

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0278 号

陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20 空港债/20 空港债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“20 空港债/20 空港债”的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月二十日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月20日至2024年6月19日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2023年6月20日

# 陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司 主体及“20 空港债/20 空港债”2023 年度跟踪评级报告

| 主体信用跟踪评级结果 | 跟踪评级日期    | 上次评级结果 | 评级组长 | 小组成员 |
|------------|-----------|--------|------|------|
| AA/稳定      | 2023/6/20 | AA/稳定  | 张绮微  | 陈昌政  |

| 债项信用                                                                                                                 |        |        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|
| 债项简称                                                                                                                 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
| 20 空港债/20 空港债                                                                                                        | AAA    | AAA    |
| 注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。                                                                                  |        |        |
| 主体概况                                                                                                                 |        |        |
| 陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司作为空港新城重要的基础设施建设主体,继续从事空港新城基础设施及保障房建设、房屋销售、商品销售等业务。公司控股股东为陕西西咸新区发展集团有限公司,实际控制人为陕西省西咸新区开发建设管理委员会。 |        |        |

| 评级模型                                           |             |           |     |      |
|------------------------------------------------|-------------|-----------|-----|------|
| 一级指标                                           |             | 二级指标      | 权重  | 得分   |
| 经营规模                                           |             | 所有者权益     | 35% | 21.0 |
| 业务运营                                           |             | 业务稳定性与持续性 | 10% | 10.0 |
| 盈利与获现能力                                        | 净利润         |           | 15% | 6.8  |
|                                                | 净资产收益率      |           | 5%  | 1.5  |
|                                                | 现金收入比       |           | 5%  | 3.0  |
| 债务负担和保障程度                                      | 全部债务资本化比率   |           | 15% | 4.5  |
|                                                | 货币资金短债比     |           | 5%  | 1.5  |
|                                                | EBITDA 利息倍数 |           | 5%  | 0.8  |
|                                                | 全部债务/EBITDA |           | 5%  | 0.8  |
| 基础评分输出结果                                       |             |           | a   |      |
| 调整因素                                           |             |           | 无   |      |
| 个体信用状况 (BCA)                                   |             |           | a   |      |
| 外部支持评价                                         | 外部支持能力      |           | G1  |      |
|                                                | 外部支持意愿      |           | S2  |      |
| 评级模型结果                                         |             |           | AA  |      |
| 外部支持调整子级                                       |             |           | 3   |      |
| 注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度            |             |           |     |      |
| 注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度             |             |           |     |      |
| 注 3：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异 |             |           |     |      |

## 评级观点

东方金诚认为，陕西省、西咸新区及空港新城经济实力不断增强；公司主营业务仍具有较强的区域专营性，得到了股东及相关各方的持续支持；西咸集团为“20 空港债/20 空港债”提供的担保增信作用依然很强。同时，东方金诚关注到，公司面临较大资本支出压力；资产流动性较差；债务率水平仍较高；存在一定的代偿风险；资金来源对筹资活动产生的现金流入依赖很大。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“20 空港债/20 空港债”到期不能偿还的风险极低。

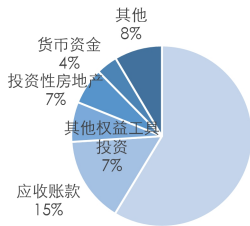
## 同业比较

| 项目           | 陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司 | 陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司 | 陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司 | 陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司 |
|--------------|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| 地区           | 陕西省                   | 陕西省                     | 陕西省                     | 陕西省                     |
| GDP 总量（亿元）   | 32772.68              | 32772.68                | 32772.68                | 32772.68                |
| 人均 GDP（元）    | 82843*                | 82843*                  | 82843*                  | 82843*                  |
| 一般公共预算收入（亿元） | 3311.58               | 3311.58                 | 3311.58                 | 3311.58                 |
| 政府性基金收入（亿元）  | 1962.60               | 1962.60                 | 1962.60                 | 1962.60                 |
| 地方政府债务余额（亿元） | 9782.16               | 9782.16                 | 9782.16                 | 9782.16                 |
| 资产总额（亿元）     | 606.68                | 439.95                  | 368.58                  | 549.79                  |
| 所有者权益（亿元）    | 169.92                | 120.11                  | 111.06                  | 150.27                  |
| 营业收入（亿元）     | 51.29                 | 30.36                   | 22.53                   | 31.46                   |
| 净利润（亿元）      | 1.31                  | 1.03                    | 1.11                    | 1.33                    |
| 资产负债率（%）     | 71.99                 | 72.70                   | 69.87                   | 72.67                   |

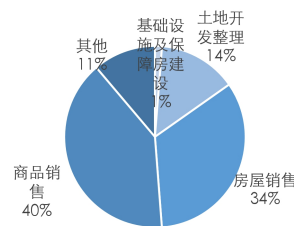
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年，带“\*”人均 GDP 根据“GDP/常住人口”近似估算，下同  
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

## 主要指标及依据

公司资产构成 (2022年)



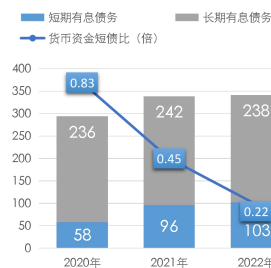
公司营业收入构成 (2022年)



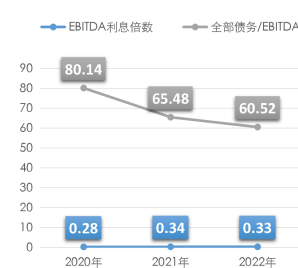
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

|           | 2020年  | 2021年  | 2022年  |
|-----------|--------|--------|--------|
| 资产总额      | 438.40 | 499.89 | 606.68 |
| 所有者权益     | 104.46 | 107.40 | 169.92 |
| 营业收入      | 44.82  | 49.40  | 51.29  |
| 净利润       | 1.16   | 1.23   | 1.31   |
| 全部债务      | 293.69 | 338.25 | 341.18 |
| 资产负债率     | 76.17  | 78.52  | 71.99  |
| 全部债务资本化比率 | 73.76  | 75.90  | 66.75  |

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

|            | 2020年    | 2021年    | 2022年    |
|------------|----------|----------|----------|
| 地区         | 陕西省      |          |          |
| GDP 总量     | 26181.86 | 29800.98 | 32772.68 |
| 人均 GDP (元) | 66292*   | 75369*   | 82843*   |
| 一般公共预算收入   | 2257.31  | 2775.42  | 3311.58  |
| 政府性基金收入    | 2104.36  | 2385.35  | 1962.60  |
| 财政自给率      | 38.06    | 45.73    | 48.94    |
| 政府负债率      | 28.40    | 29.15    | 29.85    |

## 优势

- 2022年以来, 陕西省、西咸新区及空港新城地区经济均持续发展, 经济实力不断增强;
- 公司作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体, 业务仍具有较强的区域专营性;
- 公司在资产注入、财政补贴等方面得到股东及各方持续支持;
- 西咸集团综合财务实力极强, 为“20 空港债/20 空港债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

## 关注

- 公司在建及拟建基础设施及保障房项目后续投资规模很大, 面临较大的资本支出压力;
- 公司流动资产中存货占比很高, 变现能力依赖与空港管委会的结算进度和规模, 资产流动性较差;
- 公司全部债务规模继续扩大, 债务率水平仍较高, 面临较大的偿付压力; 对外担保规模较大, 且集中度较高, 存在一定的代偿风险;
- 公司经营性和投资性现金流持续净流出, 资金来源对筹资活动依赖很大, 易受外部融资环境等因素影响。

## 评级展望

预计陕西省、西咸新区及空港新城经济实力将不断增强, 公司主营业务将保持较强的区域专营性, 并持续得到股东及各方支持, 评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208) 》

## 历史评级信息

| 主体信用等级 | 债项信用等级             | 评级时间       | 项目组        | 评级方法及模型                                | 评级报告 |
|--------|--------------------|------------|------------|----------------------------------------|------|
| AA/稳定  | AA (23 空港 01)      | 2022/12/14 | 张绮薇<br>丛晓莉 | 《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907) 》 | -    |
| AA/稳定  | AA (16 空港债/PR 空港债) | 2015/12/24 | 杜艺中<br>李梦吟 | 《城市建设基础设施建设公司信用评级方法 (2015) 》           | 阅读原文 |

注: 以上为不完全列示。

## 本次跟踪相关债项情况

| 债项简称          | 上次评级日期    | 发行金额    | 存续期                 | 增信措施     | 增信方                   |
|---------------|-----------|---------|---------------------|----------|-----------------------|
| 20 空港债/20 空港债 | 2022/6/23 | 8.50 亿元 | 2020/3/27-2027/3/27 | 连带责任保证担保 | 陕西西咸新区发展集团有限公司/AAA/稳定 |

注：“20 空港债/20 空港债”均设置本金提前偿还条款。

## 跟踪评级说明

根据相关监管要求及陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司（以下简称“空港集团”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

公司是由陕西省西咸新区空港新城管理委员会（以下简称“空港管委会”）于2011年10月12日出资成立的有限责任公司，初始注册资本为人民币10.00亿元。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股东和实际控制人均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为人民币31.13亿元，陕西西咸新区发展集团有限公司（以下简称“西咸集团”）持股51.00%，空港管委会持股49.00%。西咸集团仍为公司控股股东，陕西省西咸新区开发建设管理委员会（以下简称“西咸新区管委会”）仍为公司的实际控制人。

跟踪期内，公司作为陕西省西咸新区空港新城（以下简称“空港新城”）重要的基础设施及保障房建设主体，继续从事空港新城范围内的基础设施及保障房建设、房屋销售、商品销售等业务。

截至2022年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共11家（详见图表1），较上年末新增2家，分别星皓房地产和临空产发，原分别为空港置业及空港民航控股的间接控股子公司，于2022年调整为直接控股子公司。

图表1 截至2022年末公司下属直接控股子公司情况（单位：万元、%）

| 子公司名称                         | 简称    | 注册资本      | 持股比例   |
|-------------------------------|-------|-----------|--------|
| 陕西省西咸新区空港新城安居置业有限公司           | 空港置业  | 76300.00  | 65.53  |
| 陕西省西咸新区空港新城物业管理有限责任公司         | 空港物业  | 2000.00   | 100.00 |
| 陕西省空港综合保税区投资有限公司              | 空港保税  | 50000.00  | 100.00 |
| 陕西省空港民航产业投资有限公司               | 空港民航  | 175000.00 | 100.00 |
| 陕西空港星航商旅服务有限公司 <sup>1</sup>   | 空港星航  | 50000.00  | 100.00 |
| 陕西空港市政配套管理有限公司                | 空港市政  | 50000.00  | 100.00 |
| 陕西空港新城创新投资有限公司                | 空港创投  | 205000.00 | 100.00 |
| 陕西空港新丝路商贸有限公司                 | 空港商贸  | 10000.00  | 100.00 |
| 西咸新区临空经济投资合伙企业（有限合伙）          | 临空经投  | 50000.00  | 99.60  |
| 陕西空港星皓房地产有限公司                 | 星皓房地产 | 100000.00 | 100.00 |
| 陕西空港新城临空产业发展有限公司 <sup>2</sup> | 临空产发  | 100000.00 | 100.00 |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

公司发行的“20 空港债/20 空港债”到期本金及利息已按期偿付。截至2022年末，“20 空港债/20 空港债”募集资金已使用完毕。西咸集团为“20 空港债/20 空港债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

<sup>1</sup> 原子公司陕西省西咸新区空港国际文化旅游产业投资有限公司于2021年11月更名为现名。

<sup>2</sup> 原子公司陕西长安现代产业发展有限公司于2022年11月更名为现名。

## 个体信用状况

### 行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

### 城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

### 业务运营

#### 经营概况

跟踪期内，得益于当期结算的保障房项目及可交付使用的项目规模较大，公司营业收入保持增长，但毛利润及毛利率水平有所下降

跟踪期内，公司继续从事空港新城内的基础设施及保障房建设、房屋销售、商品销售等业务。

2022年，得益于当期结算的保障房项目及可交付使用的项目规模较大，公司营业收入保持增长。基础设施及保障房建设受空港管委会结算进度及规模影响小幅下降；土地开发整理收入大幅下降系当期未进行项目投入且已完成全部结算所致；商品销售收入随着市场走势上行而增幅较大；其他业务收入仍主要为房屋租赁、物业服务、市政维护收入等，收入规模有所增长。

2022年，公司毛利润仍主要来自于土地开发整理、基础设施及保障房建设业务等，有所下降主要系对利润贡献较大的土地开发整理收入大幅下降所致。同期，公司毛利率水平亦随之下降。

图表2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

| 项目         | 2020 年 |        | 2021 年 |        | 2022 年 |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 营业收入合计     | 44.82  | 100.00 | 49.40  | 100.00 | 51.29  | 100.00 |
| 基础设施及保障房建设 | 1.18   | 2.63   | 1.20   | 2.43   | 0.64   | 1.24   |
| 土地开发整理     | 25.09  | 55.99  | 29.81  | 60.34  | 7.18   | 14.00  |
| 房屋销售       | 2.88   | 6.43   | -      | -      | 17.20  | 33.54  |
| 商品销售       | 11.94  | 26.64  | 14.98  | 30.32  | 20.53  | 40.02  |
| 其他         | 3.72   | 8.30   | 3.42   | 6.91   | 5.74   | 11.19  |
| 项目         | 毛利润    | 毛利率    | 毛利润    | 毛利率    | 毛利润    | 毛利率    |
| 合计         | 5.63   | 12.55  | 4.96   | 10.05  | 3.07   | 5.98   |
| 基础设施及保障房建设 | 0.99   | 83.94  | 1.00   | 83.16  | 0.55   | 85.77  |
| 土地开发整理     | 3.43   | 13.66  | 3.11   | 10.43  | 0.75   | 10.43  |
| 房屋销售       | 0.46   | 16.01  | -      | -      | 0.46   | 2.70   |
| 商品销售       | 0.10   | 0.84   | 0.09   | 0.63   | 0.22   | 1.05   |
| 其他         | 0.65   | 17.38  | 0.76   | 22.30  | 1.09   | 18.98  |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 基础设施及保障房建设

跟踪期内，公司继续负责空港新城范围内的基础设施及保障房建设业务，该业务仍具有较强的区域专营性

跟踪期内，公司作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体，继续从事空港新城范围内的基础设施及保障房业务，业务仍具有较强的区域专营性。跟踪期内，公司基础设施及保障房业务模式未发生变化，仍沿用委托代建等模式。

2022 年，公司基础设施及保障房建设业务就市政道路等项目确认收入 0.64 亿元，小幅下降；毛利率为 85.77%，小幅增长。

### 公司在建及拟建基础设施及保障房项目后续投资规模很大，面临较大的资本支出压力

截至 2022 年末，公司在建的基础设施项目主要为市政道路等，计划总投资合计 191.35 亿元，累计已完成投资合计 143.20 亿元，尚需投资合计 48.15 亿元；在建的保障房项目主要包括空港幸福里棚户区改造（三期）项目、空港阳光里棚户区改造等，计划总投资合计 31.03 亿元，累计已完成投资合计 30.41 亿元，尚需投资大于<sup>3</sup>0.62 亿元。同期末，公司拟建的基础设施及保障房项目全部为保障房项目，主要包括幸福里（七期）项目、空港幸福里（十期）项目、幸福里（八期）项目、空港沃家花园项目、阳光里（八期）项目、幸福里（九期）A 区项目、阳光里（九期）西区等，计划总投资合计 206.49 亿元，建设期间为 2023 年~2028 年。综合来看，公司在建及拟建基础设施及保障房项目后续投资规模很大，面临较大的资本支出压力。

<sup>3</sup> 实际投资规模大于计划总投资的项目暂未准确预估尚需投资额，故将尚需投资额按“0.00 亿元”计算。

图表3 截至2022年末公司主要在建基础设施及保障房项目情况（单位：年、万元）

| 项目名称              | 计划建设周期    | 计划总投资             | 已投资金额 <sup>4</sup> |
|-------------------|-----------|-------------------|--------------------|
| 市政道路              | -         | 1913500.00        | 1431961.64         |
| <b>基础设施项目合计</b>   | <b>-</b>  | <b>1913500.00</b> | <b>1431961.64</b>  |
| 空港幸福里棚户区改造（三期）项目* | 2014-2022 | 150000.00         | 154056.85          |
| 空港阳光里棚户区改造        | 2013-2022 | 54000.00          | 54837.24           |
| 空港幸福里棚户区改造        | 2013-2022 | 52000.00          | 44011.82           |
| 空港阳光里棚户区改造（二期）    | 2016-2022 | 40000.00          | 38328.47           |
| 空港阳光里棚户区改造（三期）    | 2016-2022 | 14300.00          | 12855.90           |
| <b>保障房项目合计</b>    | <b>-</b>  | <b>310300.00</b>  | <b>304090.28</b>   |

注：带“\*”为“16空港债/PR空港债”募投项目，已基本完工进入收尾阶段。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 土地开发整理

跟踪期内，受政府规划调整影响，公司未继续开展土地开发整理业务，未来将陆续收回空港管委会对此业务的相关回款

受空港管委会委托，公司主要负责空港新城的土地开发整理业务。跟踪期内，受政府规划调整影响，公司未继续开展此业务，未来将陆续收回空港管委会对此的相关回款。

2022年，公司负责开发整理的地块包括底张区域、北杜区域、太平区域和周陵区域地块等，确认的土地开发整理收入为7.18亿元。同期，该业务毛利率10.43%，较上年持平。截至2022年末，公司已累计投入98.64亿元用于底张、北杜、周陵、太平等区域的征迁整理开发工作，投入的土地开发整理成本已全部完成结算，但尚未收回全部回款，未来将陆续收回空港管委会对此业务的相关回款。

### 商品销售

跟踪期内，公司商品销售业务发展较快，收入保持增长，但毛利率仍处于较低水平

跟踪期内，公司商品销售业务发展较快，主要为大宗商品贸易及建筑材料销售，仍由直接控股子公司空港创投下属子公司陕西汇科创启供应链管理有限公司（以下简称“汇科创启”）和直接控股子公司空港商贸负责。

汇科创启销售的产品类别主要包括电解铜、铝锭、锌锭、煤炭等大宗商品。业务模式为以销定采。空港商贸销售的产品类别主要包括棕榈油、冷冻品、红酒、咖啡生豆等大宗商品及钢材、混凝土及二灰碎石等建筑材料。大宗商品贸易业务模式主要为先货后款。建筑材料销售业务模式主要为直达供货、先货后款。

2022年，公司实现商品销售收入20.53亿元，因市场走势上行而增幅较大；毛利率为1.05%，有所提升但仍处于较低水平。

### 房屋销售

<sup>4</sup> 实际投资规模大于计划总投资，系部分项目实际投入超出计划投入所致。

2022年，得益于当期结算的保障房项目及可交付使用的项目规模较大，公司房屋销售收入实现大幅增长

公司房屋销售收入包括已完工的保障房项目结算款<sup>5</sup>及自建的星皓·锦樾、临空产业园等项目对外出售所产生的收入。2022年，得益于当期结算的保障房项目及可交付使用的项目规模较大，公司房屋销售收入实现大幅增长。

截至2022年末，公司主要在建的自建项目为西咸空港综合保税区项目、临空产业集群标准厂房建设项目、星皓·锦樾等，计划总投资合计55.01亿元，累计已完成投资合计42.89亿元，尚需投资合计12.11亿元。

图表4 截至2022年末公司主要在建的自建项目情况（单位：年、万元）

| 项目名称            | 计划建设周期    | 计划总投资     | 已投资金额     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| 西咸空港综合保税区项目*    | 2015-2022 | 226835.06 | 200484.09 |
| 临空产业集群标准厂房建设项目# | 2019-2023 | 82919.23  | 64370.69  |
| 星皓·锦樾           | 2019-2022 | 143000.00 | 96527.79  |
| 空港国际商务中心二期      | 2017-2021 | 97300.00  | 67557.46  |
| 合计              | -         | 550054.29 | 428940.03 |

注：带“\*”为“20空港03”及“21空港01”募投项目；带“#”为“20空港债/20空港债”募投项目；  
资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2022年末，公司拟建的自建项目包括陕西省西咸新区空港新城商业综合体项目、空港沃家花园一期、临空智慧云港三期等，计划总投资合计44.60亿元，储备项目规模较大。

图表5 截至2022年末公司主要拟建的自建项目情况（单位：年、亿元）

| 项目名称               | 计划建设周期    | 计划总投资 |
|--------------------|-----------|-------|
| 陕西省西咸新区空港新城商业综合体项目 | 2023-2026 | 19.80 |
| 临空智慧云港三期           | 2022-2024 | 17.60 |
| 陕西临空保税智能终端产业基地     | 2024-2025 | 7.20  |
| 合计                 | -         | 44.60 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 企业管理

截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为人民币31.13亿元，西咸集团持股51.00%，空港管委会持股49.00%。西咸新区管委会是公司的实际控制人。跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员发生变更，其他治理结构与组织架构未发生重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2022年合并财务报表。希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对2022年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

<sup>5</sup> 公司代建业务中的保障房项目收入结算模式为仅确认代建管理费。自2019年起，空港新城管委会对公司已完工的保障房项目开发成本部分进行结算，确认为房屋销售收入同时结转相应成本。

截至 2022 年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共 11 家（详见图表 1），较上年末新增 2 家，分别为星皓房地产和临空产发。

### 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续大幅增长，构成仍以流动资产为主，但流动资产中存货占比很高，变现能力依赖与空港管委会的结算进度和规模，资产流动性较差

跟踪期内，公司资产规模继续大幅增长，仍以流动资产为主。2022 年末，公司流动资产以存货、应收账款、货币资金和其他应收款为主。

2022 年末，公司存货继续增长，其中基础设施及保障房项目开发成本为 326.00 亿元，商品房开发成本为 27.23 亿元，增幅来自于基础设施及保障房项目；应收账款保持增长，主要为项目结算款等，其中应收空港管委会的款项为 73.76 亿元，占比 91.78%；应收陕西省西咸新区空港新城房屋管理和保障房管理中心的款项为 16.23 亿元，占比 17.45%；货币资金仍主要为银行存款 22.42 亿元，充裕程度较上年末有所收缩；其他应收款主要为与其他单位的往来款和保证金，其中应收空港新城土地储备中心（以下简称“空港土储中心”）和空港管委会的往来款分别占比 35.85%和 16.52%，均未计提坏账准备。

图表 6 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

| 项目       | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 |
|----------|---------|---------|---------|
| 资产总额     | 438.40  | 499.89  | 606.68  |
| 流动资产总计   | 394.06  | 446.72  | 498.92  |
| 存货       | 260.67  | 303.09  | 355.88  |
| 应收账款     | 58.97   | 72.46   | 92.98   |
| 货币资金     | 47.96   | 42.92   | 23.09   |
| 其他应收款    | 18.28   | 19.43   | 16.88   |
| 非流动资产总计  | 44.35   | 53.17   | 107.76  |
| 其他权益工具投资 | 0.00    | 14.21   | 43.24   |
| 投资性房地产   | 17.86   | 25.50   | 39.70   |
| 其他非流动资产  | 0.00    | 0.00    | 14.01   |
| 长期股权投资   | 10.51   | 10.59   | 2.17    |
| 固定资产     | 1.73    | 1.74    | 2.21    |

资料来源：公司审计报告，其他应收款不含应收利息及应收股利（全文同），东方金诚整理

公司非流动资产主要由其他权益工具投资、投资性房地产、其他非流动资产构成。2022 年末，公司其他权益工具投资大幅增长主要系新增对陕西西咸新区城建投资集团有限公司（以下简称“西咸城投”）30.00 亿元永续债权益工具投资<sup>6</sup>所致；投资性房地产仍主要为房屋及建筑物，有所增加主要系本部完工转入的富力环贸港房产 0.32 亿元和子公司完工转入的商品房 15.05 亿元；长期股权投资系公司对联营企业及合营企业的股权投资，降幅较大主要系公司受海航重组事项影响，对陕西长安航空旅游有限公司（8.29 亿元）及陕西长安海大物流有限责任公司（0.55 亿元）已无法实施重大影响，将上述权益投资全部调整至其他非流动资产科目所致；

<sup>6</sup> 该笔投资为债权投资，因系永续债无固定期限故计入其他权益工具投资科目。根据公司提供资料，该笔债权投资协议由西咸城投（甲方）与子公司空港保税（乙方）签订，投资金额为 30 亿元，资金来源为西咸集团现金拨付。本协议项下投资款可分期支付，具体以乙方的实际投资进度为准。投资期限为无固定期限，每三年为一个期间，甲方有权决定在每次届满三年时向乙方偿还投资或进行投资续期，且续期无次数限制。甲方应于每笔投资的投资收益起算日（含）起届满三年的对应日的【30】个工作日内或之后每次届满三年的对应日的【30】个工作日内，以书面通知形式告知乙方续期，该通知一经发出即不可撤销和修改。投资收益为固定利率 7.5%/年。

其他非流动资产新增 14.01 亿元系转入的无法实施重大影响的投资单位权益及因暂未明确使用和处置方式的子公司配建的空港实验学校项目；固定资产主要为公司房屋及建筑物、办公家具等，规模小幅增长。

截至 2022 年末，公司受限资产为 93.08 亿元，主要由存货 84.02 亿元、货币资金 3.17 亿元和应收账款 5.89 亿元构成，合计占公司资产总额的比重为 15.34%。

## 资本结构

### 跟踪期内，受益于股东及相关方的资本性投资，公司所有者权益大幅增长

跟踪期内，受益于股东及相关方的资本性投资，公司所有者权益大幅增长。2022 年末，公司实收资本无变化；其他权益工具新增 30.00 亿元系西咸集团向公司进行债权投资所致<sup>7</sup>；资本公积大幅提升系空港管委会向公司拨付 28.82 亿元资本金所致；未分配利润仍主要为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 7 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

| 科目     | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 |
|--------|---------|---------|---------|
| 所有者权益  | 104.46  | 107.40  | 169.92  |
| 实收资本   | 31.13   | 31.13   | 31.13   |
| 其他权益工具 | 0.00    | 0.00    | 30.00   |
| 资本公积   | 61.81   | 61.79   | 90.97   |
| 未分配利润  | 7.70    | 8.76    | 9.88    |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 跟踪期内，公司负债总额及全部债务规模继续扩大，债务率水平仍较高，面临较大的偿付压力

跟踪期内，随着融资增加，公司负债总额继续增长，仍以非流动负债为主。

公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款及应付账款构成。2022 年末，公司短期借款有所增长，包括保证借款 32.12 亿元、信用借款 14.00 亿元、质押借款 5.24 亿元和保证、质押借款 0.86 亿元；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 26.79 亿元、一年内到期的应付债券 19.43 亿元及应付债券利息 2.28 亿元、一年内到期的长期应付款 2.91 亿元等；其他应付款增幅较大主要系单位间往来款快速增长所致，主要应付对象为陕西空港城市发展集团有限公司（18.93 亿元，占比 40.33%）和陕西省西咸新区空港新城房屋管理和保障房管理中心（17.24 亿元，占比 36.73%）；应付账款快速增长主要系应付账龄为 1 年以内（含）工程款（12.42 亿元）增长所致。

<sup>7</sup> 根据债权投资协议，协议当事人甲方为公司，乙方为西咸集团，投资金额为 30.00 亿元人民币，本协议项下投资款可分期支付，具体以乙方的实际投资进度为准。投资期限为无固定期限，每三年为一个期间，甲方有权决定在每次届满三年时向乙方偿还投资或进行投资续期，且续期无次数限制。甲方应于每笔投资的投资收益起算日（含）起届满三年的对应日的【30】个工作日内或之后每次届满三年的对应日的【30】个工作日内，以书面通知形式告知乙方续期，该通知一经发出即不可撤销和修改。初始投资收益为固定利率 7.5%/年。

图表8 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

| 项目          | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 负债总额        | 333.94  | 392.49  | 436.76  |
| 流动负债总计      | 83.22   | 135.39  | 178.87  |
| 短期借款        | 17.60   | 40.46   | 52.22   |
| 一年内到期的非流动负债 | 40.42   | 51.05   | 51.48   |
| 其他应付款       | 15.14   | 19.17   | 46.93   |
| 应付账款        | 3.07    | 4.26    | 14.23   |
| 非流动负债总计     | 250.72  | 257.10  | 257.89  |
| 长期借款        | 154.26  | 158.64  | 175.49  |
| 长期应付款       | 54.18   | 59.96   | 46.07   |
| 应付债券        | 40.13   | 37.34   | 32.83   |

资料来源：公司审计报告，其他应付款不含应付利息及应付股利，长期应付款不含专项应付款（全文同），东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款和应付债券构成。2022 年末，公司长期借款包括信用借款 70.61 亿元、保证借款 61.41 亿元、保证及质押借款 19.87 亿元、质押借款 12.00 亿元、保证及抵押借款 8.56 亿元、政府债务置换款 3.04 亿元；长期应付款规模有所下降，仍主要系向光大金融租赁股份有限公司（12.48 亿元）等金融机构融入的融资租赁款和政府专项债资金 12.95 亿元；应付债券主要系公司发行的 13 亿元“16 空港债/PR 空港债”、8.5 亿元“20 空港债/20 空港债”、7 亿元“20 空港 03”、9.85 亿元美元债、7 亿元“21 空港 01”等。

跟踪期内，公司全部债务规模继续扩大。2022 年末，公司全部债务为 341.18 亿元，其中短期有息债务占比 30.12%，占比不断提高，面临较大的集中偿付压力，截至 2023 年 4 月末已偿还 5.00 亿元。同期末，公司资产负债率较 2021 年末有所下降但仍处于较高水平。

图表9 公司全部债务及负债率情况（单位：亿元、%）

| 项目     | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 |
|--------|---------|---------|---------|
| 全部债务   | 293.69  | 338.25  | 341.18  |
| 长期有息债务 | 235.67  | 242.29  | 238.41  |
| 短期有息债务 | 58.01   | 95.96   | 102.77  |
| 资产负债率  | 76.17   | 78.52   | 71.99   |

资料来源：公司提供及公司审计报告，东方金诚整理

### 公司对外担保规模很大，且集中度较高，存在一定的代偿风险

截至 2022 年末，公司对外担保余额为 135.73 亿元，担保比率为 79.88%，被担保对象主要为陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司（30.96 亿元）、陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司（20.88 亿元）、陕西西咸新区沣西发展集团有限公司（18.89 亿元）、陕西空港城市发展集团有限公司（17.53 亿元）、陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司（14.18 亿元）等西咸新区各新城负责开发建设的国有企业。东方金诚关注到，公司对外担保规模较大，且集中度较高，存在一定的代偿风险。

### 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，利润对财政补贴依赖大幅提高，盈利能力依然较弱

2022 年，公司营业收入保持增长但营业利润率继续下降；期间费用基本稳定，仍主要为财

务费用和管理费用。同期，公司利润总额及净利润均略有增长，其中财政补贴占比 225.17%，利润对财政补贴依赖大幅提高。同期，公司总资本收益率和净资产收益率同比小幅下降，仍处于较低水平，公司盈利能力依然较弱。

图表 10 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

| 项目        | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 44.82  | 49.40  | 51.29  |
| 营业利润率     | 11.77  | 9.29   | 5.22   |
| 期间费用      | 3.78   | 4.62   | 4.58   |
| 期间费用/营业收入 | 8.44   | 9.35   | 8.93   |
| 利润总额      | 1.32   | 1.27   | 1.47   |
| 其中：财政补贴   | 0.28   | 1.34   | 3.31   |
| 净利润       | 1.16   | 1.23   | 1.31   |
| 总资本收益率    | 0.83   | 0.90   | 0.74   |
| 净资产收益率    | 1.11   | 1.15   | 0.77   |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

## 现金流

公司经营性和投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖很大，易受外部融资环境等因素影响

2022 年，公司经营活动现金流入主要为收到的项目结算款、财政补贴和相关单位的往来款，同比大幅增长系往来款增加所致；公司经营活动现金流出保持增长，主要由公司支付项目工程款、往来款等形成；公司经营性净现金流仍为净流出状态；现金收入比率较 2021 年下降，主营业务回款水平有所下降。

图表 11 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目           | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流入     | 53.76  | 75.71  | 102.49 |
| 经营活动现金流出     | 93.90  | 107.83 | 131.21 |
| 经营性净现金流      | -40.14 | -32.12 | -28.72 |
| 现金收入比率 (%)   | 53.76  | 98.26  | 71.57  |
| 投资活动现金流入     | 1.61   | 0.56   | 0.88   |
| 投资活动现金流出     | 2.97   | 2.14   | 41.09  |
| 投资性净现金流      | -1.36  | -1.58  | -40.22 |
| 筹资活动现金流入     | 145.56 | 149.26 | 215.48 |
| 筹资活动现金流出     | 97.43  | 127.47 | 162.68 |
| 筹资性净现金流      | 48.13  | 21.79  | 52.80  |
| 现金及现金等价物净增加额 | 6.63   | -11.90 | -16.14 |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司投资活动现金流仍相对较小。2022 年，公司投资活动现金流入主要系对外投资收回的收益；投资活动现金流出大幅增加，主要系新增对外投资所致；投资性净现金流流出规模大幅扩大。

2022 年，公司筹资活动现金流入包括取得借款和融资租赁款、发行债券收到的现金及股东

和相关方拨付的资金，增幅主要来自于政府投入；筹资活动现金流出增幅明显主要系偿还债务及相应利息所致；筹资性净现金流规模有所扩大。总体来看，公司资金来源对筹资活动依赖很大，易受外部融资环境等因素影响。

### 偿债能力

考虑到公司继续承担空港新城范围内的基础设施及保障房建设，业务区域专营性仍较强，业务稳定性及可持续性仍很强，整体来看，公司自身的偿债能力依然较强

从短期偿债能力指标来看，2022年末，公司流动比率、速动比率及现金比率水平均有所下降，且流动资产中存货占比很高，变现能力依赖与空港管委会的结算进度和规模，资产流动性较差，对流动负债的实际保障能力较低。同期末，公司货币资金依然未能对短期有息债务形成有效覆盖。

从长期偿债能力指标来看，2022年末，公司长期债务资本化比率及全部债务资本化比率均有所下降；EBITDA对于全部债务和利息的覆盖能力仍处于较低水平。同时，公司经营性现金流持续净流出，且对波动性较大的主营业务回款、往来款、财政补贴等依赖较大，对流动负债的覆盖存在一定的不确定性。

图表 12 公司偿债能力主要指标（单位：%）

| 项目             | 2020年（末） | 2021年（末） | 2022年（末） |
|----------------|----------|----------|----------|
| 流动比率           | 473.51   | 329.94   | 278.92   |
| 速动比率           | 160.28   | 106.09   | 79.97    |
| 现金比率           | 57.63    | 31.70    | 12.91    |
| 货币资金短债比（倍）     | 0.83     | 0.45     | 0.22     |
| 经营现金流动负债比率     | -48.23   | -23.72   | -16.06   |
| 长期债务资本化比率      | 69.29    | 69.29    | 58.39    |
| 全部债务资本化比率      | 73.76    | 75.90    | 66.75    |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 0.28     | 0.34     | 0.33     |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 80.14    | 65.48    | 60.52    |

资料来源：公司提供及公司合并财务报表，东方金诚整理

截至2022年末，公司近三年到期债务占比68.12%，面临较大的集中偿付压力，计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款、发行债券）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2022年公司经营性净现金流为-28.72亿元，且公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款等影响，未来缺乏稳定性。间接融资方面，截至2022年末，公司获得银行、金融租赁公司等多家金融机构综合授信370.17亿元，尚未使用额度47.87亿元。直接融资方面，公司储备了非公开公司债券批文额度合计15.00亿元，尚未使用额度为15.00亿元。

图表 13 截至2022年末公司全部债务期限结构（单位：亿元）

| 年份   | 2023年  | 2024年  | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028+ |
|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 全部债务 | 102.77 | 100.81 | 28.83 | 11.59 | 26.10 | 71.08 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司继续承担空港新城范围内的基础设施及保障房建设，业务区域专营性仍较强，业务稳定性及可持续性仍很强，整体来看，公司自身的偿债能力依然较强。

## 过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至2023年5月12日，公司本部已结清及未结清贷款信息中均无不良/违约类贷款记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券/债务融资工具均已按期还本付息。

## 外部支持

### 支持能力

#### 宏观经济和政策环境

**2023年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大**

2023年一季度GDP同比增速达4.5%，大幅高于上年四季度的2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为0.5%，大幅低于上年全年的7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP基数明显偏低。综合以上，预计二季度GDP同比增速有望升至8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的GDP有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中3月CPI同比仅为0.7%，PPI同比则连续6个月处于通缩状态。2023年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

**当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大**

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

## 区域经济和财政状况

### 1. 陕西省

陕西省人文及矿产资源丰富，跟踪期内经济保持增长，经济实力稳步增强；未来在“一带一路”战略及多项政策支持下，陕西省经济发展面临良好前景

陕西省人文科教资源和煤炭、石油、天然气等矿产资源丰富。陕西省历史悠久，省会西安是全国六大古都之一、古代丝绸之路的起点；陕西省是中国重要的科教高地，拥有西安交通大学、西北工业大学、西北农林科技大学、西安电子科技大学等8所双一流建设高校，人文科教与旅游资源十分丰富。矿产资源方面，陕西省已查明资源94种，煤炭、石油、天然气等61种矿产保有储量居全国前十。

2022年，陕西省地区生产总值为32772.68亿元，处于全国各省（自治区）中等水平，同比增长4.3%。同期，陕西省三次产业结构为7.9:48.6:43.5，第二、三产业占比仍较高。工业方面，陕西省已形成能源化工、装备制造和有色冶金等支柱产业。随着供给侧结构性改革的深入，陕西省高新技术产业快速发展。2022年，陕西省全部工业增加值为13158.30亿元，同比增长5.7%。其中，规模以上工业增加值同比增长7.1%。全年规模以上工业中，采矿业增加值同比增长8.1%；制造业同比增长5.4%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增长8.2%；能源工业增加值同比增长8.2%；非能源工业同比增长5.8%；六大高耗能行业增加值同比增长4.6%；高技术制造业增加值同比增长7.3%；装备制造业增加值同比增长12.7%。

陕西省是新“丝绸之路经济带”重要区域，自2013年“一带一路”战略构想提出以来，国家出台多项政策扶持陕西省经济发展。西安海关获准复制上海自贸区制度，延安、渭南海关正式设立，西咸保税空港物流中心和西安铁路口岸获批，西安成为国家跨境贸易电子商务试点城市，一系列配套政策的实施大大提升陕西贸易便利化程度。2015年3月，国家发改委、外交部、商务部联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景和行动》明确提出发挥陕西省综合经济文化优势，打造西安内陆型改革开放新高地。2021年3月30日，承载着全省创新驱动发展总平台、总源头重大使命的秦创原创新驱动平台建设在西咸新区全面启动，意味着陕西把“创新驱动”提升到了一个新高度。未来随着“一带一路”战略的落地实施及“秦创原”的建设推进，陕西省将能获得基础设施建设、对外贸易等方面的资金和政策支持，未来经济发展动力较强。

图表 14 陕西省主要经济指标情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2020 年          |     | 2021 年          |      | 2022 年          |     |
|-------------|-----------------|-----|-----------------|------|-----------------|-----|
|             | 数值              | 增速  | 数值              | 增速   | 数值              | 增速  |
| 地区生产总值      | 26181.86        | 2.2 | 29800.98        | 6.5  | 32772.68        | 4.3 |
| 人均地区生产总值（元） | 66292*          | -   | 75369*          | -    | 82843*          | -   |
| 三次产业结构      | 8.7: 43.4: 47.9 |     | 8.1: 46.3: 45.6 |      | 7.9: 48.6: 43.5 |     |
| 第三产业增加值     | 12551.74        | 2.8 | 13589.07        | 7.3  | 14264.23        | 2.6 |
| 全部工业增加值     | 8860.11         | 0.8 | 11256.03        | 8.3  | 13158.30        | 5.7 |
| 全社会固定资产投资总额 | -               | 3.6 | -               | -3.1 | -               | 7.9 |
| 社会消费品零售总额   | 9605.92         | 5.9 | 10250.50        | 6.7  | 10401.61        | 1.5 |

资料来源：2020年~2022年陕西省国民经济和社会发展统计公报，其中标“\*”数据为GDP/常住人口估算所得，东方金诚整理

2022年，陕西省一般公共预算收入保持增长，且持续收到较大规模的上级补助收入，财政实力很强

2022年，陕西省一般公共预算收入为3311.58亿元，同比增长19.3%。其中，税收收入2682.85亿元，同比增长19.9%，占比81.01%。同期，陕西省政府性基金收入有所下降，主要系受到房地产市场下行影响，其中国有土地使用权出让收入为1594.4亿元，同比下降16.7%。同时，陕西省持续收到较大规模的上级补助收入，主要来自于列入一般公共预算的上级补助收入，包括返还性收入160.15亿元、一般性转移支付收入2828.26亿元、专项转移支付收入263.90亿元。

跟踪期内，陕西省一般公共预算支出及政府性基金支出持续扩大，其中一般公共预算支出同比增长11.5%，主要是刚性支出的增加；政府性基金支出同比增长6.4%。2022年，陕西省地方财政自给率<sup>8</sup>为48.94%，自给水平小幅提升。

截至2022年末，陕西省地方政府债务余额为9782.16亿元，其中一般债务余额4615.61亿元，专项债务余额5166.55亿元。

图表 15 陕西省财政收支情况（单位：亿元）

| 项目               | 2020年          | 2021年          | 2022年          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|
| 1 地方财政收入         | 4361.67        | 5160.77        | 5274.18        |
| 一般公共预算收入         | 2257.31        | 2775.42        | 3311.58        |
| 其中：税收收入          | 1752.14        | 2237.04        | 2682.85        |
| 政府性基金收入          | 2104.36        | 2385.35        | 1962.60        |
| 2 上级补助收入         | 3199.83        | 2924.76        | 3270.79        |
| 列入一般公共预算的上级补助收入  | 2963.50        | 2903.59        | 3252.32        |
| 列入政府性基金的上级补助收入   | 236.33         | 21.17          | 18.47          |
| <b>财政收入（1+2）</b> | <b>7561.50</b> | <b>8085.53</b> | <b>8544.97</b> |
| 1 地方财政支出         | 8354.19        | 8821.88        | 9695.67        |
| 一般公共预算支出         | 5930.32        | 6069.22        | 6766.34        |
| 政府性基金支出          | 2423.87        | 2752.66        | 2929.33        |
| 2 上解上级支出         | 38.87          | 40.69          | 36.75          |
| <b>财政支出（1+2）</b> | <b>8393.06</b> | <b>8862.57</b> | <b>9732.42</b> |
| 地方债务限额           | 8455.15        | 9578.10        | 10590.15       |
| 地方债务余额           | 7436.35        | 8687.60        | 9782.16        |
| 政府负债率（%）         | 28.40          | 29.15          | 29.85          |

资料来源：2020年~2021年陕西省财政决算情况及2022年陕西省财政预算执行情况，东方金诚整理

## 2. 西咸新区

跟踪期内，西咸新区经济保持增长，经济实力不断增强

根据公开资料，2022年，西咸新区实现固定资产投资2185亿元，占全市30%；市场主体达57.16万户；新增“五上”企业259家；引进内资接近2000亿元；外贸进出口总额135.4亿元，同比增长72%。同年，西咸新区确立了“3+7+N”的主导产业布局，十大特色产业园区

<sup>8</sup> 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

加快建设。从三次产业来看，农业保持平稳运行，农林牧渔业增加值增长 4.5%；二产恢复快速增长，其中工业投资增长 81.6%，规上工业总产值增长 20.4%，资质内建筑业总产值增长 45.2%；三产主要行业增长较快，规上服务业营收增长 10.7%、限上批发业销售额增长 24.5%。

跟踪期内，西咸新区重点项目提速增效，434 个新区级在建重点项目完成投资超过 2000 亿元、超额完成年度投资计划。隆基绿能电池生产基地正式投产，创维电子、三一西安智能制造、秦川机床、西部超导等一批优质项目加快建设。2022 年，西咸新区招商引资情况较好，全年签约项目 213 个，引进世界 500 强企业 18 家、中国 500 强企业 24 家；总投资 452 亿元的隆基绿能新的单晶硅片和单晶电池项目成功签约落地。

**2021 年，政府性基金收入带动西咸新区财政收入增长，一般公共预算收入亦保持增长，财政自给率有所提高且处于较高水平，财政实力仍很强**

截至本报告出具日，西咸新区管委会尚未公开披露 2022 年财政收支情况。根据公司提供资料，2022 年，西咸新区完成一般公共预算收入 95.04 亿元，同口径增长 12.2%。

2021 年，西咸新区实现一般公共预算收入 106.49 亿元，同比增长 26.8%。得益于土地出让量价齐升及大量新项目落地开工，国有土地使用权出让收入带动政府性基金收入大幅增长，同期，西咸新区实现政府性基金收入 655.67 亿元，同比增长 98.9%。

随着收入的持续增加，西咸新区财政支出规模不断上升。2021 年，西咸新区一般公共预算支出为 150.69 亿元，同比增长 12.5%；政府性基金支出为 609.06 亿元，同比大幅增长 73.2%；地方财政自给率为 70.67%，自给率有所提高且处于较高水平。

截至 2021 年末，西咸新区政府债务余额为 724.89 亿元，其中一般债务余额 120.10 亿元，专项债务余额 604.79 元。

**图表 16 西咸新区财政收支情况（单位：亿元）**

| 项目       | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 71.90  | 83.99  | 106.49 |
| 政府性基金收入  | 342.80 | 329.61 | 655.67 |
| 一般公共预算支出 | 126.10 | 133.94 | 150.69 |
| 政府性基金支出  | 338.40 | 351.57 | 609.06 |

资料来源：公开资料，东方金诚整理

### 3. 空港新城

**跟踪期内，空港新城经济总量略有回落，继续发展航空枢纽保障业、临空先进制造业、临空高端服务业三大产业，招商引资情况良好**

跟踪期内，空港新城经济总量保持增长。2022 年，空港新城地区生产总值实现 56.97 亿元，同比下降 3.1%；固定资产投资（不含农户）同比增长 14.9%。

跟踪期内，空港新城继续发展航空枢纽保障业、临空先进制造业、临空高端服务业三大产业。目前，空港新城累计开通客货运航线 380 余条，其中全货运航线 43 条，还成功开通 3 条第五航权货运航线，初步构建起面向“一带一路”、辐射全球的货运航线网络，初步形成“通道+枢纽+网络”现代流通体系，打开了全球供应链的“陕西窗口”，为陕西企业开展全球贸易提供了有力支撑。借助自贸试验区创新优势，空港新城在全省首创实现“海关集中查验”，

“互联网+进口快件”通关监管新模式，创新实施进出口货物机坪“直提直装”新改革，实现国际货物 24 小时“随到随提、随到随装”，国际快件“当日到货，当日清关审验，当日转运配送”。2022 年，跨境电商进出口单量、交易额同比分别增长 112%和 231%，进出口贸易货值占全省 70%以上。

2022 年以来，中科西光航天签约落户空港新城，投资 15 亿元在辖区内建设企业总部、卫星制造和卫星测控中心以及 3 条生产线。作为秦创原临空产业聚集区和开放合作示范区，在临空产业、科技创新“双轮驱动”下，空港新城持续深化“两链”融合，先后引进培育了七七一所、华科光电等一批优质项目，承办全国航空航天创新创业大赛，发起空天产业投资联盟，西安生产力促进中心和欧美同学会分别在空港设立服务站，引进蒜泥科技西咸新区人工智能产业协同创新中心。2022 年 6 月开园的中南高科·西安临空产业港现已聚集了航空制造及维修、电子信息等领域 80 余家企业，其中，高新技术企业占比达 33%，园区也入选第三批西安市秦创原“三器”示范平台名单，临空产业园、国睿一诺药物安全平台获批秦创原成果转化“加速器”省级示范项目，累计建成各类创新载体 140 万平方米，招引入驻企业 180 余家。此外，航天九院七七一所空港园区创新发展产业基地启用，预计产业年收入规模可达到 10 亿元以上，将继续招引半导体产业项目。

**2022 年，空港新城一般公共预算收入小幅下降，政府性基金收入保持增长，财政自给水平一般**

根据公司提供的资料，2022 年，空港新城一般公共预算收入为 10.28 亿元，按自然口径同比下降 20.68%；政府性基金预算收入为 72.65 亿元，同比增长 9.65%；一般公共预算支出为 23.80 亿元；政府性基金支出为 96.88 亿元；地方财政自给率为 43.19%，自给程度有所下降。

截至 2022 年末，空港新城地方政府债务余额为 135.82 亿元。其中一般债务余额 1.82 亿元，专项债务余额 134.00 亿元。

**图表 17 空港新城财政收支情况（单位：亿元）**

| 项目       | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 10.15  | 12.96  | 10.28  |
| 其中：税收收入  | 7.19   | 7.86   | -      |
| 政府性基金收入  | 63.57  | 66.25  | 72.65  |
| 一般公共预算支出 | 16.29  | 16.20  | 23.80  |
| 政府性基金支出  | 74.63  | 65.33  | 96.88  |
| 财政自给率（%） | 62.31  | 80.00  | 43.19  |
| 政府债务余额   | 93.34  | 101.26 | 135.82 |

资料来源：公司提供及 2020 年~2021 年空港新城财政决算公开，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对陕西省、西咸新区及空港新城的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

## 支持意愿

作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体，公司在资产注入、财政补贴等方面得到了股东及各方持续的支持。

截至目前，除公司外，西咸新区内主要的基础设施建设主体另有6家，分别为西咸新区管委会下属、西咸集团控股的另4个新城及能源金融贸易园区、文教园区的主要基础设施建设主体西安沣东发展集团有限公司、陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司、陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司、陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司（以下分别简称“沣东集团”、“沣西集团”、“秦汉集团”和“泾河集团”）及西咸城投、陕西西咸文化旅游产业集团有限公司（以下简称“西咸文旅”）。沣东集团、沣西集团、秦汉集团、泾河集团、西咸城投和西咸文旅分别负责沣东新城、沣西新城、秦汉新城、泾河新城4个新城和能源金融贸易园区、西咸新区国际文化教育园区2个园区的基础设施及保障房等开发建设。综上，公司与其他基础设施建设主体的业务区域及职能有所区分。

作为空港新城重要的基础设施建设及保障房建设主体，公司在资产注入、财政补贴等方面得到股东及相关各方的持续支持。

资产注入方面，2022年，公司获得空港管委会货币性投资款合计28.82亿元。

财政补贴方面，2022年，公司获得各类财政补贴合计3.31亿元。

考虑到公司将继续在陕西省、西咸新区及空港新城的基础设施及保障房建设领域中发挥重要作用，股东及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对陕西省、西咸新区及空港新城的地区经济及财政实力、股东及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及相关方对公司的支持作用很强。

## 增信措施

**西咸集团综合财务实力极强，为“20 空港债/20 空港债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用**

西咸集团是经陕西省人民政府（以下简称“陕西省政府”）批准，由西咸新区管委会于2011年9月出资组建的国有独资企业，初始注册资本为人民币100.00亿元。截至2021年末，西咸集团注册资本为300.00亿元；实收资本为222.86亿元；西咸新区管委会是西咸集团唯一股东和实际控制人。

西咸集团作为西咸新区重要的基础设施建设和国有资本运营主体，主要从事西咸新区内基础设施及保障房建设、土地开发整理、公用事业运营，以及房地产开发、金融投资等其他经营性业务。西咸集团营业收入主要来自于基础设施及保障房建设、土地开发整理和房地产开发等业务，近三年营业收入增长较快，综合毛利率有所波动。西咸集团其他收入主要来自于商品贸易、技术服务、租赁、物业服务、供暖、园区运营、工程施工、广告和融资代理费等。2019年～2021年，西咸集团营业收入分别为167.78亿元、192.57亿元和238.43亿元，毛利率分别为14.90%、15.72%和13.71%。

外部支持方面，西咸集团在增资、资产注入、债务置换、财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持。增资方面，西咸新区管委会多次向西咸集团注入货币资金，并以空港集团、西安沣东发展集团有限公司、陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司、陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司和陕西省西咸新区泾河新城开发建设（集团）有限公司5家公司各51%的股权作价出资155.70亿元。2021年末，西咸集团合并口径实收资本增

加至 222.86 亿元。资产注入方面，2017 年，空港管委会向空港集团增加货币性投资 38 亿元，西咸集团按持股比例 51% 计相应增加了资本公积；同期，西咸新区轨道交通投资建设有限公司收到用于地铁建设的专项拨款 2.90 亿元，亦增加了资本公积。2018 年，西咸新区财政局向西咸集团注入资本金合计 8.00 亿元并相应增加了资本公积。2019 年，西咸新区管委会向西咸集团拨付地铁专项资金 5.00 亿元。2019 年 6 月，西咸新区沣西新城管委会以债权转资本公积形式增加陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司资本公积 8.90 亿元；同年 9 月，西咸新区沣西新城管委会向陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司注入资本金合计 32.00 亿元。2020 年，西咸集团本部及子公司收到相关政府的项目资本金拨付、货币资金拨付等，合并口径增加资本公积 23.60 亿元。2021 年，西咸集团及子公司西咸新区轨道交通投资建设有限公司、陕西西咸新区城建投资集团有限公司、陕西西咸文化旅游产业集团有限公司等收到相关政府的项目资本金拨付、货币资金拨付等，合并口径增加资本公积 9.07 亿元。债务置换方面，2016 年以来，西咸新区财政局通过陕西省政府置换债券置换西咸集团债务逾 40.00 亿元。财政补贴方面，西咸集团每年获得较大规模的项目专项补贴等政府补助资金。2019 年~2021 年，西咸集团分别获得政府补贴 4.82 亿元、11.18 亿元和 17.20 亿元。

截至 2021 年末，西咸集团资产总额为 3003.55 亿元，以流动资产为主；所有者权益为 687.18 亿元，以实收资本和少数股东权益为主；全部债务为 1733.30 亿元，以长期有息债务为主。同期末，西咸集团资产负债率为 77.12%，全部债务资本化比率为 71.61%。2021 年，西咸集团利润总额为 10.45 亿元，经营性净现金流为 -22.78 亿元，投资性净现金流为 -111.98 亿元，筹资性净现金流为 132.62 亿元。

东方金诚认为，陕西省经济保持较快增长，产业结构不断优化，区域经济的稳步发展为国家级西咸新区的开发建设提供了有力支撑；西咸新区定位为国家创新城市发展方式试验区 and 新型城镇化综合试点区，享有先行先试等优惠政策，其发展获得中央和陕西省政府的有力支持，为西咸集团未来发展提供了良好的机遇；西咸集团从事基础设施及保障房建设、土地开发整理和公用事业运营等业务，主营业务具有很强的区域专营性；作为西咸新区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，西咸集团在增资、资产注入、债务置换、财政补贴等方面获得股东及相关部门的有力支持。

同时，东方金诚关注到，近年来，西咸集团在建及拟建项目投资规模很大，面临很大的资本支出压力；西咸集团流动资产中变现能力较弱的存货、应收类款项等占比较大，资金被占用较多，资产流动性较差；西咸集团全部债务规模持续增长，短期有息债务规模较大，债务率水平较高；西咸集团对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。

综上所述，东方金诚评定西咸集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。西咸集团综合财务实力极强，为“20 空港债/20 空港债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

## 抗风险能力及结论

东方金诚认为，公司作为空港新城重要的基础设施及保障房建设主体，业务仍具有较强的区域专营性。同时，东方金诚关注到，跟踪期内，公司在建及拟建基础设施及保障房项目后续投资规模很大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中存货占比很高，变现能力依赖与空港管委会的结算进度和规模，资产流动性较差；公司全部债务规模继续扩大，债务率水平仍较

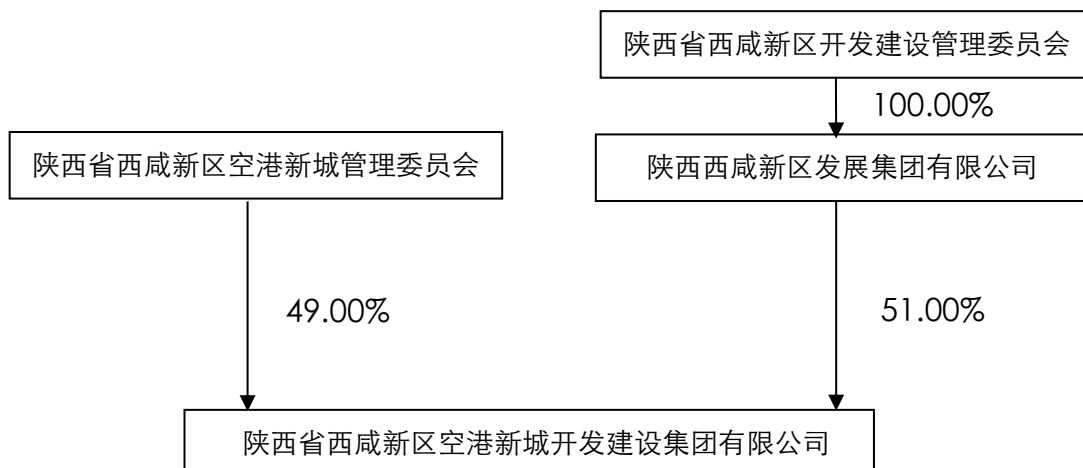
高，面临较大的偿付压力；对外担保规模较大，且集中度较高，存在一定的代偿风险；公司经营性和投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖很大，易受外部融资环境等因素影响。

2022年以来，陕西省、西咸新区及空港新城地区经济均持续发展，经济实力不断增强；公司在资产注入、财政补贴等方面得到股东及相关各方的持续支持；西咸集团综合财务实力极强，为“20 空港债/20 空港债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

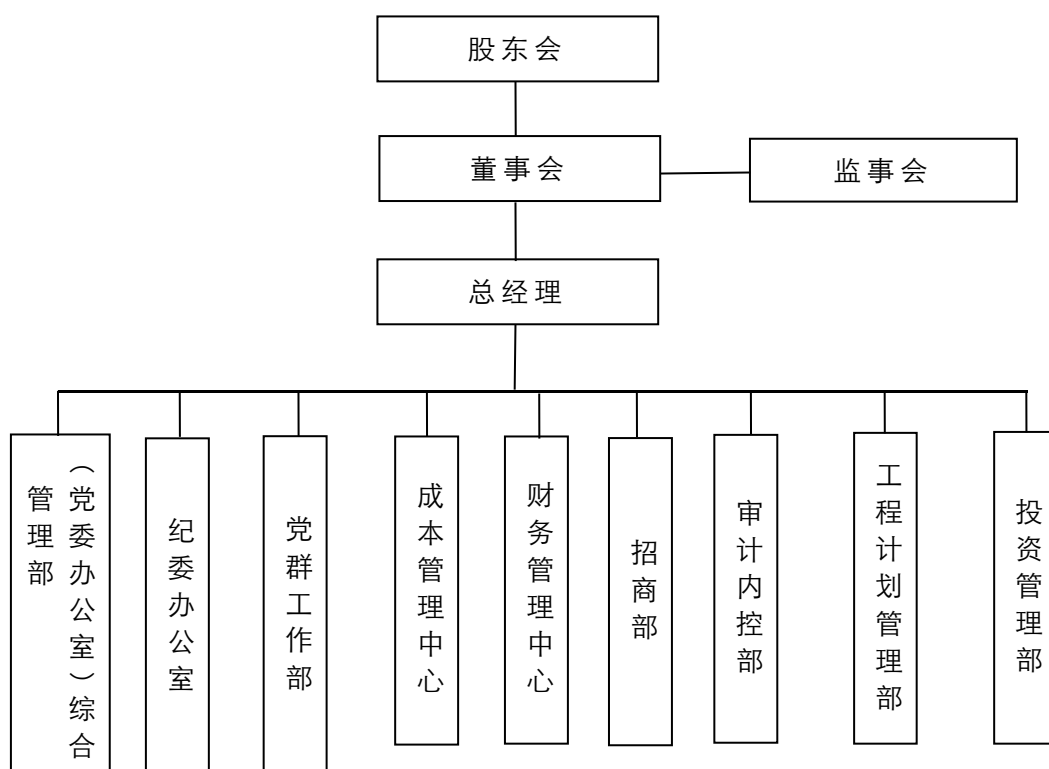
综上所述，公司自身偿债能力较强，股东及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“20 空港债/20 空港债”到期不能偿还的风险极低。

## 附件一：截至 2022 年末公司股权结构图和组织架构图

### 股权结构图



### 组织架构图



## 附件二：公司主要财务数据及指标

| 项目名称                 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| <b>主要财务数据（单位：亿元）</b> |        |        |        |
| 资产总额                 | 438.40 | 499.89 | 606.68 |
| 存货                   | 260.67 | 303.09 | 355.88 |
| 应收账款                 | 58.97  | 72.46  | 92.98  |
| 其他权益工具投资             | 0.00   | 14.21  | 43.24  |
| 投资性房地产               | 17.86  | 25.50  | 39.70  |
| 负债总额                 | 333.94 | 392.49 | 436.76 |
| 长期借款                 | 154.26 | 158.64 | 175.49 |
| 短期借款                 | 17.60  | 40.46  | 52.22  |
| 长期应付款                | 54.18  | 59.96  | 46.07  |
| 应付债券                 | 40.13  | 37.34  | 32.83  |
| 全部债务                 | 293.69 | 338.25 | 341.18 |
| 其中：短期有息债务            | 58.01  | 95.96  | 102.77 |
| 所有者权益                | 104.46 | 107.40 | 169.92 |
| 营业收入                 | 44.82  | 49.40  | 51.29  |
| 净利润                  | 1.16   | 1.23   | 1.31   |
| 经营活动产生的现金流量净额        | -40.14 | -32.12 | -28.72 |
| 投资活动产生的现金流量净额        | -1.36  | -1.58  | -40.22 |
| 筹资活动产生的现金流量净额        | 48.13  | 21.79  | 52.80  |
| <b>主要财务指标</b>        |        |        |        |
| 营业利润率（%）             | 11.77  | 9.29   | 5.22   |
| 总资本收益率（%）            | 0.83   | 0.90   | 0.74   |
| 净资产收益率（%）            | 1.11   | 1.15   | 0.77   |
| 现金收入比率（%）            | 53.76  | 98.26  | 71.57  |
| 资产负债率（%）             | 76.17  | 78.52  | 71.99  |
| 长期债务资本化比率（%）         | 69.29  | 69.29  | 58.39  |
| 全部债务资本化比率（%）         | 73.76  | 75.90  | 66.75  |
| 流动比率（%）              | 473.51 | 329.94 | 278.92 |
| 速动比率（%）              | 160.28 | 106.09 | 79.97  |
| 现金比率（%）              | 57.63  | 31.70  | 12.91  |
| 货币资金短债比（倍）           | 0.83   | 0.45   | 0.22   |
| 经营现金流动负债比率（%）        | -48.23 | -23.72 | -16.06 |
| EBITDA 利息倍数（倍）       | 0.28   | 0.34   | 0.33   |
| 全部债务/EBITDA（倍）       | 80.14  | 65.48  | 60.52  |

### 附件三：西咸集团主要财务数据及指标

| 项目名称                 | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  |
|----------------------|---------|---------|---------|
| <b>主要财务数据（单位：亿元）</b> |         |         |         |
| 资产总额                 | 2297.53 | 2668.14 | 3003.55 |
| 存货                   | 882.66  | 1047.12 | 1089.38 |
| 其他应收款                | 360.58  | 435.48  | 421.91  |
| 应收账款                 | 241.88  | 315.83  | 322.38  |
| 货币资金                 | 257.89  | 252.42  | 265.62  |
| 预付款项                 | 218.75  | 216.86  | 218.05  |
| 负债总额                 | 1710.80 | 2013.94 | 2316.37 |
| 长期借款                 | 795.17  | 760.88  | 844.67  |
| 一年内到期的非流动负债          | 235.28  | 337.07  | 314.17  |
| 应付债券                 | 187.58  | 260.27  | 286.01  |
| 应付账款                 | 136.47  | 188.28  | 213.37  |
| 全部债务                 | 1367.88 | 1557.49 | 1733.30 |
| 其中：短期有息债务            | 321.15  | 451.24  | 475.27  |
| 所有者权益                | 586.73  | 654.19  | 687.18  |
| 营业收入                 | 167.78  | 192.57  | 238.43  |
| 利润总额                 | 9.18    | 10.12   | 10.45   |
| 经营活动产生的现金流量净额        | -125.96 | -93.92  | -22.78  |
| 投资活动产生的现金流量净额        | -77.53  | -60.34  | -111.98 |
| 筹资活动产生的现金流量净额        | 263.42  | 138.63  | 132.62  |
| <b>主要财务指标</b>        |         |         |         |
| 营业利润率（%）             | 14.11   | 14.67   | 12.39   |
| 总资本收益率（%）            | 0.99    | 1.17    | 0.96    |
| 净资产收益率（%）            | 1.28    | 1.15    | 1.13    |
| 现金收入比率（%）            | 64.14   | 83.52   | 99.23   |
| 资产负债率（%）             | 74.46   | 75.48   | 77.12   |
| 长期债务资本化比率（%）         | 64.08   | 62.84   | 64.67   |
| 全部债务资本化比率（%）         | 69.98   | 70.42   | 71.61   |
| 流动比率（%）              | 331.13  | 274.37  | 253.00  |
| 速动比率（%）              | 183.97  | 149.54  | 138.79  |
| 现金比率（%）              | 43.00   | 30.09   | 27.85   |
| 经营现金流动负债比率（%）        | -21.00  | -11.20  | -2.39   |
| EBITDA 利息倍数（倍）       | 0.35    | 0.36    | 0.33    |
| 全部债务/EBITDA（倍）       | 53.67   | 45.97   | 51.15   |

#### 附件四：主要财务指标计算公式

| 指标             | 计算公式                                                                     |
|----------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 毛利率（%）         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                 |
| 营业利润率（%）       | $(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$  |
| 总资本收益率（%）      | $(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$ |
| 净资产收益率（%）      | $\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                 |
| 现金收入比率（%）      | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                       |
| 资产负债率（%）       | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$                                 |
| 长期债务资本化比率（%）   | $\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$            |
| 全部债务资本化比率（%）   | $\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$                |
| 担保比率（%）        | $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                |
| 流动比率（%）        | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                             |
| 速动比率（%）        | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$               |
| 现金比率（%）        | $\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                               |
| 货币资金短债比（倍）     | $\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$                                            |
| 经营现金流流动负债比率（%） | $\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                      |
| EBITDA 利息倍数（倍） | $\text{EBITDA} / \text{利息支出}$                                            |
| 全部债务/EBITDA（倍） | $\text{全部债务} / \text{EBITDA}$                                            |

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

| 等级符号 | 定义                            |
|------|-------------------------------|
| AAA  | 偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA   | 偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高   |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高    |
| CC   | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务     |
| C    | 不能偿还债务                        |

注：除 AAA 级和 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。

## 短期债券信用等级符号及定义

| 等级符号 | 定义                       |
|------|--------------------------|
| A-1  | 还本付息能力最强，安全性最高。          |
| A-2  | 还本付息能力较强，安全性较高。          |
| A-3  | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B    | 还本付息能力较低，有一定的违约风险。       |
| C    | 还本付息能力很低，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。