



# 2022年西安航天城投资发展集团有限公司 公司债券（品种一、品种二）2023年跟踪评 级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2022年西安航天城投资发展集团有限公司公司债券（品种一、品种二）2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
22 航天 01/22 航天城投债 01	AAA	AAA
22 航天 02/22 航天城投债 02	AAA	AAA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到西安市经济财政实力较强，西安国家民用航天产业基地（以下简称“西安航天基地”）是唯一以航天产业为特色的国家级经济技术开发区，产业优势明显，近年 GDP 增速表现较好，西安航天城投资发展集团有限公司（以下简称“航天城投”或“公司”）是西安航天基地最重要的基础设施建设主体，收入结构较为多元，其中土地开发整理业务具有一定的区域专营性，可持续性较好，且继续在政府补贴、财政贴息等方面获得较大支持，以及保证担保提升了“22 航天 01/22 航天城投债 01”和“22 航天 02/22 航天城投债 02”的安全性。同时中证鹏元也关注到，公司担保业务面临较大的代偿风险，面临较大的资本支出压力和债务集中兑付压力，以及应收及预付款项规模对资金形成较大占用，整体资产流动性较弱等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。作为西安航天基地最重要的基础设施建设主体，公司土地开发整理业务可持续性较好，且有望继续获得较大规模的政府支持。

## 评级日期

2023 年 06 月 27 日

## 联系方式

项目负责人：郑丽芬  
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳  
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	788.84	728.07	661.17	564.17
所有者权益	194.38	204.00	205.21	188.80
总债务	509.93	447.77	381.77	271.87
资产负债率	75.36%	71.98%	68.96%	66.53%
现金短期债务比	0.54	0.39	0.76	0.89
营业收入	1.22	21.02	18.80	25.60
其他收益	0.01	7.51	5.66	5.24
利润总额	-6.42	1.85	4.73	11.83
销售毛利率	-22.32%	18.64%	9.62%	38.17%
EBITDA	--	24.92	23.30	23.44
EBITDA 利息保障倍数	--	1.12	1.18	1.86
经营活动现金流净额	-4.57	-14.71	-64.45	-74.45

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **西安市经济财政实力较强，西安航天基地产业优势明显，近年 GDP 增速表现较好。**西安市旅游产业优势突出，且在六大支柱产业的带动下，地区经济实力不断增强；西安航天基地是唯一以航天产业为特色的国家级经济技术开发区，也是西安建设国际化大都市、国家中心城市的功能承载区，以国家航天、商业航天、人工智能、大数据、新能源、新材料、通用航空、兵器制造与电子装备、现代服务业为九大主导产业，在建及筹建项目数量较多，近年经济实力稳步增强，2022 年西安航天基地 GDP 为 396.98 亿元，同比增长 8.8%。
- **公司收入结构较为多元，其中土地开发整理业务具有一定的区域专营性，可持续性较好。**公司是西安航天基地内最重要的基础设施建设主体，业务范围涵盖土地开发整理、基础设施建设、房地产开发、产业园出租、物业管理、市政服务等，收入结构较为多元；受西安国家民用航天产业基地管理委员会（以下简称“航天基地管委会”）委托，公司负责西安航天基地规划区域内的土地开发整理和拆迁安置，在征迁及拟征迁项目投资规模较大，业务持续性较好。
- **公司继续在政府补贴、财政贴息等方面获得较大支持。**2022 年公司其他收益为 7.51 亿元，其中 5.58 亿元为基础设施建设运营补助资金，其他主要为各项目专项款和奖补资金；此外，公司收到的当地政府拨付财政贴息 18.72 亿元，冲减当期财务费用。
- **保证担保有效提升了“22 航天 01/22 航天城投债 01”、“22 航天 02/22 航天城投债 02”的安全性。**湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保”）为“22 航天 01/22 航天城投债 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；陕西信用增进有限责任公司（以下简称“陕西增信”）为“22 航天 02/22 航天城投债 02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，湖北担保和陕西增信主体信用等级均为 AAA，保证担保的增信方式能有效提升“22 航天 01/22 航天城投债 01”和“22 航天 02/22 航天城投债 02”的安全性。

## 关注

- **公司担保业务面临较大的代偿风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额为 9.86 亿元，其中子公司西安航天基地融资担保有限公司（以下简称“航天担保”）的担保业务产生的对外担保余额为 9.14 亿元，产生应收代偿款 9,778.93 万元。
- **公司资本支出压力大，且面临较大的债务集中兑付压力。**截至 2023 年 3 月末，公司主要在建土地开发整理项目、房地产以及自营产业园项目尚需投资规模较大，建设资金均为自筹解决，且公司经营活动现金持续净流出，总债务呈现较快增长，融资租赁等非标融资规模较大，短期债务占比持续提升，货币资金受限占比较高，对短期债务的覆盖能力一般。
- **应收及预付款项规模较大，对资金形成占用。**公司预付款项、应收款项（其他应收款和长期应收款）主要系土地开发整理业务形成的，2022 年末合计为 304.84 亿元，占总资产的 41.87%，主要预付及应收对象为拆迁安置办和土储中心，该类款项回款受拆迁进度和政府结算进度影响存在一定不确定性。

## 同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
航天城投	西安航天基地最重要的基础设施建设主体	728.07	204.00	21.02
航天城发	主要负责西安航天基地产业园区开发业务	505.50	158.99	12.89
航天高技术	主要是负责西安航天基地土地整理业务	412.27	148.12	12.34
兴航建设	西安航天基地基础设施建设的实施主体之一	78.48	23.61	4.30

注：（1）航天城发为西安航天城市发展控股集团有限公司的简称、航天高技术为西安航天高技术产业发展集团有限公司的简称、兴航建设为西安兴航城乡建设发展有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年度/2022 年末数据。

资料来源：ifind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	7/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	7/7		财务状况	5/7
	行政层级	4/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				-2
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA+

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 外部特殊支持

- 公司是西安航天基地最重要的基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，西安市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在公司与西安市政府的联系中等以及对西安市政府非常重要。同时，中证鹏元认为西安市政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

## 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+/22 西安航天 MTN001	2022-06-27	胡长森、宋晨阳	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AAA/22 航天 01/22 航天城投债 01、22 航天 02/22 航天城投债 02	2022-02-10	胡长森、宋晨阳	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
------	----------	----------	--------	--------

22 航天 01/22 航天城投债 01	10.00	10.00	2022-06-27	2029-03-31
22 航天 02/22 航天城投债 02	4.00	4.00	2022-06-27	2029-03-31

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年3月31日发行7年期10.00亿元“22航天01/22航天城投债01”和7年期4.00亿元“22航天02/22航天城投债02”，募集资金原计划用于西安国家民用航天产业基地东南区域改造项目（一期）以及补充公司营运资金。截至2023年3月31日，“22航天01/22航天城投债01”募集资金专项账户余额为15.93万元，“22航天02/22航天城投债02”募集资金专项账户余额为34.83万元。

## 三、发行主体概况

2022年以来，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年3月末，公司注册资本及实收资本均为55.00亿元，航天基地管委会为公司的唯一股东和实际控制人。

公司是西安航天基地最重要的基础设施建设主体，主要承担西安航天基地基础设施建设、土地整理等业务，具有区域专营优势，公司通过与航天基地管委会签订的《股权托管协议》，将航天城发纳入合并范围内，截至2022年末航天城发总资产为505.50亿元，所有者权益为158.99亿元，同期营业收入为12.89亿元，净利润为1.55亿元。2022年公司新增8家子公司，同时减少4家子公司；2023年1-3月，公司合并范围未发生变化，截至2023年3月末，公司纳入合并范围子公司共计72家，其中一级子公司9家。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

**2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧**

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

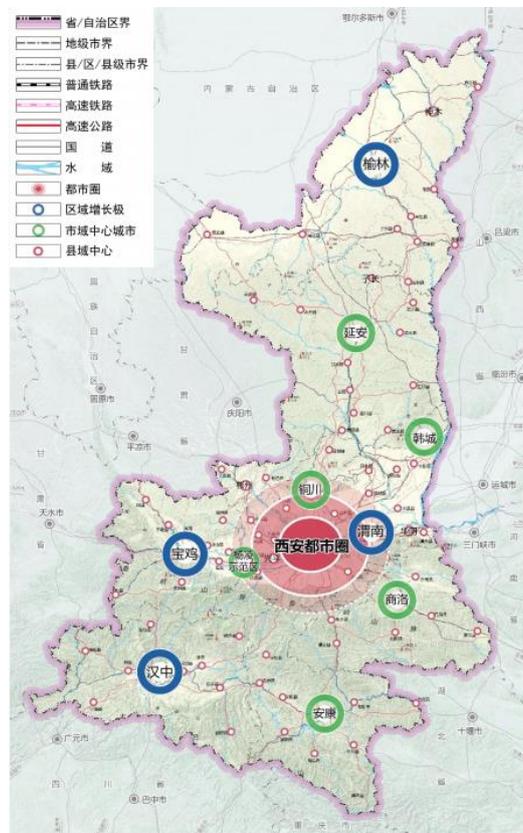
2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可

持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

## 区域经济环境

西安市战略定位较高，经济财政实力较强，拥有电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药六大支柱产业，同时旅游产业优势突出，2022年西安市固定资产投资明显回暖，当前旅游业复苏势头渐显，但债务率处于偏高水平，且需关注政府性基金收入的稳定性

**区位特征：**西安市是陕西省省会、国家明确建设的3个国际化大都市之一、国家中心城市和西安都市圈核心区域，战略定位较高。西安市是全国第9个国家中心城市、国家重要的科研、教育和工业基地，也是国家明确建设的3个国际化大都市之一和联合国教科文组织1981年确定的“世界历史名城”。西安市是我国“一带一路”的重要支点城市、新亚欧大陆桥中国段的西部中心城市，地处关中平原中部，北濒渭河，南依秦岭。2022年3月，国家发展改革委批复同意了《西安都市圈发展规划》，这是继南京、福州、成都、长株潭都市圈规划之后，国家批复的第5个都市圈规划。西安都市圈以西安主城区、咸阳主城区及西咸新区为核心，渭南中心城区、铜川中心城区、杨凌示范区为副中心，是陕西省发展的核心区域。西安市总面积10,108平方千米，其中市区面积3,582平方千米，下辖11个区（新城、碑林、莲湖、灞桥、未央、雁塔、阎良、临潼、长安、高陵、鄠邑）、2个县（蓝田、周至）、8个国家级开发区/新区（西安高新技术产业开发区、西安经济技术开发区、曲江新区、浐灞生态区、阎良国家航空高技术产业基地、国家民用航天产业基地、西安国际港务区和西咸新区）。截至2022年末，全市常住人口1,299.59万人，较上年末增长12.99万人。

**图1 西安都市圈发展规划图**


资料来源：《陕西省国土空间规划（2021-2035年）》公众版

**经济发展水平：**西安市整体经济实力远超省内其他各市，2022年固定资产投资明显回暖，经济呈回升态势，但占主导的第三产业增速仍处于低位。近年西安市GDP持续保持增长，经济实力远超省内其他各市，2022年西安市经济增速同比略有回升，且高于全国、全省平均水平，增量贡献主要来自第二产业，第三产业同比增长仅1.3%。2022年西安市三次产业结构为2.82:35.45:61.74，第三产业是区域主导产业。2022年西安市人均GDP达8.88万元，和全国人均GDP相当。从拉动经济的三大要素来看，近年西安市投资、消费和对外贸易增速波动均较大，其中2022年固定资产投资同比增长10.5%，主要得益于工业投资回暖。

**表1 2022年陕西省地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
西安市	11,486.51	4.4%	8.88	834.09	1,262.94
榆林市	6,543.65	5.6%	18.08	926.80	72.10
咸阳市	2,817.55	4.4%	6.89	115.58	112.17
宝鸡市	2,743.10	2.8%	8.38	92.65	58.97
延安市	2,231.93	4.6%	9.84	180.45	36.44
渭南市	2,201.13	4.0%	4.76	93.19	67.60

汉中市	1,905.45	4.3%	5.98	49.08	43.69
安康市	1,268.65	2.0%	5.13	31.37	43.41
商洛市	902.56	3.3%	4.46	26.89	25.33
铜川市	505.55	4.3%	7.17	22.24	11.76

注：铜川市人均GDP根据2022年末常住人口计算，其他地级市数据均来自国民经济和社会发展统计公报。  
 资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

**表2 西安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	11,486.51	4.4%	10,688.28	4.1%	10,020.39	5.2%
固定资产投资	-	10.5%	-	-11.6%	-	12.0%
社会消费品零售总额	4,642.11	-5.2%	4,963.42	0.8%	4,989.33	-2.9%
进出口总额	4,474.10	0.8%	4,399.96	26.5%	3,473.80	7.2%
人均GDP（万元）		8.88		8.37		7.74
人均GDP/全国人均GDP		103.63%		103.35%		106.78%

注：2020年人均GDP系根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：西安市2020-2022年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：西安市拥有电子信息、汽车、航空航天、高端装备、新材料新能源、食品和生物医药六大支柱产业，同时旅游产业优势突出，2023年以来区域旅游业复苏势头渐显。**按照集群化发展思路，西安市支柱产业企业分布在各大园区内。规划以集成电路、智能终端和新型电子元器件等为重点，打造电子信息制造产业集群，“十四五”重点项目包括三星12英寸闪存芯片二期、8英寸功率器件生产线、奕斯伟硅产业基地、比亚迪高端智能终端生产二期、西安中兴新思南科技产业基地、海康威视西安科技园等。规划以新能源汽车、节能汽车和关键零部件等为重点，打造汽车产业集群，“十四五”重点项目包括陕汽重卡扩能、开沃纯电动车和零部件产业园等。规划以飞机制造、航空发动机和航天运载动力等为重点，打造航空航天产业集群。规划以超特高压输配电设备、工程机械和轨道交通装备等为重点，打造高端装备产业集群。规划以超导材料、铝镁新材料和太阳能光伏等为重点，打造新材料新能源产业集群。规划以现代食品、生物医药和医疗器械等为重点，打造食品和生物医药产业集群。旅游相关收入是西安市消费增长的重要支撑。近年西安市围绕《长恨歌》、《梦长安》等大唐文化打造了多个旅游热点，临潼区成为国家首批全域旅游示范区，西安曲江大雁塔·大唐芙蓉园景区荣获国家5A级景区，其中大唐不夜城入选全国首批高品位步行街试点。2021年11月，西安市政府发布了《西安市“十四五”文化和旅游发展规划》，规划中提出，西安市以建设国家中心城市、国际消费中心城市和建成具有历史文化特色的国际化大都市为目的定位，到2025年，文化旅游及相关产业增加值占GDP比重达到16%，全年接待境内外游客突破4.0亿人次，旅游业总收入达到5,000亿元。此外，2022年9月，西安市政府发布了《西安国际消费中心城市培育创建三年行动方案（2022-2024年）》，提出力争到2024年，西安市旅游总收入突破4,000亿元。当前西安文旅全面复苏，2023年春节假期，西安市监测的15家重点旅游景区累计接待227.79万人次，同比增长160%，恢复至2019年同期水平。

**财政及债务水平：**按自然口径计算，近年西安市一般公共预算收入波动增长，政府性基金收入规模较大，但2022年有所下降，需关注其稳定性，目前广义债务率偏高。2022年西安市一般公共预算收入为834.09亿元，同口径增长9.7%，增幅在全国15个副省级城市排第1位，但考虑退税减税降费等因素后，从自然口径来看，2022年西安市一般公共预算收入同比略有下降，财政自给率表现一般，一般公共预算收入质量仍较好。房地产行业景气度下行，2022年西安市政府性基金收入同比有所下降，未来仍需关注其稳定性。西安市的地方政府债务余额规模较大，但考虑到其政府性基金收入较大，规模远超省内其他各市，整体债务压力可控。截至2021年末，西安市广义政府债务率<sup>1</sup>为402.52%，处于偏高水平。

**表3 西安市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	834.09	855.96	724.14
税收收入占比	72.45%	79.73%	78.94%
财政自给率	53.02%	58.05%	53.74%
政府性基金收入	1,262.94	1,460.39	1,207.32
地方政府债务余额	3,625.51	2,506.04	2,810.14

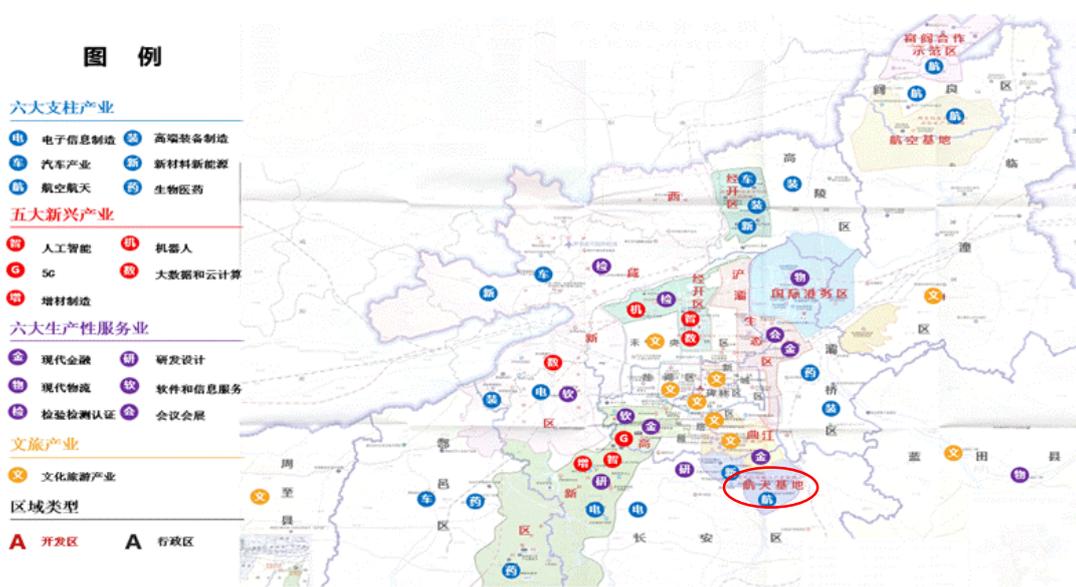
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：西安市政府网站，中证鹏元整理

**西安航天基地**是唯一以航天产业为特色的国家级经济技术开发区，以民用航天产业为主导发展方向，近年投资增速有所回落，但区域经济增速仍表现较好，近年经济实力稳步增强，一般公共预算收入保持增长，区域经济实力在西安市主要开发区中排名中等，综合财力排名相对靠后

**区位特征：**西安航天基地是唯一以航天产业为特色的国家级经济技术开发区，也是西安建设国际化大都市、国家中心城市的功能承载区。西安航天基地成立于2006年11月，于2010年6月升级为国家级陕西航天经济技术开发区，位于西安市主城区东南部、长安区韦曲镇，距西安市市中心仅8公里，北接曲江新区，西临西安高新技术产业开发区，南依秦岭北麓景观带。交通方面，西安市地铁2号线、4号线穿过基地，规划建设有地铁15号线。西安航天基地总规划面积为65.14平方公里，其中一期规划区23.04平方公里，已经基本建成，定位为产城融合的城市综合服务区；二期规划区42.10平方公里，正在建设中，定位为以航天产业及新能源产业为主的产业先导区。西安航天基地是国务院批准设立的、唯一以航天产业为特色的国家级经济技术开发区，是陕西省、西安市政府联合中国航天科技集团公司建设的航天科技产业和国家战略性新兴产业聚集区，是西安建设国际化大都市、国家级中心城市的功能承载区。根据第七次全国人口普查公报，截至2020年11月1日零时，西安航天基地常住人口为16.13万人。

<sup>1</sup> 广义政府债务率=（地方政府直接债务余额+地区已发债城投有息债务）/（公共财政收入+政府性基金收入+上级补助收入）

**图 2 西安航天基地区位图**


资料来源：西安市现代产业布局规划

**经济发展水平：**近年西安航天基地投资增速有所回落，但区域经济增长仍表现较好，区域经济实力在西安市主要开发区中排名中等，综合财力排名相对靠后。近年西安航天基地经济实力稳步增强，2020-2021年GDP同比分别增长12.1%和18.4%，2022年GDP为396.98亿元，同比增长8.8%，增速远高于陕西省和西安市GDP增速。2020-2021年西安航天基地固定资产投资同比增速分别为30.9%和22.2%，整体增速较高，主要系区域内招商引资项目的持续推进所致，固定资产投资对区域经济增长的带动作用明显，2022年投资增速回落至5.5%，主要系工业技改投资下降所致。消费增速波动较大，2019-2021年社会消费品零售总额同比增速分别为-4.1%、11.5%和-3.3%。在西安市主要开发中，西安航天基地的经济实力排名居中，但综合财力排名相对靠后。

**表4 2022年西安市主要开发区经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入	政府性基金收入
西安高新技术产业开发区	3,104.30	10.1%	137.67	219.21
西安经济技术开发区	1,125.01	6.5%	53.97	39.71
西咸新区	624.85	3.5%	95.04	-
<b>西安航天基地</b>	<b>396.98</b>	<b>8.8%</b>	<b>44.17</b>	<b>20.79</b>
曲江新区	-	-	42.00	63.69
浐灞生态区	343.96	6.0%	25.15	18.39
西安国际港务区	-	8.1%	32.68	72.71
西安阎良国家航空高技术产业基地	55.82	9.3%	2.12	4.81

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：各开发区政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**产业情况：**西安航天基地主要发展航天及新能源新材料相关产业，区域内在建及筹建项目数量较

**多，产业优势明显。**西安航天基地以民用航天产业为主导发展方向，现已构建起国家航天、商业航天、人工智能、大数据、新能源、新材料、通用航空、兵器制造与电子装备、现代服务业等九大主导产业，在建及筹建项目数量较多，重点项目包括隆基绿能年产 15GW 单晶硅片项目、隆基绿能年产 15GW 高效单晶电池项目、国家超算（西安）中心项目以及西安美畅制造基地项目等，主要入驻企业包括中国航天科技集团公司第六研究院、中国兵器工业集团公司第 206 研究所、中国航天科技集团公司五院西安分院等航天相关科研院所，以及隆基绿能科技股份有限公司、易事特集团、京东集团、华为技术有限公司、深圳市腾讯科技计算机系统有限公司等大型民营企业，2023 年西安航天基地担市级重点建设项目 53 个（含子项 61 个）总投资 898.54 亿元，年度计划投资 200.08 亿元。根据西安航天基地“十四五”规划，未来计划构建“3+3+2”产业体系，建设“产业航天”，其中第一个“3”是指航天、新能源新材料和高端装备制造三大支柱产业，到 2025 年三者产值分别力争达到 600 亿元、600 亿元和 80 亿元。

**财政及债务水平：**西安航天基地一般公共预算收入保持增长，且财政收入质量较好，但 2022 年政府性基金收入下降较多。近年西安航天基地一般公共预算收入稳定增长，税收占比较高，财政收入质量较好，受房地产市场行情影响，2022 年政府性基金收入下降较多，地方政府债务余额较为稳定。

**表5 西安航天基地主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	44.17	42.74	38.77
税收收入占比	85.47%	96.23%	96.31%
政府性基金收入	20.79	30.21	31.99
地方政府债务余额	-	67.74	68.92

资料来源：国家级陕西航天经济技术开发区 2020-2021 年财政决算报告、2022 年西安航天基地收入情况，中证鹏元整理

**投融资平台：**西安航天基地主要发债城投平台有 4 家，其中航天城投由航天基地管委会 100.00% 持股，是西安航天基地最重要的基础设施建设主体，其业务主要由下属各子公司负责，业务范围涵盖土地开发整理、配套基础设施建设、房地产开发业务以及产业园租赁业务等。航天城发由航天基地管委会和航天城投分别持股 53.51% 和 46.49%，航天高技术由航天基地管委会和航天城发分别持股 52.12% 和 47.88%，但根据航天基地管委会与航天城投、航天城发签订的《股权托管协议》约定，西安航天基地管委会将持有航天城发的全部股权委托给航天城投经营管理，将持有航天高技术的全部股权委托给航天城发经营管理，故航天城发的控股股东为航天城投，航天高技术的控股股东为航天城发，航天城发本部主要负责区域内产业园区的开发，航天高技术主要负责区域内土地整理业务。兴航建设由航天高技术 and 航天城发分别持股 51.00% 和 49.00%。

**表6 西安航天基地主要投融资平台（单位：亿元）**

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
航天城投	航天基地管委会	204.00	71.98%	21.02	447.77	西安航天基地最重要的基础设施建设主体
航天城发	航天基地管委会	158.99	68.55%	12.89	271.77	主要负责西安航天基地产业园区开发业务

航天高技术	航天城发	148.12	64.07%	12.34	185.36	主要是负责西安航天基地土地整理和代建业务 西安航天基地基础设施建设的实施主体之一
兴航建设	航天高技术	23.61	69.92%	4.30	36.88	

注：财务数据为 2022 年度/2022 年末数据；兴航建设总债务未考虑其他短期和长期债务调整项。

资料来源：ifind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是西安航天基地最重要的基础设施建设主体，业务范围涵盖土地开发整理、基础设施建设、房地产开发、产业园出租、物业管理、市政服务等，收入结构较为多元，公司土地开发整理业务在西安航天基地内具有一定区域专营优势，主要在建土地开发整理项目投资规模较大，业务持续性较好，在建房地产、产业园项目投资规模大，可陆续结转收入和提升租赁收入，且公司继续在政府补贴、财政贴息等方面获得较大支持，但土地整理投入资金均为自筹，在建在建房地产、产业园项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资金压力

作为西安航天基地最重要的基础设施建设主体，公司主要负责西安航天基地内土地开发整理和配套基础设施建设工作，业务范围涵盖土地开发整理、基础设施建设、房地产开发、产业园出租、物业管理、市政服务等，收入结构较为多元，2022年公司土地整理收入、房地产收入、让渡资产使用权收入（即租赁业务）合计占比为74.89%，公司毛利润也主要来自该三类业务。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理业务收入	0.00	0.00%	-	7.75	36.87%	6.00%	9.26	49.23%	6.00%
房地产收入	0.00	0.00%	-	3.92	18.65%	33.29%	4.99	26.52%	12.79%
代建费收入	0.00	0.00%	-	0.22	1.03%	57.75%	0.44	2.35%	41.82%
建设工程收入	0.14	11.19%	25.67%	1.42	6.74%	2.53%	0.24	1.29%	32.73%
让渡资产使用权收入	0.47	38.17%	6.18%	4.07	19.37%	40.06%	1.04	5.52%	7.27%
市政业务收入	0.00	0.00%	-	0.83	3.94%	21.99%	0.81	4.31%	19.96%
物业费收入	0.22	17.92%	-4.41%	0.99	4.73%	8.50%	0.71	3.80%	0.47%
人力资源服务费	0.21	17.48%	-3.17%	0.81	3.85%	0.85%	0.58	3.06%	-1.93%
其他收入	0.19	15.25%	-171.90%	1.01	4.82%	-1.79%	0.74	3.92%	16.57%
<b>合计</b>	<b>1.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>-22.32%</b>	<b>21.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.16%</b>	<b>18.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.62%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

### （一）土地整理业务

公司土地开发整理业务在西安航天基地内具有一定区域专营优势，主要在整理的土地开发项目投资规模较大，业务持续性较好，但亦面临较大的资金压力，且预付和应收土地整理款对公司资金形成较大占用

公司土地开发整理业务分成两部分，一部分由孙公司航天高技术负责，另一部分由公司本部与航天基地土地储备中心（以下简称“土储中心”）进行土地联合投资开发。

航天高技术负责的土地开发整理业务模式为航天高技术与土储中心签订《拆迁及土地整理委托合同》，按合同约定负责航天基地一期的拆迁及土地整理工作，实际由航天高技术委托航天基地征地拆迁安置办公室（以下简称“拆迁安置办”）负责实施，土地开发整理资金由航天高技术自筹后预付给拆迁安置办，计入预付款项。土地整理完毕后，航天高技术对拆迁安置办移交的土地进行验收并结算，将预付款项结转至存货。航天高技术定期与土储中心进行土地整理结算，对达到验收条件的土地确认成本，在成本的基础上加成一定比例由航天高技术确认收入。截至2022年末，公司预付款项中预付给拆迁安置办款项204.29亿元，对公司资金存在较大占用。2022年公司土地开发整理收入为7.75亿元，有所下降，毛利率保持稳定。从土地征拆情况来看，公司土地征拆面积规模较大，且继续上升。

**表8 公司土地征拆情况**

项目名称	2022年	2021年
村庄数（个）	6	11
户数（户）	6,691	8,901
拆迁面积（万平方米）	146	109

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司已根据航天基地规划开展二期规划区土地开发整理工作，但尚未与航天基地土储中心签署土地整理委托合同。截至2023年3月末，公司在整理土地计划总投资计划总投资309.18亿元，已投资246.62亿元，尚需投资62.56亿元，同期末公司拟新增的土地整理项目计划总投资61.42亿元，考虑到其投入资金均为自筹，后续面临较大的资金支出压力，且土地整理项目回款易受房地产市场行情和土地出让计划影响。

**表9 截至2023年3月末公司主要在整理的土地开发项目（单位：亿元、亩）**

项目名称	计划总投资	已投资	整理面积	计划整理期间
新和村（一~五组）	22.00	4.40	692.63	2022.09-2027.08
西曹北村（一~五组）	20.15	17.00	634.36	2018.06-2023.06
西曹南村（一~四组）	20.15	17.00	634.22	2018.06-2023.06
西四府（四~十一组）	18.56	18.56	509.75	2018.03-2022.03
东四府（六~十组）	17.83	17.83	621.7	2015.01-2021.12
大兆村（一~三组）	17.63	14.60	547.61	2018.06-2023.06
北里王村（一~九组）	16.70	16.70	518.63	2019.08-2023.12
高望堆村（二、五组）	16.43	16.43	510.17	2016.01-2022.12
东兆余（一~七组）	15.41	13.27	485.12	2018.01-2023.06
双竹村（八~十一组）	15.07	15.07	468.18	2013.12-2022.12
四府井（七~十组）	15.04	15.04	467.18	2010.01-2019.12
栲栳村（一~七组）	14.22	14.22	447.62	2018.01-2023.07

西曹村（三组）	13.50	3.38	425.02	2022.06-2026.10
西北村（七~十组）	13.47	11.45	418.23	2018.01-2023.12
兆寨村（十三~十五组）	12.50	4.17	572.03	2022.01-2025.06
西曹村（一~五组）	10.37	10.37	326.62	2018.10-2023.04
兆寨村（一~二、四~六）组	9.52	5.42	435.86	2018.02-2023.04
双竹村（六~十组）	8.01	8.01	246.51	2018.09-2023.12
新寨子（七~九组）	6.90	3.45	241.06	2022.08-2024.08
旧寨子（二~五组）	6.40	6.40	270.96	2019.08-2023.04
新寨子（一、三~四组）	5.36	5.36	187.43	2018.11-2023.12
中兆村（三、八~十组）	5.34	5.34	255.53	2019.01-2023.09
旧寨子（六~八组）	5.14	1.71	215.87	2022.09-2025.09
二府井（一~九组）	2.59	0.86	78.71	2022.04-2025.04
东兆余（九组）	0.46	0.15	14.17	2021.03-2024.03
南里王（六组）	0.40	0.40	12.35	2018.09-2023.11
<b>合计</b>	<b>309.18</b>	<b>246.62</b>	<b>10,237.52</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地联合投资开发模式下，公司本部与土储中心签订《联合投资开发协议书》，协议约定双方对航天基地一期土地进行联合开发。由土储中心负责土地整理工作，公司按土储中心整理开发土地的实测面积支付投资款，待土地开发完成后，双方对土地开发费用进行结算，土储中心向公司退付投资款并按照土地净收益的10%给予公司投资回报。公司联合投资开发模式下的土地整理已于2016年底全部完成，平整后的土地在2020年末全部完成出让，自2021年开始公司该部分业务不再产生收入。但截至2022年末，公司向土储中心支付的投资款余额为35.68亿元，计入“长期应收款”，2021-2022年该部分款项未实现回款。整体来看，预付和应收土地整理款对公司资金形成较大占用。

## （二）房地产业务及让渡资产使用权业务

### 1、房地产开发业务

公司房地产业务尚需投资规模较大，面临较大资金支出压力，且需关注其未来建设进度和销售情况

公司房地产开发业务包括商品房开发和标准化厂房出售业务，主要由子公司西安航天城实业发展有限公司（以下简称“航天实业”）负责，公司房地产开发业务遵循市场化运作模式，从前期取得土地、项目设计与建设到销售等各个环节均由公司自主开发。由于公司所建房地产项目主要用于招商引资、吸引人才落户，在销售定价方面，公司采取低于市场价的销售策略。公司所开发商品房均用于出售，写字楼及标准化厂房部分用于出售、部分用于出租，2022年公司房地产开发业务收入为3.92亿元，毛利率为33.29%。截至2023年3月末，公司主要在建房地产项目主要为商业办公类项目，总建筑面积99.73万平方米，合计总投资100.99亿元，尚需投资80.63亿元，公司房地产开发项目未来资金支出压力较大，且需关

注项目未来建设进度和销售情况。

**表10 截至 2023 年 3 月末公司主要在建房地产开发项目（单位：亿元、万平方米）**

项目名称	项目类别	总投资	已投资	总建筑面积
新能源新材料科技园	产业园；出售、出租	14.75	1.32	18.89
佰邻街	商业；出售	8.00	3.96	7.80
香堤溪岸	住宅；出售	5.82	2.71	6.80
创想中心	办公；出租	35.00	6.62	27.53
智慧经济产业园	产业园；出售、出租	37.42	5.75	38.71
<b>合计</b>	-	<b>100.99</b>	<b>20.36</b>	<b>99.73</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 2、让渡资产使用权业务

2022年公司让渡资产使用权业务收入大幅增长，主要在建自营产业园投资规模较大，预计公司租赁收入将随着项目的陆续完工及对外出租而有所增长，但项目尚需投资规模较大，且未来收益易受项目建设进度、市场行情和招商引资等因素影响，存在不确定性

让渡资产使用权业务主要由兴航建设、航天实业以及西安航天基地丝路慧谷控股集团有限公司等负责实施，主要通过出租写字楼、办公楼，为园区内企业提供办公场所收取的租金收入，2022年公司让渡资产使用权收入大幅增长，主要系公用服务产业园基础设施项目部分完工并对外出租所致，主要承租方为西安隆基乐叶光伏科技有限公司、西安荣耀终端有限公司等。截至2022年末，公司主要在建自营产业园项目预计总投资额173.95亿元，累计已投资66.42亿元，尚需投资规模较大，且公司自营项目的收益情况易受建设进度、市场行情、招商引资等因素影响，存在不确定性。

**表11 截至 2022 年末公司主要自营产业园建设项目（单位：亿元、万平方米）**

项目名称	总投资	已投资	总建筑面积
航天基地智能制造产业园	26.80	4.49	160.26
军民融合创新园	20.00	11.70	142.00
新经济产业园	17.35	8.05	94.00
数据应用产业园项目	20.90	2.09	78.00
未来之芯项目	21.60	4.80	62.00
超算中心项目	41.00	11.34	127.00
公用服务产业园基础设施项目	26.30	23.95	448.00
<b>合计</b>	<b>173.95</b>	<b>66.42</b>	<b>1,111.26</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （三）基础设施建设业务

公司基础设施代建项目已基本完工，保障房、学校等代建项目建设资金由委托方负责筹集并按项

## 目进度支付工程款，该业务后续资金支出压力不大

公司基础设施建设业务主要包含航天基地一期和二期规划区域内的基础设施建设项目，截至2022年末，航天基地一期和二期基础设施建设项目已基本完工，公司尚未收回的基建项目投入成本为27.29亿元，规模仍较大，对公司资金形成较大占用。

保障房、学校等代建项目主要由航天实业负责，委托方主要为拆迁安置办、航天基地管委会或学校，航天实业就每个项目与业主方分别签订委托代建协议，协议约定资金主要由委托方负责筹集，并按项目进度及时向航天实业支付一定的代建费，代建费按照一定加成比例核算，加成比例一般为3%，各项目之间略有差异。工程建设费用由委托方按照代建单位实际需要及时拨付，代建费由委托方按照年度项目完成投资额计算并拨付。截至2023年3月末，公司在建保障房项目包括山水怡居、祥居雅苑、煦园小区、栲栳村安置项目、东兆余安置项目、西曹村安置项目以及新旧寨子安置项目等，合计计划总投资114.47亿元，已投资52.78亿元，考虑到部分建设资金由委托方自行筹集，公司实际资金支出压力较小。2022年末，公司其他应付款中暂收待付款项为22.61亿元，主要为收取的未结算代建项目工程款。

### （四）其他业务

公司其他业务包括工程施工、市政园林绿化、物业管理、人力资源服务、设计、餐饮、担保及小贷业务等，整体规模均不大，其中担保业务面临较大的代偿风险

担保业务由航天融担负责经营，主要为园区内企业及部分地方国企等提供担保，2022年航天担保保费收入为597.51万元，2022年末航天融担对外担保金额为91,431.06万元，代偿金额为9,778.93万元，需关注对入园企业提供融资担保的代偿风险。

公司小贷业务由西安航天基地科创小额贷款有限公司负责运营，收入来源主要通过为西安航天基地内企业发放贷款，收取贷款利息，2022年科创小贷公司小额贷款收入为246.49万元，期末发放贷款账面余额4,948.00万元，其中包括一笔关注类贷款230.00万元，公司已计提减值准备4.60万元；包含一笔损失类贷款1,400.00万元，公司对此已全额计提减值准备。

### 公司继续获得较大的外部支持

作为西安航天基地最重要的基础设施建设主体，2022年公司继续在政府补贴、财政贴息等方面获得较大支持，2022年公司其他收益为7.51亿元，其中5.58亿元为基础设施建设运营补助资金，其他主要为各项目专项款和奖补资金；公司收到的当地政府拨付财政贴息18.72亿元，冲减当期财务费用。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

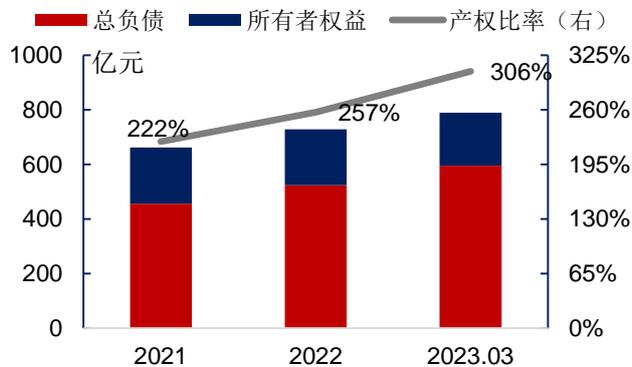
以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年三年连审审计报告、2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增8家子公司，同时减少4家子公司；2023年1-3月，公司合并范围未发生变化。

### 资本实力与资产质量

公司平台地位突出，资产规模持续增长，存量资产仍以预付款项、应收款项和存货为主要构成，其中预付款项、应收款项主要系土地开发整理业务形成的，存货也主要为土地开发整理投入以及房地产开发项目、基础设施建设成本，回款易受拆迁进度和结算资金安排影响存在一定不确定性，对公司资金形成较大占用，且公司存在一定规模的受限资产，整体资产流动性较弱

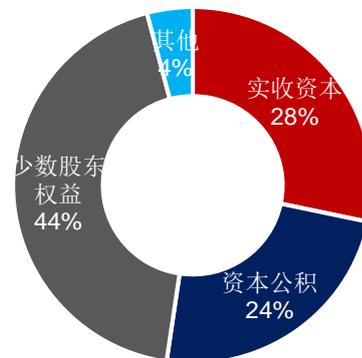
随着债务融资规模扩大，公司总负债大幅增长，2023年3月末为594.46亿元，较2021年末增长30.37%；随着永续债的到期以及公司利润分配，公司所有者权益小幅下降，受此影响，公司产权比率上升，所有者权益对负债的保障程度较低。从权益结构来看，公司少数股东权益占比较高，主要为航天基地管委会持有的航天城发股权，其次为实收资本和资本公积。

图3 公司资本结构



资料来源：公司2019-2021年三年连审审计报告、2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表

图4 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司总资产规模持续提升，2023年3月末较2021年末增长19.31%。资产结构上，以流动资产为主，存量资产以预付款项以及应收款项（其他应收款和长期应收款）、存货和货币资金为主要构成，2023年3月末合计占比为77.78%。预付款项主要系公司垫付的拆迁安置款项，2022年末预付拆迁安置办土地整理款204.39亿元；公司长期应收款均为土地联合开发投资业务模式下产生的应收土储中心款项，2022年末35.68亿元；2022年末公司其他应收款大幅增长，其中应收拆迁安置办往来款大幅增至50.31亿元。公司存货主要由开发成本和合同履约成本构成，开发成本77.10亿元主要为房地产项目建设成本，合同履约成本127.22亿元主要包括土地整理成本96.20亿元以及城市基础设施项目成本27.29亿元，2022年末存货规模大幅增长，主要系开发成本投入增加所致，公司预付款项、应收款项及存货占比较高，其中预付

款项及应收款项主要系土地开发整理业务形成的，存货也主要为土地开发整理投入以及房地产开发项目、基础设施建设成本，回款易受拆迁进度和结算资金安排影响存在一定不确定性，对公司资金形成较大占用。截至2022年末，公司货币资金为58.26亿元，其中受限货币资金28.59亿元，主要为定期存单质押、信用证保证金等。

其他资产构成方面，公司在建工程主要为公司各类产业园项目的投入成本，主要包括军民融合创新园、超算中心项目等，2022年公用服务产业园基础设施项目完工，并转入投资性房地产科目核算，公司投资性房地产采用成本方式计量，已全部抵押。公司固定资产主要为房租建筑物，同比增长主要系在建工程完工转固以及购买增加所致。

截至2023年3月末，公司受限资产包括57.75亿元存货、43.96亿元在建工程、38.74亿元投资性房地产、30.63亿元货币资金和其他少量受限的固定资产、无形资产等，账面价值合计176.48亿元，占总资产的比例为22.37%，受限比例较高。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	90.39	11.46%	58.26	8.00%	71.27	10.78%
预付款项	221.16	28.04%	209.86	28.82%	241.05	36.46%
其他应收款	62.98	7.98%	59.30	8.15%	12.52	1.89%
存货	203.39	25.78%	204.47	28.08%	179.77	27.19%
<b>流动资产合计</b>	<b>594.73</b>	<b>75.39%</b>	<b>547.06</b>	<b>75.14%</b>	<b>515.06</b>	<b>77.90%</b>
固定资产	38.12	4.83%	38.39	5.27%	17.33	2.62%
在建工程	54.89	6.96%	43.31	5.95%	55.52	8.40%
长期应收款	35.68	4.52%	35.68	4.90%	35.68	5.40%
投资性房地产	24.67	3.13%	24.85	3.41%	6.51	0.98%
<b>非流动资产合计</b>	<b>194.11</b>	<b>24.61%</b>	<b>181.01</b>	<b>24.86%</b>	<b>146.12</b>	<b>22.10%</b>
<b>资产总计</b>	<b>788.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>728.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>661.17</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表

## 盈利能力

公司土地整理业务持续性较好，财政贴息、政府补贴对利润贡献较大，但2022年汇兑损失规模较大，对公司利润形成一定侵蚀

公司营业收入主要来自土地整理、房地产以及让渡资产使用权等业务，其中土地开发整理收入是公司营业收入的最主要来源，2022年公司房地产业务毛利率提升，叠加毛利率较高的让渡资产使用权收入大幅增长，带动公司营业收入增长和销售毛利率提升。当前公司主要在建土地开发整理项目投资规模较大，业务可持续性较好，但公司账面预付的土地拆迁款亦保持较大规模，该业务资金占用规模较大。公

司营业利润下降较多，主要系财务费用同比增长，以及投资收益同比下降所致；2022年公司美元债产生汇兑损失3.22亿元（2021年为-2.38亿元），计入财务费用中，汇兑损失对公司利润形成一定侵蚀。航天基地管委会继续在财政贴息、政府补贴方面给予公司较大支持，2022年公司财政贴息金额和其他收益分别为18.72亿元和7.51亿元，同比均有所增长，其中其他收益主要由各项专项资金、补助资金和补贴款构成，财政贴息、政府补贴对公司利润贡献较大。

**表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	1.22	21.02	18.80
营业利润	-6.41	2.06	4.96
其他收益	0.01	7.51	5.66
利润总额	-6.42	1.85	4.73
销售毛利率	-22.32%	18.64%	9.62%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 偿债能力

公司资产负债率处于较高水平且呈现逐年升高趋势，总债务呈现较快增长，融资租赁等非标融资规模较大，短期债务占比持续提升，存在较大的债务集中兑付压力

截至2023年3月末，公司总债务为509.93亿元（含永续债），较2021年末增长33.57%，以长期债务为主，长期债务占总债务比重为68.04%，但短期债务占比持续上升。

2022年末公司短期债务主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成，其中短期借款主要为保证借款和质押借款，一年内到期的非流动负债中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为61.89亿元、30.89亿元和20.68亿元（不含应计利息），其中一年内到期的长期借款和应付债券增长同比增加较多。2022年末公司长期债务主要由长期借款、应付债券和长期应付款有息部分构成，其中长期借款主要为保证借款、质押借款和抵押借款，应付债券包括28只存续债（含债权融资计划、美元债等），发行期限主要为3-7年，发债主体主要为公司本部和航天高技术；2023年1-4月，公司本部发行了“23航天01”和“23西安航天MTN001”，合计发行规模14.00亿元，航天高技术发行了3期美元债，合计发行规模17.50亿元，长期应付款中包括22.19亿元融资租赁款，主要包括光大金租、水务租赁、皖江租赁以及久实租赁等。

经营性负债方面，2022年末公司应付账款主要系应付工程款，账龄主要集中在1年以内；合同负债主要为产品销售预收款，其他应付款主要为收取的未结算代建项目工程款。

**表14 截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	融资余额	1年以内	1年以上
银行借款	277.95	109.29	168.66

债券融资	182.56	30.45	152.11
非标融资	42.29	22.76	19.54
<b>合计</b>	<b>502.80</b>	<b>162.49</b>	<b>340.31</b>

注：以上统计未包括租赁负债、应付票据等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	45.67	7.68%	26.86	5.13%	27.67	6.07%
应付账款	21.04	3.54%	23.16	4.42%	17.13	3.76%
合同负债	22.31	3.75%	22.31	4.26%	19.79	4.34%
其他应付款	27.81	4.68%	25.71	4.91%	33.27	7.30%
一年内到期的非流动负债	117.03	19.69%	119.96	22.89%	65.81	14.43%
<b>流动负债合计</b>	<b>242.31</b>	<b>40.76%</b>	<b>222.66</b>	<b>42.49%</b>	<b>166.42</b>	<b>36.50%</b>
长期借款	168.66	28.37%	141.85	27.07%	134.14	29.42%
应付债券	152.11	25.59%	128.76	24.57%	125.70	27.57%
长期应付款	21.31	3.58%	23.91	4.56%	24.28	5.33%
<b>非流动负债合计</b>	<b>352.15</b>	<b>59.24%</b>	<b>301.41</b>	<b>57.51%</b>	<b>289.54</b>	<b>63.50%</b>
<b>负债合计</b>	<b>594.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>524.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>455.96</b>	<b>100.00%</b>
总债务	509.93	85.78%	447.77	85.44%	381.77	83.73%
其中：短期债务	162.99	27.42%	147.06	28.06%	93.48	20.50%
长期债务	346.94	58.36%	300.71	57.38%	288.29	63.23%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，公司资产负债率处于较高水平且呈现逐年升高趋势，现金短期债务比波动下降，且公司受限货币资金占比较高，对短期债务的覆盖能力一般，存在较大的集中兑付压力，公司EBITDA利息保障倍数小幅下降。公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，2022年公司经营活动现金流净额有所改善，但仍为净流出，随着公司土地整理项目、房地产以及自营产业园项目的持续投入和存量债务的滚续，预计未来公司融资需求仍较大，截至2023年3月末公司金融机构总授信额度为286.58亿元，尚未使用的授信额度为71.83亿元，备用流动性尚可。

**表16 公司偿债能力指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	75.36%	71.98%	68.96%
现金短期债务比	0.54	0.39	0.76
EBITDA 利息保障倍数	--	1.12	1.18

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

## ESG 风险因素

### 中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

根据《西安航天城投资发展集团有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，环境方面，近一年来公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生；社会方面，近年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

治理方面，2022 年董事由周涛变更为付伟。2023 年，公司发布公告称，公司董事长兼总经理冯需因退休离任，但尚未完成工商变更，财务负责人严红英离任，在新的董事长/总经理、财务负责人到位之前，由公司常务副总经理叶华中代为履行总经理职责，由董事张彩华代为履行财务负责人职责。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日：2023年5月17日）、航天城发（查询日：2023年5月18日）和航天高技术（查询日：2023年5月6日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部、航天城发和航天高技术公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2022年末，公司对外提供担保的在保余额合计为9.86亿元，其中航天融担因经营担保业务产生的对外担保为91,431.06万元，剩余为航天实业开展房地产业务产生的房贷担保，航天融担对外担保共发生代偿13笔，代偿总金额为9,778.93万元，整体来看，公司担保业务面临的代偿风险较大。

## 八、外部特殊支持分析

公司是航天基地管委会下属重要企业，航天基地管委会直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，西安市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与西安市政府的联系中等。公司是航天基地管委会100%持股的全资子公司，西安航天基地为西安市主要开发区之一，西安市政府对公司的经营战略和业务运营具有绝对控制权，预计与西安市政府的联系较为稳定。但近年来公司收入基本来源于西安市航天基地管委会非西安市政府，近年受到西安市政府在资产注入和财政补贴方面的支持力度较少。

（2）公司对西安市政府非常重要。公司是西安航天基地最重要的基础设施建设主体，2022年收入主要来自土地整理、房地产和让渡资产使用权业务，公司在基础设施建设方面对政府的贡献很大，公司目前已发债，如违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 九、债券偿还保障分析

湖北担保为“22航天01/22航天城投债01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了“22航天01/22航天城投债01”的安全性

湖北担保为“22航天01/22航天城投债01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券到期之日起两年。

湖北担保是湖北省资本金和业务规模领先的担保机构，原名为湖北中企投资担保有限公司，设立于2005年2月，初始注册资本为7,100万元。后经多次增资扩股，截至2022年末湖北担保注册资本和实收资本均为75亿元，控股股东为湖北联投资本投资发展有限公司（以下简称“联投资本”），持股比例为66.67%，间接控股股东为湖北省联合发展投资集团有限公司（以下简称“联投集团”），实际控制人仍为湖北省国资委，具体股权结构如下图所示。

图 5 截至 2022 年末湖北担保股权结构图



资料来源：公开资料及湖北担保提供

湖北担保主要经营直接融资担保、间接融资担保等融资性担保业务及投资业务。2022年以来，湖北担保继续秉承“支持实体企业发展，促进地方经济建设”的发展思路，加大与全国部分中资银行以及主流券商、基金公司、信托公司、资产管理公司的合作力度，直接融资担保业务规模同比有较明显增长。截至2022年末，湖北担保直接融资担保余额568.85亿元，同比增长35.97%，带动湖北担保2022年末担保余额同比增长29.07%至608.85亿元。

表17 湖北担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	245.90	242.71	404.29

担保余额	608.85	471.71	525.95
其中：融资担保余额	586.28	468.21	525.85
间接融资担保余额	17.43	49.86	41.40
直接融资担保余额	568.85	418.35	484.45
非融资担保余额	22.56	3.50	0.10
融资担保责任余额	485.10	385.42	405.76
融资担保责任余额放大倍数（X）	4.64	4.17	4.65

注：业务数据口径为湖北担保本部口径。

资料来源：湖北担保提供，中证鹏元整理

目前湖北担保直接融资担保业务均为债券和资产证券化产品担保业务，截至2022年末湖北担保的担保业务已分布于全国近20个省份。债券担保业务主要分布于湖北省内以及浙江、江西、福建等经济较发达地区，客户集中于城投类企业，且集中在湖北省，行业和区域集中度较高，不利于分散业务风险。湖北担保债券担保业务主要为城投类企业发行的企业债和公司债。债券担保业务来源主要为证券公司推荐以及业务人员自主拓展，自湖北担保展业以来，伴随湖北担保市场影响力的逐步提升以及债券市场担保需求的增长，债券担保业务规模快速增长。截至2022年末，湖北担保债券担保余额568.85亿元，在担保余额中的占比上升至97.03%。

湖北担保间接融资担保业务主要为新型政银担和贷款担保，主要客户为中小微民营企业和地方国企，其中针对中小微民营企业的新政银担业务由湖北担保持股99%的子公司湖北省中小微企业融资担保有限公司（以下简称“中小微担保”）负责。近年来湖北担保控制一般性质的贷款担保业务开展规模，积极推动新型政银担业务开展力度，与武汉市财政局、地方金融工作局、再担保集团及多家合作银行签订《湖北省新型政银担合作协议》，与再担保机构及合作银行签订《银担“总对总”批量担保业务合同》，在落地湖北银行“再担助力贷”批量业务、平安税金贷批量项目、浙江网商银行“网商助力贷”批量业务、创业贷批量项目、建设银行总对总批量项目等政银担创新业务的基础上持续发力，不断扩大业务规模。截至2022年末，湖北担保本部间接融资担保余额为17.43亿元，受新型银证担业务自2022年开始全部交由中小微担保负责影响，本部间接融资担保余额同比显著下降，但同时中小微担保2022年末间接融资担保余额同比增304.65%至57.38亿元。

针对非融资担保业务，2021年湖北担保设立了保函业务部专职开展非融资担保业务，2022年湖北担保积极利用湖北省政府招投标项目信息化建设的推进，加大保函业务开展力度，同时尝试与工程咨询公司合作设立代理制度进行项目拓展，带动非融资担保业务规模快速增长。截至2022年末，湖北担保非融资担保余额22.56亿元，相当于2021年末的6.45倍。

2022年湖北担保当期担保代偿额0.81亿元，主要为中小微担保业务产生的代偿项目，当期担保代偿率为0.72%，同比略有上升，但仍处于相对较低水平。湖北担保主要通过催收、诉讼、债权转让、处置抵押物等方式进行追偿，截至2022年末，湖北担保累计代偿回收率为39.10%，整体回收情况一般。在宏

观经济增长承压的背景下，中小企业经营压力较大，需持续关注湖北担保在保项目的风险情况和代偿回收情况。截至2022年末，湖北担保拨备覆盖率为257.34%，同比增长27.10个百分点。

受益于对外融资规模增加和经营积累影响，2022年湖北担保资产总额保持增长，截至2022年末湖北担保资产总额183.19亿元，同比增长21.75%。湖北担保资产主要由货币资金、委托贷款、其他应收款、债券投资和长期应收款构成。截至2022年末，湖北担保货币资金规模为35.91亿元，其中受限资金7.64亿元，为存出保证金4.48亿元和3.16亿元不可转让大额存单。截至2022年末，湖北担保委托贷款账面余额为9.94亿元，其中前五名单位账面余额合计8.92亿元，集中度高，需持续关注湖北担保委贷风险控制情况；已计提减值准备1.61亿元，账面价值为8.33亿元。其他应收款主要为联投集团往来款和应收代偿款，账龄主要在1年以内，截至2022年末为27.82亿元，较2021年末增长151.12%，为提高资金运营效率，联投集团加大对财务管控力度，2022年末湖北担保应收联投集团往来款规模同比显著增长至22.05亿元。

湖北担保债权投资主要由债券投资、理财产品和信托计划产品构成，2022年以来债权投资规模进一步增长。截至2022年末，湖北担保债权投资余额67.32亿元，其中债券投资、理财产品和信托计划产品分别为38.65亿元、20.37亿元和8.29亿元，已计提减值准备1.20亿元，账面净额为66.11亿元，同比增长11.40%。湖北担保的长期应收款为湖北担保合计持股80%的控股子公司湖北省融资租赁有限责任公司（以下简称“湖北租赁”）的应收融资租赁款，截至2022年末账面价值为41.54亿元，同比增长79.44%，主要原因系当年湖北租赁的租赁业务投放力度较大所致，同期末湖北租赁无不良类租赁项目。

截至2022年末，湖北担保本部口径 I级资产、II级资产之和与资产总额扣除应收代偿款的比例为72.95%，I级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为60.57%，III级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为27.05%；三级资产占比均符合《融资担保公司监督管理条例》的规定。

湖北担保负债主要由有息负债和担保业务准备金构成，随着湖北租赁的租赁业务规模上升对融资需求加大以及湖北担保担保业务的持续发展，2022年湖北担保负债总额快速增长，截至2022年末湖北担保负债总额49.55亿元，同比增长61.77%，其中有息负债合计33.17亿元，借款人主要为湖北租赁，未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计10.31亿元，同比增长19.41%。

受益于经营利润积累，2022年湖北担保所有者权益规模持续增强，此外2022年湖北担保发行了6.00亿元永续债，对资本补充也形成了帮助。截至2022年末，湖北担保所有者权益合计133.64亿元，同比增长11.52%。截至2022年末，湖北担保融资担保责任余额放大倍数为4.64倍，同比有所上升但仍处于相对较低水平。

湖北担保收入主要来自担保业务、自有资金投资业务以及融资租赁业务，其中投资业务收入计入投资收益项目。受益于担保业务规模的增长，2022年湖北担保实现已赚保费9.10亿元，同比增长5.55%；湖北担保利息收入主要来自融资租赁业务收入，随着租赁业务规模的上升，湖北担保利息收入快速增长，2022年湖北担保利息收入2.58亿元，相当于2021年的2.01倍。在以上因素的综合作用下，2022年湖北担

保营业总收入同比增长10.74%至12.50亿元。湖北担保投资收益主要为债权投资持有期间的利息收益，2022年投资收益同比下降40.14%至2.62亿元。湖北担保营业总成本主要由提取赔偿准备金以及财务费用和管理费用构成。2022年以来湖北担保的担保业务规模同比有较明显增长，当年提取的担保赔偿准备金保持在较高水平，2022年提取赔偿准备金为1.34亿元。随着对外融资规模的上升，湖北担保利息支出持续增长，但受益于利息收入的上升，2022年湖北担保财务费用同比有所下降。2022年，湖北担保加大了费用管控力度，当年管理费用同比下降7.01%。从盈利指标来看，尽管2022年湖北担保投资收益规模同比有所下降，但受益于营业总收入的增长和成本费用支出的下降，2022年湖北担保主要利润规模指标同比均有不同程度增长。2022年，湖北担保净资产收益率为6.17%，同比基本保持稳定。

**表18 湖北担保主要财务数据及指标（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	183.19	150.46	145.76
货币资金	35.91	43.16	36.82
应收代偿款净额	5.22	4.50	2.83
所有者权益合计	133.64	119.83	112.63
营业总收入	12.50	11.29	8.26
投资收益	2.62	4.38	4.82
净利润	7.82	7.23	8.00
净资产收益率	6.17%	6.22%	7.37%
累计担保代偿率	0.74%	0.74%	0.78%
累计代偿回收率	39.10%	39.96%	48.62%
拨备覆盖率	257.34%	230.24%	307.80%

资料来源：湖北担保 2020-2022 年审计报告及湖北担保提供，中证鹏元整理

湖北担保作为湖北省资本金和业务规模领先的担保机构，间接控股股东为联投集团，实际控制人为湖北省国资委，联投集团综合实力强，近年来在资金、业务开展等方面为湖北担保提供有力支持。联投集团成立于2008年7月，注册资本为43.28亿元。联投集团是经湖北省委、省政府批准成立并服务于武汉城市圈“两型”社会综合配套改革试验区的大型国有控股企业，业务涉及工程建设、高速公路投资与运营、房地产开发、科技园区开发、城市基础建设及土地代征、商品销售、矿业、环保科技等多项业务，拥有高速公路、股权资产、土地等大量的优质资源。截至2022年末，联投集团资产总额为2,859.92亿元，所有者权益合计593.19亿元；2022年实现营业总收入944.66亿元，净利润29.77亿元。

综上，湖北担保为湖北省重要的担保机构，资本实力强，整体资产流动性较好，2022年以来担保业务规模继续增长，融资担保放大倍数相对较低，业务发展空间较大；同时中证鹏元也关注到湖北担保债券担保业务行业和区域集中度较高、累计代偿回收情况一般等风险因素。经中证鹏元综合评定，湖北担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22航天01/22航天城投债01”的安全性。

陕西增信为“22航天02/22航天城投债02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了“22航天02/22航天城投债02”的安全性

陕西增信为“22航天02/22航天城投债02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保的范围包括债券本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用，保证期间为“22航天02/22航天城投债02”存续期及兑付日起两年。

陕西信用增进前身为西安经金融资担保有限公司，2013年1月由西安经开城市投资建设管理有限责任公司（以下简称“西安经开城投”）、西安经济技术开发区管理委员会（以下简称“西安经开区管委会”）、西安经诚风险投资有限责任公司分别出资13.00亿元、1.00亿元和1.00亿元设立，初始注册资本为15.00亿元。2019年10月，陕西信用增进更名为现名。经股东多次增资及股权变更，截至2022年末，陕西信用增进注册资本为55.00亿元，实收资本为47.84亿元，第一大股东为陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕西金资”），持股比例为21.26%，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）为陕西金资实际控制人，陕西信用增进最终实际控制人为陕西省国资委，陕西信用增进股权结构如下表所示。

**表19 截至 2022 年末陕西信用增进股权结构（单位：亿元）**

股东名称	出资额	持股比例
陕西金融资产管理股份有限公司	10.17	21.26%
陕西财金投资管理有限责任公司	8.72	18.24%
西安经开金融控股有限公司	7.85	16.40%
榆林市榆阳区国有资产运营有限公司	6.00	12.54%
陕西省水务集团有限公司	3.00	6.27%
榆林市财金投资管理有限公司	3.00	6.27%
陕西延长石油资本控股有限公司	2.11	4.40%
宝鸡市金融控股有限公司	1.05	2.20%
陕西粮农集团有限责任公司	1.05	2.20%
陕西建工集团有限责任公司	1.05	2.20%
西安航天基地创新投资有限公司	1.00	2.09%
西咸新区秦汉新城投资控股有限公司	1.00	2.09%
深圳开源证券投资咨询有限公司	0.84	1.77%
天津骏泰企业管理有限公司	0.50	1.04%
西安陕鼓动力股份有限公司	0.49	1.03%
<b>合计</b>	<b>47.84</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：陕西信用增进 2022 年审计报告，中证鹏元整理

陕西信用增进主要从事信用增进和投资业务，并于2021年获得融资担保业务经营许可证。近年来，在信用增进服务收入以及投资收益快速增长的带动下，陕西信用增进营业收入持续快速增长，2022年实

现营业收入8.71亿元，2020-2022年营业收入年复合增长59.59%。2017年以来，陕西信用增进调整了业务发展方向，进入资本市场，着力发展直接融资信用增进业务。近年来陕西信用增进的信用增进业务处于快速发展态势，信用增进服务业务收入规模以及占比持续增长，2020-2022年信用增进服务业务收入复合增长134.70%，2022年信用增进服务收入在营业收入中的占比较2020年上升20.72个百分点至38.58%。陕西信用增进投资收益主要来源于债券、债权融资计划等债权类投资，近年来投资收益快速增长，2020-2022年投资收益复合增长47.06%，2022年投资收益在营业收入中的占比较2020年下降10.87个百分点至61.08%，仍为陕西信用增进营业收入的主要来源。陕西信用增进利息收入主要来源于银行存款，公允价值变动收益来源于货币基金等交易性金融资产，其他收入主要为财务顾问收入。

**表20 陕西信用增进营业收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信用增进服务收入	3.36	38.58%	2.15	30.76%	0.61	17.84%
投资收益	5.32	61.08%	3.80	54.36%	2.46	71.93%
利息收入	0.00	0.00%	0.04	0.57%	0.12	3.51%
公允价值变动收益	-0.20	-2.30%	0.79	11.30%	0.03	0.88%
其他收入	0.22	2.53%	0.21	3.00%	0.20	5.85%
<b>营业收入合计</b>	<b>8.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.99</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.42</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：陕西信用增进 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

陕西信用增进的信用增进业务产品以债券信用增进、信用衍生品和差额补足产品为主，客户所在区域集中于陕西省内，客户群体主要是陕西省区县城投类企业和省属国有企业。近年陕西信用增进的信用增进业务规模整体大幅增长，2022年末信用增进余额为194.01亿元，相当于2020年末的7.11倍。2022年末，陕西信用增进的信用增进放大倍数为2.66倍，处于低水平，未来业务发展空间较大。截至2022年末，陕西信用增进未到期增信项目共44个，增信客户及信用衍生品穿透后债务人均为地方投融资平台或国有企业，客户最新主体级别均在AA及以上。行业分布方面，目前陕西信用增进未到期增信项目以城投类为主，行业集中度较高。

2020-2022年陕西信用增进未发生信用增进业务代偿事件，现阶段陕西信用增进的信用增进业务风险运行情况较好，但该项业务实际开展时间不长、而被增信产品存续期较长，信用增进业务风险管理能力仍待更长时间周期检验。截至2022年末，陕西信用增进尚未完成处置的代偿项目均为转型前的历史风险项目，累计代偿回收率为90.74%，追偿效果较好。

截至2022年末陕西信用增进未到期责任准备金、信用增进风险准备金、一般风险准备余额分别为2.35亿元、0.56亿元和1.05亿元，担保风险准备金合计为3.95亿元，陕西信用增进担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为1,567.03%，在拨备持续积累的帮助下，拨备覆盖水平持续显著提升。

**表21 陕西信用增进信用增进业务开展概况（单位：亿元，个）**

项目	2022年	2021年	2020年
当期信用增进发生额	109.77	75.30	17.30
当期解除增信额	14.56	3.80	1.20
信用增进余额	194.01	98.80	27.30
信用增进责任余额	157.71	80.88	22.84
信用增进放大倍数	2.66	1.44	0.50
当时代偿额	0.00	0.00	0.00
当时代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿额	1.09	1.09	1.09
累计代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿回收额	0.99	0.99	0.98
累计代偿回收率	90.74%	90.74%	90.15%
担保风险准备金	3.95	2.13	0.93
拨备覆盖率	1,567.03%	273.78%	103.04%

注：累计代偿率采用2019年以来的代偿额计算  
 资料来源：陕西信用增进提供，中证鹏元整理

截至2022年末，陕西信用增进资产总额为102.17亿元，其中货币资金5.48亿元，无受限货币资金；应收代偿款余额为0.37亿元，已计提坏账准备0.12亿元，应收代偿款净额0.25亿元。2022年末陕西信用增进交易性金融资产余额为24.45亿元，同比增长281.96%，主要系债务工具投资同比显著增长；同期末长期股权投资为6.34亿元，同比增长105.54%，主要系增加对联营企业永安财产保险股份有限公司的3.26亿元股权投资。2022年末，陕西信用增进债权投资余额4.73亿元，其他债权投资余额30.53亿元，其他非流动金融资产（全部为债务工具投资）合计28.78亿元，整体来看陕西信用增进债权类投资规模较大，在陕西信用增进资产总额中占比较高，需关注其信用风险变化情况以及对陕西信用增进整体流动性的不利影响。

受卖出回购金融资产款、其他应付款和未到期责任准备增长的带动，陕西信用增进负债总额由2020年末的20.05亿元显著增长113.38%至2022年末的42.79亿元。截至2022年末，陕西信用增进卖出回购金融资产款12.29亿元，同比增长396.01%，全部为质押式回购；同期末其他应付款同比增长168.83%至3.95亿元，主要系信用增进客户缴纳的风险缓释金大幅增长所致。2022年末陕西信用增进应付债券余额14.31亿元，同比增长8.36%，主要为2021年和2022年发行的定向债务融资工具。

得益于增资扩股和经营积累，近年末陕西信用增进净资产规模持续提升，资本实力不断增强，2020-2022年末所有者权益复合增长14.54%。整体来看，相对陕西信用增进的资本实力，现阶段信用增进业务规模较小，信用增进放大倍数较低，业务空间较大。

盈利能力方面，近年来陕西信用增进主要盈利规模指标均有不同程度增长，2020-2022年利润总额和净利润复合增长率分别为37.24%和38.48%。近年来陕西信用增进净资产收益率有所上升，资本回报

水平较好，2022年净资产收益率为7.66%，较2020年上升1.77个百分点。

**表22 陕西信用增进主要财务数据及指标（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	102.17	76.26	51.98
货币资金	5.48	5.65	1.70
应收代偿款净额	0.25	0.78	0.90
所有者权益合计	59.37	56.21	45.25
营业收入	8.71	6.99	3.42
投资收益	5.32	3.80	2.46
利润总额	5.01	4.96	2.66
净利润	4.43	4.23	2.31
净资产收益率	7.66%	8.35%	5.89%
累计代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿回收率	90.74%	90.74%	90.15%
拨备覆盖率	1,567.03%	273.78%	103.04%

资料来源：陕西信用增进 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从外部支持方面来看，陕西信用增进第一大股东为陕西金资，实际控制人为陕西省国资委，股东实力强，可在资金、业务拓展等方面给予陕西信用增进较大支持。

综上，近年陕西信用增进担保业务规模快速增长，对营业收入贡献有所增加，陕西信用增进资本实力强，现阶段信用增进放大倍数低，未来信用增进业务发展空间较大。但中证鹏元也关注到，陕西信用增进债权类投资规模较大，在资产总额中占比较高，需关注其信用风险变化情况以及对陕西增信整体流动性的不利影响，同时陕西信用增进的信用增进业务开展时间不长、而被增信产品存续期较长，其风险控制水平有待市场进一步检验。经中证鹏元综合评定，陕西信用增进主体信用等级为AAA，信用评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“22航天02/22航天城投债02”的信用水平。

## 十、结论

西安市是国家明确建设的3个国际化大都市之一、国家中心城市和西安都市圈核心区域，经济财政实力较强，西安航天基地是唯一以航天产业为特色的国家级经济技术开发区，以国家航天、商业航天、人工智能、大数据、新能源、新材料、通用航空、兵器制造与电子装备、现代服务业为九大主导产业，产业优势明显，近年经济实力稳步增强。公司承担了西安航天基地内的土地开发整理和配套基础设施建设，业务范围涵盖土地开发整理、基础设施建设、房地产开发、产业园出租、物业管理、市政服务等，虽然主要在建项目尚需持续大量的资金投入，总债务呈现较快增长，资产负债率处于较高水平，短期债务占比持续提升，担保业务面临较大的代偿风险，但公司作为西安航天基地内最重要的基础设施建

设主体，在征迁及拟征迁项目投资规模较大，业务持续性较好，2022年继续在政府补贴、财政贴息等方面获得较大支持。综合来看，公司抗风险能力较强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“22航天01/22航天城投债01”、“22航天02/22航天城投债02”的信用等级为AAA。

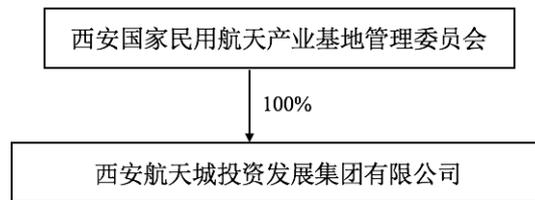
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	90.39	58.26	71.27	79.45
预付款项	221.16	209.86	241.05	174.99
其他应收款	62.98	59.30	12.52	3.49
存货	203.39	204.47	179.77	180.51
流动资产合计	594.73	547.06	515.06	450.59
固定资产	38.12	38.39	17.33	10.51
在建工程	54.89	43.31	55.52	35.80
长期应收款	35.68	35.68	35.68	35.68
投资性房地产	24.67	24.85	6.51	8.57
无形资产	12.88	12.95	8.45	6.89
非流动资产合计	194.11	181.01	146.12	113.58
资产总计	788.84	728.07	661.17	564.17
短期借款	45.67	26.86	27.67	52.10
应付账款	21.04	23.16	17.13	14.80
合同负债	22.31	22.31	19.79	0.00
其他应付款	27.81	25.71	33.27	66.28
一年内到期的非流动负债	117.03	119.96	65.81	36.55
流动负债合计	242.31	222.66	166.42	191.38
长期借款	168.66	141.85	134.14	82.43
应付债券	152.11	128.76	125.70	82.73
长期应付款	21.31	23.91	24.28	16.45
非流动负债合计	352.15	301.41	289.54	183.99
负债合计	594.46	524.07	455.96	375.37
其中：短期债务	162.99	147.06	93.48	89.04
总债务	509.93	447.77	381.77	271.87
所有者权益	194.38	204.00	205.21	188.80
营业收入	1.22	21.02	18.80	25.60
营业利润	-6.41	2.06	4.96	11.89
其他收益	0.01	7.51	5.66	5.24
利润总额	-6.42	1.85	4.73	11.83
经营活动产生的现金流量净额	-4.57	-14.71	-64.45	-74.45
投资活动产生的现金流量净额	-14.84	-24.90	-32.00	-30.29
筹资活动产生的现金流量净额	52.03	24.52	96.75	132.97
<b>财务指标</b>	<b>2023年3月</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	-22.32%	18.64%	9.62%	38.17%
资产负债率	75.36%	71.98%	68.96%	66.53%

短期债务/总债务	31.96%	32.84%	24.49%	32.75%
现金短期债务比	0.54	0.39	0.76	0.89
EBITDA（亿元）	--	24.92	23.30	23.44
EBITDA 利息保障倍数	--	1.12	1.18	1.86

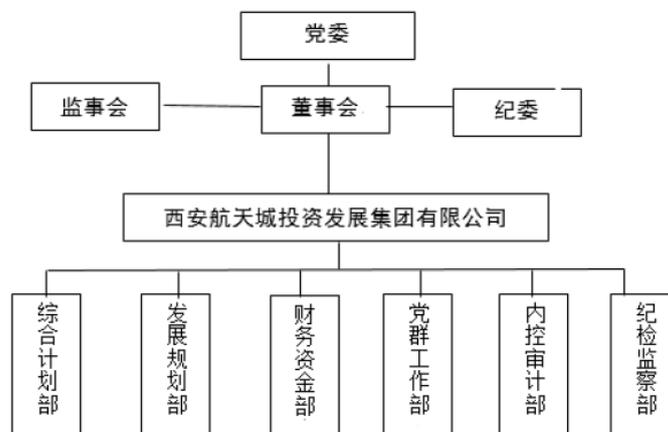
资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
西安航天城实业发展有限公司	100.00%	房地产业
西安航天城现代服务发展有限公司	100.00%	租赁和商务服务业
西安航天城市政公用发展有限公司	100.00%	水利、环境和公共设施管理业
西安航天基地园林绿化工程有限公司	100.00%	批发和零售业
西安航天城城市建设发展有限公司	100.00%	房地产业
西安航天基地航天育种工程有限公司	100.00%	建筑业
西安航天城凌翼产业园开发有限公司	100.00%	房地产业
西安市航天基地神州贸易发展有限公司	100.00%	批发和零售业
西安航天城市发展控股集团有限公司	46.50%	建筑业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债务无法得到偿还。

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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。