 号

## 西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“18 西地 01”、“18 西地 02”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十五日

**评级观点：**中诚信国际维持西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司（以下简称“高新地产”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持西安高科集团有限公司（以下简称“西安高科”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 西地 01”、“18 西地 02”的信用等级为 **AA+**，上述债项级别考虑了西安高科集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了高新地产较强的股东背景、销售业绩大幅增长、通畅的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到高新地产房地产项目区域分布集中度较高、杠杆水平较高、面临一定的资本支出压力以及西安高科债务规模仍较大，杠杆水平处于高位等因素对公司经营及本次债券整体信用状况造成的影响。

### 概况数据

高新地产（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	298.31	312.42	428.41	419.73
所有者权益合计（亿元）	40.91	45.54	53.31	54.01
总负债（亿元）	257.40	266.89	375.10	365.72
总债务（亿元）	139.41	145.36	214.07	222.59
营业总收入（亿元）	51.30	68.70	76.53	8.01
净利润（亿元）	3.28	5.00	5.84	0.44
EBITDA（亿元）	4.75	8.20	11.09	-
经营活动净现金流（亿元）	1.72	10.24	-33.61	-22.12
营业毛利率（%）	21.07	21.44	24.65	20.37
净负债率（%）	238.27	219.55	280.24	318.53
总债务/EBITDA（X）	29.38	17.74	19.31	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.58	0.81	0.79	-
西安高科（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	753.04	846.30	1,187.28	1,223.10
所有者权益合计（亿元）	79.24	78.88	123.09	123.66
总负债（亿元）	673.80	767.42	1,064.19	1,099.43
总债务（亿元）	439.05	489.09	684.41	736.36
营业总收入（亿元）	135.02	162.84	210.38	38.32
经营性业务利润（亿元）	7.68	11.34	14.79	0.65
净利润（亿元）	4.19	-0.36	10.16	0.09
EBITDA（亿元）	14.78	13.11	33.95	-
经营活动净现金流（亿元）	11.94	-24.22	-13.69	-32.94
收现比（X）	1.09	1.03	1.13	1.15
营业毛利率（%）	17.81	18.26	18.48	16.26
应收类款项/总资产（%）	8.29	9.31	13.46	14.09
资产负债率（%）	89.48	90.68	89.63	89.89
总资本化比率（%）	84.71	86.11	84.76	85.62
总债务/EBITDA（X）	29.70	37.31	20.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.63	0.59	1.03	-

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将其他应付款和其他流动负债中的有息部分纳入总债务核算。

### 正面

- **较强的股东背景。**公司股东西安高科定位重要，综合实力较强。作为西安高科旗下房地产业务及物业管理业务的运营主体之一，公司在资金及土地资源上可获得股东有力支持。
- **销售业绩大幅增长。**得益于当期西安、苏州和天津区域市场表现良好，2019 年公司实现签约销售金额 106.82 亿元，同比大幅增长 60.72%。
- **通畅的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，融资渠道畅通；同时公司系天地源股份有限公司（以下简称“天地源”，股票代码 600665.SH）控股股东，亦可通过股权、发行债券等方式在资本市场融资，融资渠道通畅。
- **西安高科提供的保证担保具有明显信用提升作用。**西安高科作为西安高新区龙头企业、高新区管委会三家直属企业之一，在西安

高新区定位明确地位突出，且自身业务较为多元化，具有重要的区域地位，综合实力较强，其提供的保证担保仍能够为本次债券的偿付提供有力支撑。

### 关注

- **房地产项目区域分布集中度仍较高。**公司房地产项目储备仍主要集中在西安地区，截至 2020 年 3 月末，公司西安地区土地储备占比为 66.41%，面临一定区域集中度风险，需关注当地房地产市场环境变化对其去化的影响。
- **财务杠杆水平仍较高，面临一定的资本支出压力。**公司的财务杠杆仍维持在较高水平，2020 年 3 月末，公司净负债率为 318.53%；此外，随着在建项目的推进，公司面临一定的资本支出压力。
- **西安高科债务规模仍较大，杠杆水平处于高位。**2020 年 3 月末西安高科总债务为 736.36 亿元，同比增长 39.94%，债务规模仍较大且上升较快；同期末资产负债率和总资本化比率分别为 89.89% 和 85.62%，仍均处于高位。

### 评级展望

中诚信国际认为，西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**股东支持力度加大、公司签约销售金额大幅增长、区域布局均衡性大幅提升、杠杆水平明显下降、现金流平衡能力大幅提升。
- **可能触发评级下调因素。**股东背景及支持力度发生重大不利变化、公司杠杆水平显著上升、盈利能力出现大幅下滑、现金流平衡能力大幅弱化。

**同行业比较**

2019年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	全口径签约销售 金额(亿元)	营业总收入 (亿元)	净负债率 (%)	净利润率 (%)	货币资金/短 期债务(X)	存货周 转率(X)	总债务/销售商 品提供劳务收 到的现金 (X)
天地源	289.52	93.96	55.91	216.97	7.36	1.12	0.22	1.77
南国置业	267.98	81.77	63.69	215.14	-2.81	0.66	0.32	3.43
高新地产	428.41	106.82	76.53	280.24	7.63	0.93	0.23	2.33

注：“天地源”为“天地源股份有限公司”简称，证券代码 600665.SH；“南国置业”为“南国置业股份有限公司”简称，证券代码 002305.SZ。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
18西地01	AA+	AA+	3.00	3.00	2018/06/01~2023/06/01
18西地02	AA+	AA+	10.60	10.60	2018/11/23~2023/11/23

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（债券简称为“18 西地 01”、债券代码为“143659”）于 2019 年 6 月 1 日完成发行，发行规模为 3 亿元，发行票面利率为 7.50%，到期日为 2023 年 6 月 1 日，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，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。“18 西地 01”募集总额为人民币 3 亿元，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）（债券简称为“18 西地 02”、债券代码为“143888”）于 2018 年 11 月 23 日完成发行，发行规模为 10.6 亿元，发行票面利率为 7.50%，到期日为 2023 年 11 月 23 日，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，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。“18 西地 02”募集总额人民币 10.6 亿元，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大

力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：** 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为，** 虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

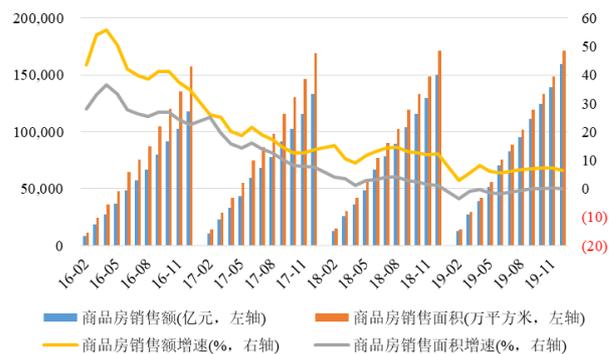
## 近期关注

**2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现**

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国

商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

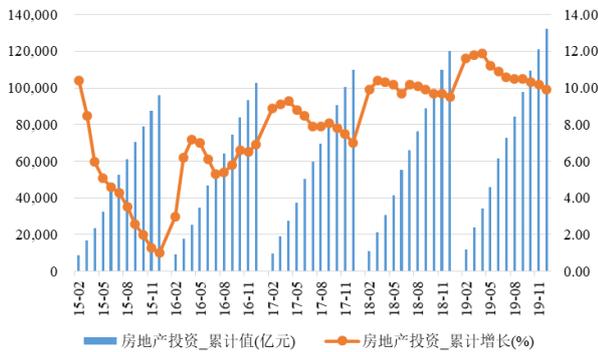
**中诚信国际认为，** 2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

**受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善**

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9% 至 13.22 万亿元，其

中住宅投资同比增长 13.9%至 9.71 万亿元。

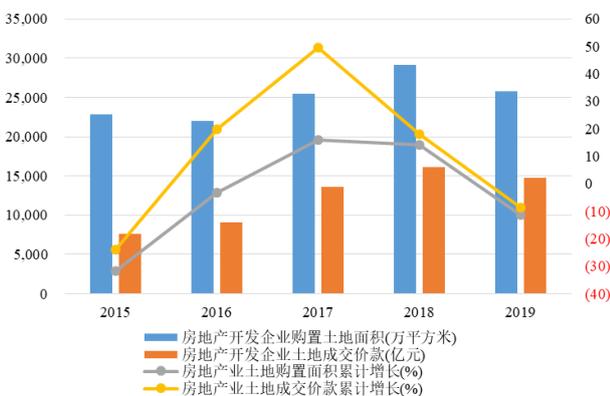
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4%和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台<sup>1</sup>，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑

<sup>1</sup> 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

### 房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019 年 TOP3 房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP4~10、TOP11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP31~50 和 TOP51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

### 新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策应加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

### 2019年，高新地产仍保持较快的开发节奏，受益于推盘量的加大，当年开发规模及销售金额大幅提升

从项目运作情况看，2019年公司进一步加快房地产项目开发节奏，新开工面积同比增长8.96%。竣工方面，随着前期开发项目的逐步完工，2019年公司竣工面积小幅增长2.43%。截至2020年3月末，公司在建面积增至402.84万平方米。

表 2：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）

科目	2017	2018	2019	2020.Q1
新开工面积	69.50	95.53	104.09	45.05
竣工面积	67.28	75.79	77.63	0
期末在建面积	287.34	203.31	364.13	402.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，随着新获取项目的增加及公司所开发项目规模的增长，跟踪期内公司销售面积及销售金额同比分别大幅上升52.58%和60.72%。2020年1~3月，公司实现签约销售面积8.07万平方米，签约销售金额11.06亿元。销售均价方面，公司房地产销售仍以西安、苏州和陕西区域为主，受益于2019年西安市房地产市场较好以及公司于苏州地区销售金额占比的提升，公司签约销售均价有所增长。

表 3：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元、元/平方米）

科目	2017	2018	2019	2020.Q1
销售面积（全口径）	56.86	48.67	74.26	8.07
销售金额（全口径）	62.44	66.47	106.82	11.06
销售均价（全口径）	10,981.36	13,657.28	15,296.39	13,705.08
结算面积	46.06	55.78	50.86	3.67
结算金额	49.46	65.05	71.83	5.68
结算均价	10,738.17	11,661.89	14,123.08	15,476.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布情况看，公司主要销售来源为西安、苏州和天津地区，2019年上述区域实现签约销售金额合计占比为85.51%。从销售项目来看，2019年公司房地产销售项目主要来源于西安曲江香都、西安万熙天地、苏州拾锦香都等项目。

表 4：公司签约销售金额及占比区域分布情况（亿元、%）

地区	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
西安	47.09	75.42	46.46	69.90	52.65	49.28
苏州	10.13	16.22	11.04	16.61	28.43	26.61
天津	0.47	0.75	3.56	5.36	10.28	9.62
咸阳	-	-	-	-	8.43	7.89
宝鸡	1.45	2.32	3.04	4.57	2.40	2.25
泰州	-	-	-	-	1.60	1.50
惠州	3.30	5.29	2.37	3.57	1.52	1.42

重庆	-	-	-	-	1.52	1.42
<b>合计</b>	<b>62.44</b>	<b>100.00</b>	<b>66.47</b>	<b>100.00</b>	<b>106.83</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结从项目结转情况来看，2019 年公司结转面积小幅下降，受益于结转项目均价的上升，公司结转金额小幅增长 10.42%。从结算区域分布来看，西安和苏州区域对公司的结算贡献占比较大，2019 年合计结算金额占比分别为 73.99% 和 22.00%。

### 2019 年以来公司项目获取力度有所加大，期末土地储备较为充足，但主要集中在西安区域，面临较高的区域集中度风险

2019 年公司项目获取力度有所加大，当年新进入珠海市，区域布局逐步深化。2019 年公司新增 11 块土地，其中 8 宗位于西安市，1 宗位于榆林市，1 宗位于汉中市洋县，1 宗位于珠海市。2020 年 1~3 月公司新增 1 宗土地，位于西安市。

表 5：近年来公司新增土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2017	2018	2019	2020.Q1
新拓展项目	2	7	11	1
新增土地建筑储备	39.05	71.99	151.73	2.34
土地购置支出	12.98	32.88	78.77	1.60
新增土地平均楼面价	3,324	4,567	5,191	4,558

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年 3 月末，公司土地储备<sup>2</sup>总建筑面积共计 483.33 万平方米，权益土地储备总建筑面积为 418.19 万平方米。公司土地储备包括在建和已竣工项目待售面积 272.53 万平方米，待开发土地计容建筑面积 210.80 万平方米，待开发项目占比较高。具体来看，公司项目储备主要分布在西安地区，占比为 66.41%，区域集中度很高，需关注当地房地产市场环境变化对公司项目去化的影响。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司全口径项目储备区域分布情况（万平方米）

地区	土地储备面积	占比
西安	320.98	66.41%
咸阳	28.17	5.83%
镇江	25.08	5.19%
天津	21.23	4.39%
重庆	20.74	4.29%
苏州	14.92	3.09%
泰州	10.84	2.24%
汉中	10.29	2.13%
郑州	9.77	2.02%
榆林	9.42	1.95%
珠海	6.13	1.27%
宝鸡	3.20	0.66%
惠州	2.32	0.48%
深圳	0.23	0.05%
<b>合计</b>	<b>483.33</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 跟踪期内公司物业管理业务收入仍呈现亏损状态，随着后期新开发项目的竣工销售，未来公司配套物业管理规模有望进一步扩大

此外，除住宅开发业务外，公司亦从事住宅、商业、办公楼等的物业管理。公司物业管理业务由全资子公司西安高新枫叶物业服务管理有限责任公司（以下简称“高新物业”）和孙公司西安天地源物业服务有限责任公司（以下简称“天地源物业”）负责运营，承接的物业管理项目全部为公司房地产开发项目，管理物业类型以住宅为主。截至 2020 年 3 月末，公司管理物业数量为 47 个，管理物业建筑面积为 777.65 万平方米，未来随着后期新开发项目的竣工销售，公司配套物业管理规模有望进一步扩大。受公司为树立天地源物业品牌形象，业务成本投入相对较大的影响，2019 年物业管理业务仍呈现亏损状态，未来或随着物业管理规模的增加及天地源物业品牌的日趋成熟有所改善。

<sup>2</sup> 土地储备=在建拟建未售面积+已竣工未售面积。

**表 7：截至 2020 年 3 月末公司物业管理业务情况（个、万平方米）**

	项目总数	总建筑面积
住宅物业	32	654.38
商业物业	3	18.11
办公物业	12	105.16
<b>合计</b>	<b>47</b>	<b>777.65</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司承担西安市高新技术产业开发区内部分城市基础设施及配套项目代建业务。目前，公司无在建代建项目，其中过往承接的代建项目中西安高新区木塔南安置项目、西滩村安置小区及第四安置小区项目已完工并交付，工程决算尚未完成；西安高新区老烟庄安置楼项目、西安高新区曹里村安置楼项目、西安高新区新丰村安置楼项目、西安高新西晁村安置楼项目、西安高新细柳社区项目及高新鱼化老烟庄规划道路项目均已移交高新区管委会。受高新区整体规划影响，近年来公司承担代建项目数量大幅下滑，2019 年公司未确认代建业务收入。该项业务受高新区整体规划和工程建设周期影响，具有一定的不确定性。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊伙伴关系）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告，以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。其中，2017~2019 年财务数据均为当年财务报表期末数。

### 2019 年公司营业收入和毛利率均保持增长态势，且期间费用控制能力仍较强，公司整体盈利能力有所提升

2019 年公司营业收入呈现增长态势，同比增长 11.40%。2019 年，公司西安区域所结转项目毛利率有所增长，带动公司当年综合毛利率上升。截至

2020 年 3 月末，公司预收款项 80.13 亿元，占 2019 年营业收入的比重为 104.70%，待结算资源较为丰富。

**表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(亿元、%)**

收入	2017	2018	2019	2020.Q1
房地产业务	48.28	65.05	72.95	7.02
物业管理	2.76	3.34	3.33	0.95
其他业务	0.25	0.31	0.26	0.03
<b>营业总收入</b>	<b>51.30</b>	<b>68.70</b>	<b>76.53</b>	<b>8.01</b>
毛利率	2017	2018	2019	2020.Q1
房地产业务	22.53	22.31 <sup>3</sup>	26.02	24.30
物业管理	-3.06	4.37	-2.62	-6.91
其他业务	4.53	21.57	-10.46	-28.90
<b>营业毛利率</b>	<b>21.07</b>	<b>21.44</b>	<b>24.65</b>	<b>20.37</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年受公司加快项目开发建设进度的影响，当年公司管理费用持续提升；受当年公司加大销售力度的影响，销售费用有所增长；此外，2019 年公司加大对外融资力度使得利息支出有所增加，财务费用同比增长 37.70%。另 2020 年 1~3 月，由于结转收入规模较小，公司期间费用率上升至 9.10%。总体来看，公司整体期间费用把控能力仍较好。

得益于较高的初始获利空间及良好的期间费用控制能力，公司经营性业务盈利能力不断增强，2019 年同比增长 29.78%，其中，2019 年公司资产减值损失有所增长，主要由计提坏账损失 1.27 亿元和存货跌价损失 0.33 亿元构成。此外，2019 年公司投资收益亏损进一步扩大，主要系公司投资的合营企业苏州联鑫置业有限公司及太仓卓润房地产开发有限公司暂未结转收入所致。受益于公司经营性业务盈利能力不断增强，2019 年公司利润总额持续增长。

随着利润总额的提升，2019 年公司 EBITDA 保持逐年增长态势，EBITDA 利润率亦相应呈现上升趋势；同时得益于净利润的增长，公司净资产收益率有所提升。

3 2018 年受所结转曲江香都项目主要业态为高层、毛利相对较低的影响，公司于西安区域的营业毛利率下降至 12.46%，使得当年公司房地产业务毛利水平下滑。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.Q1
销售费用	1.97	1.73	2.27	0.28
管理费用	1.42	2.05	2.07	0.30
财务费用	0.03	0.61	0.84	0.15
期间费用率	6.67	6.39	6.77	9.10
经营性业务利润	4.92	8.53	11.07	0.62
资产减值损失	0.25	1.04	1.60	0.03
投资收益	0.01	-0.01	-0.12	0.00
营业外损益	-0.24	-0.21	0.10	0.03
利润总额	4.44	7.27	9.45	0.62
EBITDA	4.75	8.20	11.09	-
EBITDA 利润率	9.25	11.93	14.49	-
净利润	3.28	5.00	5.84	0.44
净资产收益率	8.28	11.56	11.82	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年公司资产及负债规模保持增长态势，期末财务杠杆水平大幅增长

2019 年随着新项目的获取和开发进度的加快，公司资产总额相应提升。公司资产仍以流动资产为主，流动资产占比同比增长 0.80 个百分点。

公司流动资产仍主要由存货、货币资金和其他应收款构成。其中，随着在建项目的持续投入及新项目的获取，公司存货账面价值较上年末增长 45.55%，主要由开发成本和开发产品构成；得益于 2019 年新增借款和销售回款增长，当期末货币资金同比大幅增长 42.51%；其他应收款主要由关联往来款及项目合作款构成，2019 年同比增长 15.41%，2019 年末前五大应收对象分别为西安高科鱼化建设有限公司、西安高科鱼化红庙城市建设有限公司、镇江联启房地产有限公司、西安高科集团有限公司及洋县体育文化旅游投资有限公司，期末余额分别为 15.78 亿元、2.40 亿元、2.16 亿元、2.06 亿元和 1.40 亿元。公司非流动资产主要由长期股权投资和商誉构成。其中，随着合联营项目的增加，长期股权投资保持增长态势，2019 年末公司长期股权投资主要对象分别为太仓卓润房地产开发有限公司、西安高科国际社区发展有限公司和镇江扬启房地产开发有限公司，期末余额分别为 1.62 亿元、1.31 亿元和 0.64 亿元；商誉主要系对天地源、西安通瑞实业有限责任公司和陕西师科房地产开发有

限公司股权投资形成，2019 年末较上年基本持平，由于陕西师科房地产开发有限公司的华府项目与西安通瑞实业有限责任公司的曲江枫林溪园已基本清盘，故已计提商誉减值 0.35 亿元。另截至 2020 年 3 月末，公司总资产有所减少，其中货币资金减少主要系偿还借款和支付工程款所致，其他应收款小幅增加。

2019 年末公司负债总额亦有所增长，主要由有息债务、预收款项、应付账款和其他应付款构成。其中，随着签约销售规模的增加，2019 年预收款项同比增长 33.83%；2019 年应付账款同比增长 10.95%，主要为应付项目工程款及其他，其他主要为应付关联方往来款；其他应付款主要为应付单位往来款、其他和土地增值税准备基金，2019 年末大幅增长 109.36%，主要系应付单位往来款及其他增加所致，其他中包含新增西安银行股份有限公司 8 亿元居间借款；此外，随着近年业务规模的快速扩张，公司对外融资需求亦不断提高，2019 年末公司有息债务规模大幅增长 47.27%。另截至 2020 年 3 月末，公司应付账款及其他应付款有较大幅度下降，预收款项及总债务有所上升。

所有者权益构成方面，2019 年公司增资，期末公司实收资本增长至 15 亿元；同时，受 2019 年公司利润转增资本的影响，未分配利润较上年末下降 15.34%。此外，公司少数股东权益主要由于并表天地源所产生，同时随着近年来合作开发项目的增加，2019 年同比增长 26.31%。

**表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	41.94	45.39	64.68	50.55
预付款项	21.13	16.24	10.47	11.74
存货	189.74	207.23	301.63	302.62
其他应收款	30.82	25.95	29.95	32.08
长期股权投资	1.00	2.74	3.66	3.66
商誉	2.06	1.88	1.89	1.89
总资产	298.31	312.42	428.41	419.73
应付账款	42.80	41.65	46.21	29.77
预收账款	53.97	56.78	75.99	80.13
其他应付款	19.02	19.66	41.16	31.04
总债务	139.41	145.36	214.07	222.59
总负债	257.40	266.89	375.10	365.72

实收资本	9.00	9.00	15.00	15.00
未分配利润	15.43	18.25	15.45	15.78
少数股东权益	14.26	15.85	20.02	20.39
所有者权益	40.91	45.54	53.31	54.01
资产负债率	86.29	85.42	87.56	87.13
净负债率	238.27	219.55	280.24	318.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，公司财务杠杆处于行业较高水平，2019年末公司净负债率大幅增长达280.24%。另截至2020年3月末，公司净负债率进一步上升。

### 公司存货中开发产品的去化情况有待关注，同时公司存货周转效率有所下滑

2019年公司资产仍以流动资产为主，同期末流动资产占比增长0.80个百分点。公司流动资产主要由存货和货币资金构成。

表 11：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.Q1
流动资产/总资产	96.57	95.99	96.79	96.69
存货/流动资产	65.86	69.10	72.74	74.57
货币资产/流动资产	14.56	15.13	15.60	12.46
（存货+货币资金）/流动资产	80.42	84.23	88.34	87.03
开发产品	45.79	40.06	40.97	-
开发产品/存货	24.14	19.33	13.58	-
开发成本	143.88	166.98	260.43	-
开发成本/存货	75.83	80.58	86.34	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由开发成本和开发产品构成。截至2019年末，公司开发产品账面价值为40.97亿元，占存货的比重为13.58%，开发产品占存货规模比重较小。截至2019年末，公司存货跌价准备合计为1.41亿元，全部为对开发产品的跌价准备，主要为公司开发产品或车库市场价值较低所致。

资产周转效率方面，2019年公司存货及总资产周转效率均有所下滑，主要由于公司资产及存货规模有较大幅度上升，而结转收入及成本小幅增长所致。

表 12：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.22	0.27	0.23
总资产周转率（次/年）	0.18	0.22	0.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019年新增土地储备大幅增长的影响，公司经营活动现金流呈现净流出状态；同期受有息债务规模大幅增长的影响，公司主要偿债指标有所弱化

近年来，受益于签约销售规模的增长，2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长22.46%。但2019年受新增土地储备项目大幅增长，经营活动现金流出增加的影响，当期公司经营活动现金流大幅减少，呈现大额净流出态势。

同时，2019年公司债务规模大幅增长47.27%，当年公司综合融资成本约为7.94%，主要由债券融资、其他借款、委托贷款<sup>4</sup>和银行借款构成，2019年末占比分别为36.09%、33.37%、15.80%和14.74%。其中短期债务在总债务中占比有所下降，2019年末公司短期债务占总债务的比重为32.56%。此外，2019年末公司货币资金无法对短期债务形成覆盖。

受公司债务规模大幅增长的影响，2019年公司EBITDA及经营活动净现金流对债务本息的保障能力有所弱化。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.Q1
经营活动净现金流	1.72	10.24	-33.61	-22.12
销售商品、提供劳务收到的现金	67.74	74.99	91.83	12.78
货币资金/短期债务	0.92	0.95	0.93	0.82
总债务	139.41	145.36	214.07	222.59
短期债务/总债务	32.59	32.80	32.56	27.67
总债务/EBITDA	27.93	15.73	19.31	-
EBITDA利息倍数	0.58	0.81	0.36	-
经营活动净现金流/总债务	0.01	0.07	-0.16	-0.40
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	2.06	1.94	2.33	4.35

注：2020年一季度经营活动净现金流/总债务及总债务/销售商品、提供劳务收到的现金指标经年化处理；

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

4 委托借款均为高科集团下属公司通过银行委托借款的方式将自有资金转借给高新地产。

## 较为充足的外部授信能够对公司整体偿债能力提供一定支持，公司仍保持顺畅的融资渠道

截至 2020 年 3 月末，公司与多家商业银行形成良好合作，获得银行授信总额 206.60 亿元，未使用额度约 103.05 亿元。同时，公司系天地源控股股东，亦可通过股权、发行债券等方式在资本市场融资，公司整体融资渠道顺畅。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 115.41 亿元，其中 1.07 亿元受限货币资金为各项保证金；存货受限规模为 114.13 亿元，固定资产受限规模为 0.21 亿元，均用于贷款抵押。公司受限资产合计占当期末总资产的 27.50%。

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 18.09 亿元，主要系对股东西安高科、合营企业太仓卓润房地产开发有限公司及关联方西安高科鱼化老烟城市建设有限公司提供保证担保，占同期末净资产比重为 33.49%。重大诉讼方面，公司涉及 2 起重大法律诉讼事项<sup>5</sup>，涉诉金额分别为 2.86 亿元和 0.82 亿元，目前均未开庭审理，对公司经营影响较小，或有风险可控。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2016~2020 年 3 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 公司股东西安高科定位重要，综合实力较强；作为西安高科旗下房地产业务及物业管理业务的运营

## 主体之一，公司在资金及土地资源上可获得股东有力支持

自成立以来，股东西安高科在资金及土地资源上持续给予公司大力支持。资金方面，截至 2020 年 3 月末，公司通过西安高科获得内部委贷 6.70 亿元，西安高科予以担保取得融资 73.18 亿元。公司最终控制人系西安高新区管委会。公司在西安开展房地产业务时，在土地取得、开发等方面能得到西安高新区管委会的大力支持；同时亦能通过其取得高新区内部分城市基础设施及配套项目代建业务，为公司业务及利润提供一定补充。

此外，公司股东西安高科下属房地产开发企业除公司外，还有西安高科集团高科房产有限责任公司（以下简称“高科地产”）和西安紫薇地产开发有限公司（以下简称“紫薇地产”）。为解决关联方与公司的同业竞争问题，西安高科于 2014 年 6 月作出承诺，承诺于 2020 年 12 月 31 日前整合业务资源，将与公司经营业务构成竞争的控股或具有控制权的企业的资产或所拥有的股权，采取资产注入、现金收购等适当方式并购入公司。中诚信国际将持续关注解决同业竞争方案的实施对公司经营产生的影响。

## 偿债保障措施

西安高科为本次公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 跟踪期内，西安高科园区配套业务板块<sup>6</sup>稳定性及可持续性仍较好；代建项目尚需投资规模较大，仍面临一定资本支出压力

<sup>5</sup> （1）2020 年 3 月 19 日公司下属子公司西安置业分公司收到陕西尚元文化发展有限公司（以下简称“原告 1”）关于《天地源·丹轩坊 5#楼项目合作协议》的解除通知无效诉讼，涉案的金额 28,565.54 万元。2017 年 7 月 28 日，双方签订了《合作框架协议》，并据此于 2018 年 3 月 20 日签订了《天地源·丹轩坊 5#楼项目合作协议》。在《天地源·丹轩坊 5#楼项目合作协议》履行过程中，在双方协商一致同意原告 1 迟延交付合作款项后，原告 1 于 2019 年 7 月 16 日收到公司因原告 1 未及时支付合作款项而解除协议的通知，原告 1 请求人民法院判决确认公司单方解除合同无效，继续履行《合作框架协议》及《天地源·丹轩坊 5#楼项目合作协议》，本案诉讼费用由公司承担；

（2）2020 年 3 月 30 日公司下属子公司西安置业分公司收到榆林

市古城新纪元商贸有限公司（以下简称“原告 2”）关于《天地源·丹轩坊 6#楼项目合作协议》的解除通知无效诉讼，涉案的金额 8,188.9602 万元。2013 年 8 月 14 日，双方签订了《天地源·丹轩坊 6#楼项目合作协议》。合同签订后，原告 2 分期支付了大部分合同价款，原告 2 于 2019 年 12 月 15 日收到公司因原告 2 未按照约定支付价款而解除协议的通知，原告 2 请求人民法院判决确认公司于 2019 年 12 月 15 日向原告 2 送达的《解除通知》无效，本案诉讼费用由公司承担。

<sup>6</sup> 2019 年西安高科将业务板块重新拆分，将原房地产业务和区域服务业中的代建收入和园区配套租金收入等收入拆分出来，放到园区配套业收入中核算。

西安高科园区配套业务主要针对区域内基础设施及其相关的市政配套等项目，仍主要采用代建和自营两种模式。

代建模式下，一般由高新区管委会或其他政府部门作为委托方与西安高科签署代建协议，根据协议约定，建设资金由委托方支付，西安高科通过建设项目从中获得一定比例的收益。西安高科代建的项目主要仍主要为该区域内的基础设施、中小学校、城中村拆迁改造及安置小区建设项目等。西安高科将代建管理费收益部分确认为收入，受当期协

议确认量较多的影响，2019年西安高科确认的代建收入2.17亿元，同比大幅增长843.48%。

截至2020年3月末，西安高科代建模式下的在建项目主要系西安高新区20所新建学校项目，总投资80.00亿元，已投资18.25亿元；西安高科拟建代建项目主要为西安高新区学校维修提升项目和西安高新区第二小学扩建项目，总投资5.90亿元。总体来看，西安高科在建项目投资规模仍较大，未来或面临一定资本支出压力。

表 14：截至 2020 年 3 月末西安高科主要代建项目情况（亿元）

在建			
项目名称	建设周期	总投资	已投资
西安高新区 20 所新建学校项目	2019.09-2020.07	80.00	18.25
<b>小计</b>	--	<b>80.00</b>	<b>18.25</b>
拟建			
项目名称	建设周期	总投资	是否签署协议
西安高新区学校维修提升项目	2020.03-2020.08	4.70	是
西安高新区第二小学扩建项目	2020.04-2020.08	1.20	否
<b>小计</b>	--	<b>5.90</b>	--
<b>合计</b>	--	<b>85.90</b>	--

注：部分项目已确定为代建项目，但因前期手续等问题尚未签订代建协议。

资料来源：西安高科提供

自营模式下，西安高科主要通过自筹资金进行市政配套项目建设，项目建成完工后，计划通过收取租金的形式平衡前期投资，其中招商运营单位承担部分租金，高新区管委会进行兜底承担另一部分租金。2019年西安高科实现租赁收入7.35亿元，同比增长38.16%。

截至2020年3月末，西安高科在建的项目主要为高新国际会议中心二期、兴隆鑫苑（东西）、创汇社区B等项目，总投资163.19亿元，已投资金额为47.39亿元，未来仍面临很大的投资支出压力。

表 15：截至 2020 年 3 月末西安高科主要在建的自建项目（亿元）

在建项目名称	总投资	已投资额	建设周期
高新国际会议中心二期	90.00	11.34	2019.5~2024.12
兴隆鑫苑(东西)	21.50	12.42	2017.05~2021.8
创汇社区 B	16.90	2.49	2016.10~2021.12
节能环保产业示范基地	14.00	11.80	2017.9~2020.5
三星环新 110kV 专用变电站	3.94	0.57	2018.12~2020.12
三星二期 110kV 专用变电站	2.80	2.55	2018.12~2020.4
奕斯伟 110KV 专用变电站	1.50	0.90	2018.12~2020.6
软件新城小学	4.3	3.8	2019.3-2020.8
老旧小区改造项目	5.9	1.5	2020.3-2020.6
鱼化能源中心	2.35	0.02	2019.10-2022.11
<b>合计</b>	<b>163.19</b>	<b>47.39</b>	--

资料来源：西安高科提供

### 跟踪期内，房地产开发业务区域仍较为集中，易受宏观调控政策影响；且在建项目资金需求量仍较大，未来或存在较大的资本支出压力

近年来，西安高科房地产业务主要以商品住宅开发为主，以自住性住房需求为主要目标市场，兼以写字楼、商业地产等类型项目。西安高科房地产开发业务由上市公司天地源和西安的其他多家非上市房地产企业负责，目前，主要集中在西安市，并在上海、苏州、天津、广东、深圳等地开展了战略性布局。

房地产销售方面，受益于西安房价的快速增长，2019年西安高科签约销售金额同比增长33.57%。房地产开发运营方面，西安高科房地产业务开发节奏随着西安房地产市场行情走高而有所加速，2019年西安高科新开工面积同比增长17.87%；同期，竣工面积仍维持高位。待结算资源方面，2019年西安高科进一步加快推盘节奏，西安高科已售未结转面积持续增加，或为西安高科未来的房地产收入奠定一定基础。

**表 16：近年来西安高科房地产业务运营情况（万平方米、亿元、元/平方米）**

指标	2017	2018	2019	2020.03
新开工面积	128.20	148.60	175.16	63.58
在建面积	482.70	476.50	551.62	566.35
竣工面积	103.40	102.50	107.50	-
签约金额	88.47	96.75	129.23	15.70
签约面积	90.82	76.59	102.67	12.38
结算金额	82.11	89.53	95.35	13.92
结算面积	88.46	83.53	75.03	11.19
已售未结转金额	24.02	34.28	46.17	42.40
已售未结转面积	24.22	33.38	40.65	37.00
销售均价	9,741.10	12,632.20	12,083.36	12,097.79

注：新开工面积、竣工面积及在建面积为建筑面积；在建面积包含新开工面积。

资料来源：西安高科提供

项目获取方面，2019年西安高科加大拿地力度，当年新增项目13个，新增土地储备占地面积66.59万平方米，平均拿地均价持续上升。截至2020年3月末，西安高科拥有储备土地共计143.31万平方米，其中位于西安市的土地储备面积为129.85万

平方米，出让金总额为107.86亿元，已缴纳出让金94.12亿元。整体来看，西安高科土地储备资源仍较为充足，但面临一定区域集中度较高的风险。

**表 17：近年来西安高科土地储备情况**

	2017	2018	2019
新增项目数（个）	2	10	13
新增土地储备占地面积（万平方米）	23.76	89.82	66.59
新增土地规划建筑面积（万平方米）	39.05	177.87	120.61
新增土地储备价款（亿元）	12.98	71.10	74.29
新增土地平均楼面价（元/平方米）	3,323.94	3,997.30	6,159.52
拿地均价（万元/平方米）	0.53	0.79	0.80

资料来源：西安高科提供

截至2020年3月末，西安高科在建房地产项目主要集中于西安区域，部分位于苏州和重庆。项目投资金额规模前十大的在建房地产项目总建筑面积合计548.80万平方米，总投资合计371.57亿元，截至2020年3月末，已投资208.14亿元，仍面临较大的资本支出压力。

### 跟踪期内，西安高科制造业板块稳步发展，收入呈持续上升趋势，对营业收入形成有效补充

西安高科制造业业务主要包括建材、幕墙与门窗、混凝土和医药等板块，分别由高科建材、高科幕墙、高科新达和金方药业运营。近年来，西安高科制造业板块各业务收入均呈上升趋势，带动制造业板块收入逐年增加，2019年西安高科制造业板块收入同比增长20.29%。

**表 18：制造业板块主要运营业绩西安高科情况（亿元）**

营业收入	2017	2018	2019	2020.1~3
高科建材	9.41	11.92	13.46	2.57
高科幕墙	11.99	17.82	20.06	6.98
高科新达	7.77	9.78	10.16	18.25
金方药业	0.40	0.46	0.57	0.02
净利润	2017	2018	2019	2020.1~3
高科建材	0.15	0.28	0.36	0.003
高科幕墙	0.49	0.71	0.84	0.36
高科新达	0.01	0.15	0.22	0.03
金方药业	-0.03	-0.02	0.12	-0.001

注：上述西安高科营业收入为合并口径营业收入；因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：西安高科提供

高科建材主要生产型材、铝型材、市政管道、

建筑管道、楼宇智能元器件和环保废液处理等产品，主要用于房地产相关领域。截至 2020 年 3 月末，西安高科塑钢型材、管材管件、配电箱柜和环保产品年产能分别为 10.00 万吨、5.00 万吨、1.50 万台和 3.00 万吨。

高科幕墙主要生产建筑幕墙和集成门窗，其经营模式为订单式生产，截至 2019 年末，高科幕墙的铝合金门窗、塑钢门窗和幕墙年产能规模分别为 280 万平方米、180 万平方米和 100 万平方米。此外，西安高科年产 130 万平方米新型节能环保幕墙门窗项目（重庆）已建成投产，该项目建筑面积 2.63 万平方米，总投资 1.50 亿元，进一步提升了西安高科幕墙门窗的生产能力和区域布局。

高科新达拥有陕西省建设厅颁发的商砼生产企业二级资质，目前有三个生产基地，主要位于西安市内，拥有 7 条自动化生产线、运输车 131 辆（其中：在用 117 辆，拟报废处理 14 辆）、各种泵送设备 29 台，年产混凝土超过 180 万方，可提供给用户不同工程、不同等级的商砼需求。

西安高科医药板块主要由金方药业负责，主要产品包括有双唑泰泡腾片、止血宝胶囊、益精口服液、消栓通络胶囊、射干抗病毒注射液和甲硝唑泡腾片，2019 年金方药业实现扭亏为盈。金方药业片剂年生产能力 0.36 亿片、颗粒剂年生产能力 300 万袋、针剂生产线 15 万支/天，还有胶囊剂、口服液等剂型生产线；年总产值可达 6,000 万元人民币。

### 2019 年西安高科区域服务业结构多元化，收入呈上升趋势，但整体盈利能力仍较弱

西安高科区域服务业经营主体为高科物流、热力西安高科、新纪元俱乐部、高科度假大酒店和高科园林，涵盖贸易、供热、餐饮酒店、园林景观工程等业务板块。2019 年西安高科区域服务业收入呈上升趋势，但整体盈利水平仍较弱。

表 19：区域服务业板块主要运营公司业绩情况（亿元）

营业收入	2017	2018	2019	2020.1~3
高科物流	13.28	8.84	13.33	5.84
热力公司	4.18	4.85	5.82	2.57
新纪元俱乐部	0.78	0.83	0.81	0.06
高科度假大酒	0.25	0.26	0.24	-0.06
高科园林	1.46	3.18	2.52	2.66
净利润	2017	2018	2019	2020.1~3
高科物流	0.05	-0.15	-0.15	-0.04
热力公司	0.09	0.10	0.09	-0.05
新纪元俱乐部	-0.01	-0.03	-0.03	-0.04
高科度假大酒	-0.05	-0.41	0.02	-0.05
高科园林	0.03	0.00	0.08	0.01

注：上述收入未经合并抵消。

资料来源：西安高科提供

西安高科贸易业务由高科物流负责，是西安高科区域服务业务的主要收入来源。2019 年高科物流营业收入同比增长 50.79%，主要系 2018 年因部分产品受政策影响无法对内销售，当年收入下降所致。

西安高科热力供应板块主要由热力公司负责。截至 2020 年 3 月末，热力公司已建成西户路热源厂、融鑫路热源厂、三星热源厂、紫薇田园都市热源厂四个热力中心，总供热面积达 3,013 万平方米，热水管网 114.4 公里，总供热能力 1,698MW+370 吨/小时，供热用户 329 家，保持持续增长态势。

西安高科俱乐部及酒店业务由新纪元俱乐部以及高科度假大酒店负责。但目前新纪元俱乐部和高科度假大酒店实收入规模尚小，且呈持续亏损状态。

西安高科园林景观业务主要由高科园林负责。2019 年受益于保洁养护业务服务区域的扩大，高科园林收入大幅提升，但盈利能力仍较弱。

## 财务分析

以下分析基于西安高科提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年财务报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2018~2019 年财务报告以及西安高科提供的未经审计的 2020 年一季度财务

报表。2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

### 2019 年西安高科营业收入规模持续上升，整体盈利能力有所增强，自身回款能力仍相对较好

2019 年西安高科主要业务板块收入均呈增长态势，带动西安高科营业总收入快速增长。毛利率方面，同期西安高科房地产业务和区域服务业毛利率稳步上升，带动西安高科营业毛利率有所提升。

表 20：近年来西安高科主要板块毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
房地产业	81.35	95.76	100.97	14.48
制造业	29.58	39.98	48.09	9.97
区域服务业	21.45	23.82	26.45	10.40
园区配套业	--	--	31.70	2.07
其他业务	2.64	3.28	3.17	1.40
<b>营业总收入</b>	<b>135.02</b>	<b>162.84</b>	<b>210.38</b>	<b>38.32</b>
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
房地产业	20.68	22.82	24.80	24.03
制造业	12.75	8.00	9.67	13.56
区域服务业	5.64	8.73	9.27	1.84
园区配套业	--	--	12.36	57.31
其他业务	85.02	79.57	84.02	1.50
<b>营业毛利率</b>	<b>17.81</b>	<b>18.26</b>	<b>18.48</b>	<b>16.26</b>

资料来源：西安高科提供

随着业务规模的拓展以及债务规模的扩大，2019 年西安高科三费均保持增长态势，导致期间费用规模持续增长，且较营业收入增长快，西安高科期间费用占营业收入的比重亦不断提高。

受益于经营规模的扩大以及毛利率的上升，2019 年西安高科经营性业务利润仍保持增长态势。受存货跌价及坏账损失的影响，2019 年西安高科资产减值损失同比增长 13.99%，对利润总额形成一定侵蚀。2019 年西安高科处置其持有的三星环新（西安）动力电池有限公司股权取得较大规模的投资收益，对利润总额形成一定补充。

表 21：近年来西安高科盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	4.58	4.59	5.54	0.93
管理费用	4.49	5.69	6.67	1.36
财务费用	3.20	4.96	7.71	2.47
期间费用合计	12.27	15.24	19.91	4.77
期间费用率	9.09	9.36	9.47	12.44
经营性业务利润	7.68	11.34	14.79	0.65

资产减值损失	0.56	1.93	2.20	0.03
投资收益	-0.14	0.06	2.35	0.00
营业外损益	-0.16	-6.83	0.21	-0.01
利润总额	6.28	2.63	15.10	0.61

资料来源：西安高科财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年西安高科资产及资本实力不断夯实，但西安高科债务规模较大，杠杆率仍较高

2019 年随着房地产开发项目的增加以及部分股权的划入，西安高科资产总额整体保持快速增长态势。

随着房地产开发项目的增加以及部分股权的划入，2019 年西安高科资产总额相应提升。西安高科资产结构仍以货币资金、预付款项、存货和其他应收款等流动资产为主，流动资产占总资产的比重仍保持在 80.00% 以上。具体来看，西安高科货币资金随房地产业务拿地及回款节奏有所增长；截至 2019 年末，西安高科受限货币资金为 4.98 亿元。西安高科预付款项主要包含预付土地拆迁款、预付土地出让金、预付工程开发款及因安置房建设产生的其他项目合作款等，受项目的完工结算的影响，2019 年仍保持下降态势。西安高科存货主要由库存商品和房地产项目开发成本构成，其中库存商品主要为待售房源及制造业产品，2019 年随房地产业务规模扩大，同比增长 31.58%。2019 年西安高科其他应收款大幅增长主要系部分项目预付款增加以及合并公租房公司所致，较大规模的其他应收款或将使西安高科产生一定资金压力。

表 22：近年来西安高科主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	177.49	153.75	224.78	213.31
预付账款	45.68	30.37	28.08	32.17
其他应收款	33.37	46.00	107.81	117.94
存货	350.45	430.99	567.11	592.81
总资产	<b>753.04</b>	<b>846.30</b>	<b>1,187.28</b>	<b>1,223.10</b>

资料来源：西安高科财务报表，中诚信国际整理

2019 年随着西安高科业务规模扩大及项目投资增加，总负债规模亦有所上升。具体来看，西安高科总负债主要由应付账款、预收账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债

券构成。其中，预收款项主要为预收房屋销售款及保证金、预收货款等，2019年同比增长34.80%；应付账款主要系应付工程建设款项，2019年同比增长24.83%；其他应付款主要由主要为单位往来款、代扣代收款项、集中供热建设费、保证金、城改专项资金等，2019年同比增长30.62%；随着房地产业务发展及在建工程融资配套增加，2019年西安高科债务规模同比增长39.94%。从债务结构来看，西安高科债务仍以长期债务为主，整体债务结构较为合理。但西安高科资产负债率和总资本化比率仍处于高位，整体债务负担较重。随着西安高科房地产开发业务规模的逐步扩张及代建项目的投入，项目开发支出相应增加，或将进一步推升西安高科债务规模。

**表 23：近年来西安高科主要负债情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
应付账款	72.18	76.33	95.28	85.04
预收账款	67.36	73.34	98.86	105.58
其他应付款	69.38	99.80	130.36	129.20
一年内到期的非流动负债	97.66	110.33	119.03	106.19
长期借款	245.76	237.39	320.31	367.01
应付债券	50.72	59.31	92.25	92.29
<b>总负债</b>	<b>673.80</b>	<b>767.42</b>	<b>1,064.19</b>	<b>1,099.43</b>
短期债务	120.15	139.33	176.97	167.49
长期债务	318.90	349.76	507.45	568.88
<b>总债务</b>	<b>439.05</b>	<b>489.09</b>	<b>684.41</b>	<b>736.36</b>
长期债务/总债务	72.63	71.51	74.14	77.26
资产负债率	89.48	90.68	89.63	89.89

资料来源：西安高科财务报表，中诚信国际整理

受益于股东的支持，西安高科所有者权益规模不断扩大，资本实力得到增强。2019年，西安高新区管委会将持有西安高新区公共租赁住房发展有限责任公司（以下简称“公租房公司”）57.82%股权以及其他下属公司的股权无偿划转至西安高科，并公租房公司将已建成使用的蓝博公寓A区等6个项目政府拨付的专项资金转增资本公积，西安高科资本公积增加24.24亿元。此外，西安高科其他权益工具为类永续债，主要系渤海国际信托股份有限公司于2019年向西安高科提供5.00亿元的可续期信托贷款，用于非房地产板块补充营运资金。2020年

3月末，西安高科实收资本增加5.00亿元主要系股东以未分配利润0.20亿元、盈余公积0.16亿元和资本公积4.64亿元转增实收资本所致。

**表 24：近年来西安高科主要权益情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
实收资本	15.00	15.00	15.00	20.00
资本公积	12.79	14.19	38.37	33.74
其他权益工具	--	--	5.00	5.00
未分配利润	34.64	31.87	39.81	39.76
少数股东权益	16.47	18.31	25.12	25.51
<b>所有者权益</b>	<b>79.24</b>	<b>78.88</b>	<b>123.09</b>	<b>123.66</b>

资料来源：西安高科财务报表，中诚信国际整理

**2019年，西安高科经营活动与投资活动现金流仍呈现净流出状态，较为依赖于筹资活动；西安高科整体偿债能力仍较弱，但货币资金对短期债务的覆盖能力较强**

现金流方面，虽然西安高科房地产销售回款较好，但西安高科加快了拿地节奏，土储支出大量增加，2019年西安高科经营活动现金流呈现净流出状态。随着在建项目投资的增加，2019年西安高科投资活动现金流呈现净流出状态，且缺口有所扩大。因此，为满足项目建设及债务偿还的需要，2019年西安高科仍保持较大规模的对外融资，新增借款规模不断扩大，筹资活动净现金流持续为正。

偿债能力方面，2019年受EBITDA大幅增长的影响，EBITDA对债务本息的覆盖能力得到改善，且能够基本覆盖西安高科利息支出。2019年西安高科经营活动现金流仍呈现净流出状态，经营活动净现金流无法覆盖西安高科债务本息。同期，随着货币资金的有所增长，在手货币资金对短期债务的覆盖能力较强。此外，西安高科受限货币资金规模不大，对短期债务的覆盖能力影响较小。

**表 25：近年来西安高科现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	11.94	-24.22	-13.69	-32.94
投资活动净现金流	-15.16	-29.98	-28.11	-7.07
筹资活动净现金流	50.69	30.12	109.61	24.31
<b>经营活动净现金流/总债务</b>	<b>0.03</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.02</b>	<b>-0.18*</b>
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.02	-0.11	-0.08	-0.06
<b>总债务/EBITDA</b>	<b>29.70</b>	<b>37.31</b>	<b>20.16</b>	<b>--</b>

EBITDA 利息覆盖倍数	0.63	0.59	1.03	--
货币资金/短期债务	1.48	1.10	1.27	--

注：带“\*”号表示已经年化处理

资料来源：西安高科财务报表，中诚信国际整理

### 较为充足的外部授信能够对公司整体偿债能力提供一定支持，公司仍保持顺畅的融资渠道

到期债务分布方面，截至 2020 年 3 月末，西安高科总债务为 736.36 亿元，其中 2020 年 4~12 月、2021 年和 2022 年分别到期 75.37 亿元、184.38 亿元和 141.85 亿元，短期偿债压力较大。

**表 26：西安高科债务到期分布情况（亿元）**

到期时间	2020.4~12	2021	2022	2023 年及以后
到期金额	75.37	184.38	141.85	334.76

资料来源：西安高科提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，西安高科受限资产规模为 184.90 亿元，占总资产的比例重为 15.12%，主要系进行抵押融资的存货、股权和在建工程。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，西安高科对外担保规模为 0.60 亿元，占西安高科净资产的比例为 0.49%，担保对象为陕西国琳道路材料有限公司和西安中沥电子商务有限公司，对外担保金额较小。

银行授信方面，西安高科与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2020 年 3 月末，西安高科获得银行授信额度共计 662.02 亿元，尚未使用额度 199.06 亿元。同时，西安高科下属公司天地源系上市公司，可有效利用资本市场获得资金支持，在一定程度上满足西安高科资本支出的需求。

**过往债务履约情况：**根据西安高科提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 04 月 20 日，西安高科不存在逾期而未偿还的债务，未结清信息中不存在不良和关注信息，已结清信息中有 4 笔欠息及 6 笔不良关注类贷款记录，最近一次结清时间均在 2017 年以前。

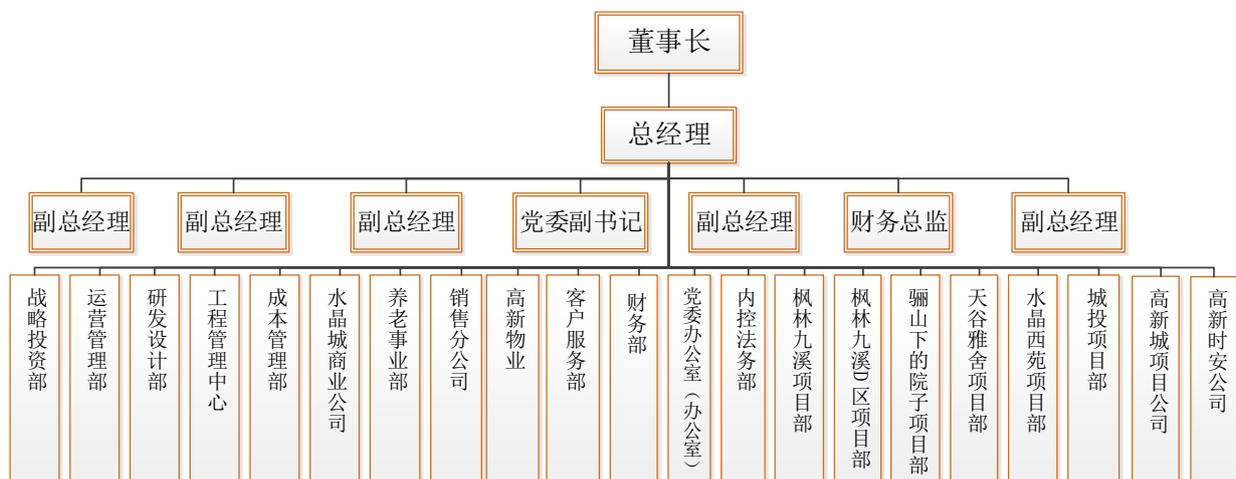
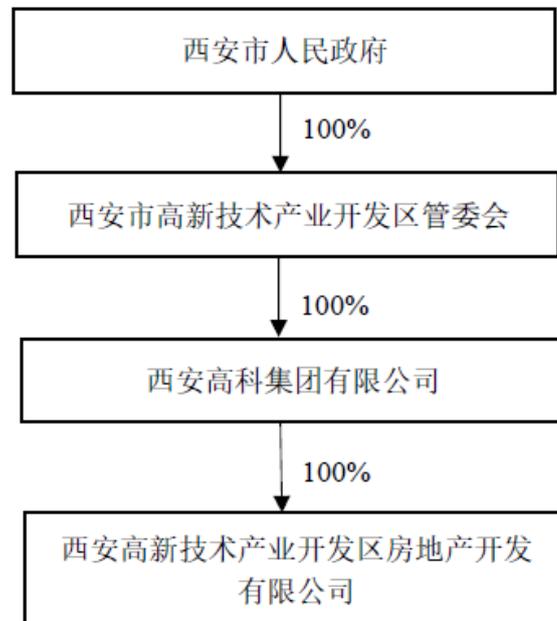
综合来看，中诚信国际维持西安高科主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定，其提供的无条件且

不可撤销连带责任保证担保对“18 西地 01”、“18 西地 02”还本付息起到有力保障作用。

## 评级结论

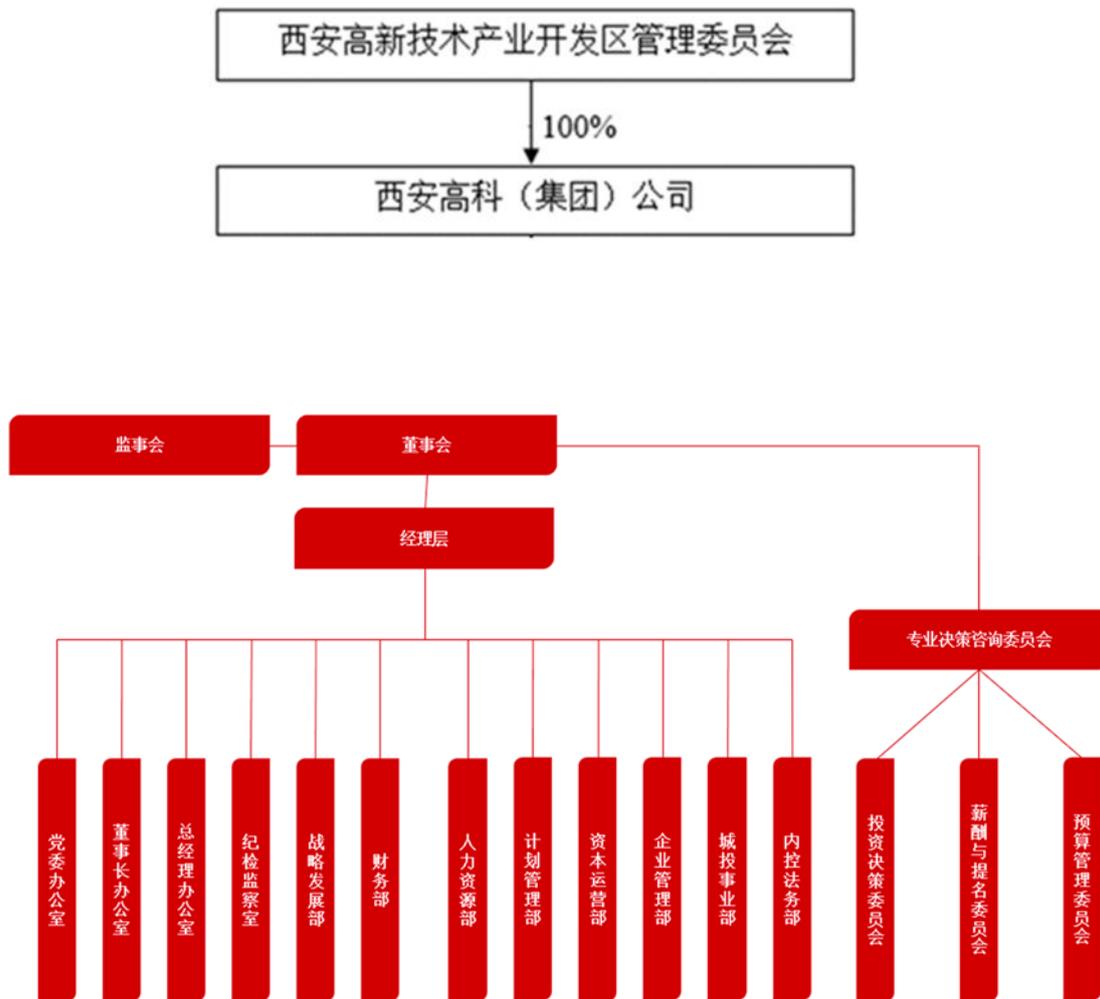
综上所述，中诚信国际维持西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“18 西地 01”、“18 西地 02”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 附一：西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司股权结构图及组织结构图 (截至 2020 年 3 月末)



资料来源：公司提供

## 附二：西安高科集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：西安高科提供

### 附三：西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	419,435.62	453,880.28	646,823.71	505,538.24
其他应收款	308,156.91	259,505.91	299,469.40	320,821.31
存货净额	1,897,387.17	2,072,300.74	3,016,274.76	3,026,185.73
长期投资	12,137.10	29,176.77	39,673.96	39,494.04
固定资产	17,210.01	16,685.37	16,834.51	16,686.33
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	363.87	376.58	664.01	628.06
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	2,983,104.68	3,124,232.51	4,284,052.80	4,197,280.14
预收款项	539,695.99	567,817.25	759,939.70	801,289.40
其他应付款	190,183.62	196,574.68	411,625.34	310,361.57
短期债务	454,392.66	476,721.04	696,957.73	615,967.23
长期债务	939,738.48	976,914.12	1,443,726.09	1,609,929.26
总债务	1,394,131.15	1,453,635.16	2,140,683.82	2,225,896.50
净债务	974,695.52	999,754.88	1,493,860.11	1,720,358.25
总负债	2,574,025.03	2,668,857.98	3,750,997.60	3,657,182.88
费用化利息支出	1,846.36	8,138.04	15,157.28	-
资本化利息支出	80,519.72	93,283.36	124,888.04	-
所有者权益合计（含非控股股东权益）	409,079.65	455,374.53	533,055.20	540,097.26
营业总收入	512,963.37	687,043.23	765,327.14	80,079.44
经营性业务利润	49,154.91	85,241.79	110,742.98	6,209.34
投资收益	85.68	-60.64	-1,215.74	4.54
净利润	32,752.63	49,973.40	58,398.63	4,443.96
EBIT	46,245.74	80,813.02	109,692.73	-
EBITDA	47,451.85	81,959.18	110,874.98	-
销售商品、提供劳务收到的现金	677,360.28	749,884.73	918,338.97	127,797.21
经营活动产生现金净流量	17,199.38	102,441.88	-336,059.01	-221,234.34
投资活动产生现金净流量	-1,062.65	-18,173.00	-94,876.53	-2,098.24
筹资活动产生现金净流量	78,507.81	-50,557.71	620,226.51	80,226.45
财务指标	2017	2018	2019	2020.Q1
营业毛利率（%）	21.07	21.44	24.65	20.37
期间费用率（%）	6.67	6.39	6.77	9.10
EBITDA 利润率（%）	9.25	11.93	14.49	-
净利润率（%）	6.38	7.27	7.63	5.55
净资产收益率（%）	8.28	11.56	11.82	-
存货周转率(X)	0.22	0.27	0.23	-
资产负债率（%）	86.29	85.42	87.56	87.13
总资本化比率（%）	77.31	76.15	80.06	80.47
净负债率（%）	238.27	219.55	280.24	318.53
短期债务/总债务（%）	32.59	32.80	32.56	27.67
经营活动净现金流/总债务（X）	0.01	0.07	-0.16	-0.40*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.04	0.21	-0.48	-1.44*
经营活动净现金流/利息支出（X）	0.21	1.01	-2.40	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	2.06	1.94	2.33	4.35*
总债务/EBITDA（X）	29.38	17.74	19.31	-
EBITDA/短期债务（X）	0.10	0.17	0.16	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.58	0.81	0.79	-
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	1.54	1.72	1.68	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、中诚信国际分析时将其他应付款中的有息部分纳入总债务核算；3、带\*指标已经年化处理。

## 附四：西安高科集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	1,774,903.64	1,537,535.24	2,247,769.40	2,133,136.40
应收账款	290,356.12	328,172.72	515,944.73	539,906.16
其他应收款	333,621.40	460,048.01	1,078,139.45	1,179,378.19
存货	3,504,487.06	4,309,904.15	5,671,057.56	5,928,052.02
长期投资	54,956.72	61,608.79	81,945.18	81,729.12
在建工程	232,098.02	388,476.96	470,765.11	421,033.13
无形资产	28,940.36	114,163.50	118,785.99	117,464.00
总资产	7,530,403.55	8,463,028.98	11,872,777.33	12,230,964.42
其他应付款	693,790.96	998,023.02	1,349,829.15	1,322,949.87
短期债务	1,201,486.53	1,393,259.51	1,769,670.27	1,674,852.85
长期债务	3,188,984.74	3,497,649.08	5,074,461.22	5,688,767.93
总债务	4,390,471.27	4,890,908.59	6,844,131.49	7,363,620.78
总负债	6,738,044.82	7,674,227.52	10,641,903.42	10,994,323.66
费用化利息支出	43,102.34	56,475.14	94,695.23	-
资本化利息支出	192,534.14	165,824.68	234,557.48	-
实收资本	150,000.00	150,000.00	150,000.00	200,000.00
少数股东权益	164,652.51	183,060.76	251,228.77	255,120.13
所有者权益合计	792,358.74	788,801.45	1,230,873.90	1,236,640.76
营业总收入	1,350,211.82	1,628,373.60	2,103,786.71	383,215.29
经营性业务利润	76,787.06	113,440.99	147,878.55	6,471.20
投资收益	-1,356.60	582.96	23,530.55	4.54
净利润	41,935.57	-3,554.65	101,633.01	859.92
EBIT	105,951.17	82,734.68	245,683.36	-
EBITDA	147,827.23	131,094.30	339,485.27	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,468,712.66	1,672,082.27	2,368,338.94	439,671.50
收到其他与经营活动有关的现金	788,388.08	390,100.76	546,608.41	338,936.10
购买商品、接受劳务支付的现金	1,196,095.47	1,520,312.60	2,288,870.87	690,644.57
支付其他与经营活动有关的现金	707,882.87	495,755.09	440,787.94	289,791.15
吸收投资收到的现金	17,300.00	11,273.87	78,169.00	2,891.00
资本支出	161,165.78	272,830.38	240,301.78	70,284.85
经营活动产生现金净流量	119,394.76	-242,166.35	-136,880.55	-329,437.14
投资活动产生现金净流量	-151,649.39	-299,829.62	-281,116.35	-70,737.64
筹资活动产生现金净流量	506,858.79	301,155.76	1,096,119.78	243,096.59
财务指标	2017	2018	2019	2020.Q1
营业毛利率(%)	17.81	18.26	18.48	16.26
期间费用率(%)	9.09	9.36	9.47	12.44
应收类款项/总资产(%)	8.29	9.31	13.46	14.09
收现比(%)	1.09	1.03	1.13	1.15
总资产收益率(%)	1.53	1.03	2.42	-
资产负债率(%)	89.48	90.68	89.63	89.89
总资本化比率(%)	84.71	86.11	84.76	85.62
短期债务/总债务(%)	27.37	28.49	25.86	22.74
FFO/总债务(X)	0.03	0.02	0.04	-
FFO 利息倍数(X)	0.59	0.49	0.86	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.51	-1.09	-0.42	-
总债务/EBITDA(X)	29.70	37.31	20.16	-
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.09	0.19	-
货币资金/短期债务(X)	1.48	1.10	1.27	1.27
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.63	0.59	1.03	-

注：1、中诚信国际根据2017~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用。

## 附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	净利率	=净利润/营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附六：西安高科集团有限公司基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附七：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。