



2021年第一期西安曲江文化控股有限公司 公司债券信用评级报告

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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2021年第一期西安曲江文化控股有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2021-6-21

评级观点

- 中证鹏元评定西安曲江文化控股有限公司（以下简称“曲文控”或“公司”）本次拟发行 10 亿元（其中基础发行额为 5 亿元，弹性配售额为 5 亿元）公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到西安市文化旅游资源丰富，曲江新区发展定位较高，管辖辐射多个飞地景区，财税来源稳定；公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，打造并运营管理西安市众多标志性旅游景点，且业务多元化发展，营业收入持续增长；政府给予了公司较大力度的支持。同时中证鹏元也关注到公司存在较大偿债压力和资金压力；公司资产中应收款项类和抵质押资产规模较大，对资产流动性产生一定影响；公司经营性业务利润规模较小；公司新并购的超市零售业务经营欠佳；存在较大的或有负债风险、关注子公司无偿划转相关风险等风险因素。

债券概况

发行规模：计划发行 10 亿元，其中基础发行额为 5 亿元，弹性配售额为 5 亿元

发行期限：5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：单利按年计息，不计复利，到期一次还本

发行目的：裴家坨安置小区项目和西安浐灞湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目建设

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	1,764.37	1,642.06	1,345.02	1,165.46
所有者权益	303.05	305.63	291.31	260.69
总债务	831.46	779.92	611.90	564.13
资产负债率	82.82%	81.39%	78.34%	77.63%
现金短期债务比	0.91	0.81	0.81	1.28
营业收入	43.11	239.04	170.37	135.89
其他收益	0.22	3.63	1.78	1.51
利润总额	-4.98	10.66	11.91	6.80
销售毛利率	23.01%	24.95%	27.15%	18.60%
EBITDA	-	33.23	30.86	23.27
EBITDA 利息保障倍数	-	1.56	1.35	0.88
经营活动现金流净额	-0.93	-84.92	-6.87	53.09
收现比	147.78%	112.31%	116.92%	131.69%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **西安市文化旅游资源丰富，曲江新区系承接西安市文化产业和旅游资源的城市发展新区，系西安市打造旅游城市的重要抓手，区域版图持续扩大，发展定位较高。**曲江新区整合西安市文化旅游资源，管辖范围打破行政区限制，辐射多个飞地景区，工商税收与飞地行政区分成，土地出让金及契税收入由曲江新区财政局征管，较稳定的财税体制为曲江新区的建设发展提供了资金保障，曲江新区已成为陕西文化、旅游产业发展的标志性区域。
- **公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，综合实力强。**由公司打造并运营管理的大雁塔北广场、大唐不夜城、大明宫遗址区、西安城墙景区、临潼旅游休闲度假区等景区已成为西安市标志性旅游景点，公司运营管理的景区资源丰富。同时，公司文化旅游业务构建起了集景区运营、电影电视、文化演出、会展、出版和商业的多门类业务，打通文化旅游全产业链，业态类型多样，综合实力强。
- **围绕文化旅游业务，公司业务多元化发展，营业收入持续快速增长。**公司业务板块涵盖文化旅游商业经营、文化产业（工程）业务、景区基础设施建设、房地产开发等板块，围绕文化旅游资源的经营整合，各板块之间协同发展。公司景区基础设施建设、文化产业（工程）项目和房地产业务在建项目较多，业务持续性较好，预计短期内能为公司收入提供较好支撑。
- **外部的大力支持，有效提升了公司的资本实力。**近年来西安曲江新区管理委员会（以下简称“曲江新区管委会”）通过拨付货币资金、划拨股权等方式显著增加了公司资本实力，较大规模政府补助亦有效改善了公司盈利水平。

关注

- **公司承担的文化产业工程和景区基建任务较重，投资回收期较长，存在较大偿债压力和资金压力。**公司承担的文化产业工程和景区基础设施建设任务较重，而文化产业工程项目投资回收期较长，景区基础设施建设代建项目资金回笼情况受当地政府财政资金安排具有一定不确定性，给公司带来较大资金压力。截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率持续上升至较高水平，有息负债规模较大，非标融资规模有所上升，偿债压力较大。
- **应收类款项和公司抵质押资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。**公司资产中应收款项类账面价值较高，主要系应收政府部门的代建费、回购款以及往来款，回收时间具有一定不确定性，对公司资金形成明显占用。根据公司公告，截至 2021 年 3 月 15 日，公司累计资产抵质押余额为 262.35 亿元，抵押资产规模较大，对公司资产流动性及其变现能力产生一定影响。
- **公司经营性业务利润规模较小，且其中归属于少数股东的损益规模较大。**公司来源于外部或非经常性项目的收益规模较大，实现的经营性收益较小。同时，房地产业务对公司收入和利润形成重要支撑，但公司较多房地产项目和其他公司联合开发，归属于少数股东权益的利润规模较大，需关注后续公司房地产业务的去化情况。
- **关注人人乐公司零售业务的经营及发展情况。**2019 年 7 月公司收购人人乐连锁商业集团股份有限公司（以下简称“人人乐公司”，股票代码：002336）进入超市零售业，受零售业面临线下同质化竞争、成本不断上升以及网络零售消费分流的影响，近年人人乐公司收入规模持续下降，扣非净利润持续亏损，经营不佳。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保规模较大，被担保企业均为当地国有企业，均未设置反担保措施，对外担保规模较大，公司存在较大的或有负债风险。
- **关注公司无偿划转子公司股权相关风险。**2020 年 8 月公司将所持有的西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司（以下简称“临潼旅游集团”）36.00%股权无偿划转至曲江新区管委会，本次股权划转完成后，公司持股临潼旅游集团 15%的股权，临潼旅游集团不再纳入公司合并报表。

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	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司是由曲江新区管委会和西安曲江文化产业发展中心共同投资设立的国有控股公司，成立于2012年10月16日，初始注册资本10.00亿元；其中曲江新区管委会以货币形式认缴出资9.90亿元，股权占比99.00%，西安曲江文化产业发展中心以货币形式认缴出资额0.10亿元，股权占比1.00%。2012年10月19日，曲江新区管委会对公司增资8.00亿元，同时将持有的西安曲江文化产业投资（集团）有限公司（以下简称“曲江文投”）股权出资40.02亿元和西安曲江楼观道文化展示区开发建设有限公司（以下简称“楼观道文化公司”）股权出资1.98亿元向公司出资，本次增资完成后，公司注册资本增加至60.00亿元。后经历次增资，截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为100.00亿元，实际控制人为曲江新区管委会，曲江新区管委会系西安市人民政府的派出机构，在辖区范围内履行市级管理权限，全面负责曲江新区的规划、建设、开发、管理等工作，属市政府直属事业单位，局级建制。公司产权及控制关系如附录二所示。

二、本期债券概况

债券名称：2021年第一期西安曲江文化控股有限公司公司债券；

发行规模：计划发行10亿元，其中基础发行额为5亿元，弹性配售额为5亿元；

债券期限和利率：5年期，在存续期的第3个计息年度末附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

还本付息方式：单利按年计息，不计复利，到期一次还本。

三、本期债券募集资金用途

本期债券基础发行规模5亿元，其中2.00亿元用于裴家控安置小区项目，3.00亿元用于西安浐陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目。如行使弹性配售选择权，总发行规模为10亿元，其中4.00亿元用于裴家控安置小区项目，6.00亿元用于西安浐陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目，资金投向明细如下：

表1 基础发行规模5亿元时本期债券募集资金用途（单位：亿元）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金额	拟使用募集资金占项目总投资的比例
裴家控安置小区项目	24.52	2.00	8.16%
西安浐陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目	19.48	3.00	15.40%
合计	44.00	5.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表2 行使弹性配售选择权后总发行规模 10 亿元时本期债券募集资金用途（单位：亿元）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金金额	拟使用募集资金占项目总投资的比例
裴家控安置小区项目	24.52	4.00	16.31
西安浹陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目	19.48	6.00	30.80
合计	44.00	10.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）裴家控安置小区项目

1、项目情况

项目建设主体为西安曲江国际会展投资控股有限公司，为公司持股比例90.09%的二级子公司。裴家控安置小区项目位于曲江新区二期，北临创意大道，西临新开门南路，南邻裴家控路，东临西康高速西辅路。项目总用地面积12.31万平方米，总建筑面积53.61万平方米，计划总投资24.52亿元，建设周期3年。

2、项目进度及审批情况

本项目于2018年7月开工建设，该项目自建设以来已累计完成投资14.51亿元。截至2021年5月底，采暖地坪完成约90%，公区装修50%，正式电梯安装47部（共78部）；外墙保温完成95%，真石漆完成40%；车库内垫层完成30%，安装工程完成45%；室外土方回填8.8万方，沟槽开挖约40%。项目已获得审批情况如下表。

表3 项目获得审批情况

核准时间	核准部门	核准内容
2017年1月	西安曲江新区管委会	《关于裴家控小区项目可行性研究报告的批复》，批复文号为西曲江发【2017】6号；
2017年2月	西安曲江新区管委	建设用地规划许可证，证号为西规曲地字第【2017】06号
2017年3月	西安市环境保护局曲江新区分局	《关于裴家控安置小区项目环境影响报告表的批复》，批复文号为西曲环发【2017】10号
2018年10月	西安曲江新区管委会	《关于裴家控小区项目立项变更的批复》，批复文号为西曲江发【2018】374号，根据该变更批复，裴家控安置小区项目总建筑面积由52万平方米变更为53.61万平方米，计划总投资由22亿元变更为24.52亿元

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目效益分析

裴家控安置小区项目收入主要为安置小区内安置房及商铺、停车位收入。项目收入归属于西安曲江国际会展投资控股有限公司。

（二）西安浹陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目

1、项目情况

项目建设主体为西安曲江浞陂湖投资建设有限公司，为公司持股60%的一级子公司。西安浞陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目位于西安浞陂湖文化生态旅游区，具体为鄠邑区县城西侧，北临东西四号路，东临涝滨北路，西临渭涝路，南临规划路。项目包含两个分项工程建设：起步区水利水系主要为西安浞陂湖文化生态旅游区一期起步区的水域建设，具体工程包括土方开挖及填埋、湖面处理、湖底及湖侧防渗处理、驳岸建设、河堤修复、河堤表面绿化等。起步区湖面范围面积710亩，湖水均深1.5米。西区水利水系及基础设施项目主要为西安浞陂湖水系生态区一期起步区以外的水利水系（西区水域及锦绣沟），玉蝉桥及一期的园路建设。具体包括土方内倒、土方开挖、淤泥清运、填方工程、湿地、游步道、雨水截流沟、景石、砣等。水利水系部分包含西区水域、锦绣沟，其中西区水域面积约40万平方米，锦绣沟面积约7万平方米。园路部分一期全部园路暂估8.5公里，设计宽度为3.6米。玉蝉桥部分桥长200米，宽35米。

2、项目进度及审批情况

本项目建设工期为3年，已于2021年3月正式开工建设，该项目自建设以来已累计完成投资4.55亿元。截至2021年5月底，起步区水利水系土方开挖完成50%；土方回填完成50%；驳岸完成30%；水草种植及水处理完成30%；园路工程完成30%；溢流堰完成一座；西区水利水系土方开挖完成65%，淤泥开挖完成50%，湖底防渗完成55%；驳岸完成50%，水处理完成50%；水杉岛完成40%。项目已获得审批情况如下表。

表4 项目获得审批情况

核准部门	核准内容
西安曲江新区管理委员会经济发展局	《陕西省企业投资项目备案确认书》同意西安浞陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目建设，项目代码为 2101-610168-04-05-135942
西安曲江新区管理委员会自然资源和规划中心	《关于西安浞陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目用地初审、规划选址的函》批准
-	项目符合《建设项目环境影响登记表备案管理办法》的规定，该项目环境影响登记表已完成备案，备案号为 202161012500000007。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目效益分析

项目收入主要为景区门票收入、景区消费收入、浞陂湖水产收入、品牌文化收入及停车场收入，但后续收入的实现情况受市场环境和经营情况具有一定不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全

球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有

所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。10月，国办发[2018]101号文明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

西安市经济保持较快发展，综合经济实力较强；西安市政府积极促进文化旅游产业融合发展，文旅产业有望成为西安市具有核心竞争力的重要支柱产业，为公司文化旅游业务的发展提供了较好的契机

西安市是陕西省省会，是国家明确建设的3个国际化大都市之一、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、联合国教科文组织1981年确定的“世界历史名城”。西安市是“一带一路”上的重要支点城市、新亚欧大陆桥中国段的西部中心城市，位于中国的几何中心和大地原点，地处关中平原中部，北濒渭河，南依秦岭，八水绕长安。全市下辖新城、碑林、莲湖、雁塔、灞桥、未央、阎良、

临潼、长安、高陵、鄠邑11个区，蓝田、周至2个县。西安市总面积1.01万平方公里，市区规划面积865平方公里，城市建成区面积565.75平方公里，截至2020年11月末，全市常住人口1,295.29万人。

近年来，西安市委、市政府确立了“五大主导产业”（高新技术产业、装备制造业、旅游产业、现代服务业、文化产业）的发展重点和“五区一港两基地”（国家级西安高新技术产业开发区、国家级西安经济技术开发区、曲江国家文化产业示范园区、浐灞生态区、沣东新城、西安国际港务区、西安阎良国家航空高技术产业基地、西安国家民用航天产业基地）的发展格局。2018-2020年西安市地区生产总值持续增长，但增速持续放缓，三次产业结构由2018年的3.1：35.04：61.86调整为2020年的3.1：33.2：63.7，第三产业是区域主导产业，且其对经济增长的贡献不断提升。2020年西安市人均GDP为7.74万元，是同期全国人均GDP的1.07倍。

2018-2020年西安市固定资产投资增速波动较大，2020年西安市固定资产投资增速较快，主要是工业投资增速较快，其中信息传输、软件和信息技术服务业工业投资同比增加29.6%。2018-2020年西安市社会消费品零售总额增速分别为9.6%、6.0%和-2.9%，受2020年第一季度新冠疫情影响，2020年全年西安市社会消费品零售总额同比下滑2.9%，但全年降幅比前三季度收窄2.7个百分点。

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》等大唐文华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，曲江新区荣获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。2019年12月，西安市政府出台了西安市关于加强文化建设促进文化旅游融合发展实施意见》（以下简称“《实施意见》”）和《西安市加强文化建设促进文化旅游产业融合发展三年行动方案（2020-2022年）》（以下简称“《方案》”），在《实施意见》中明确提出，西安市文旅融合的发展目标是将文旅产业成为全市具有核心竞争力的重要支柱产业，努力使西安成为丝路文化高地、国际文化旅游中心、传承中华文化的世界级旅游目的地城市，到2022年，文化产业和旅游业增加值占GDP15%以上，全年接待境内外游客突破3.5亿人次，旅游业总收入达到5,000亿元。《方案》明确了未来三年西安加强文化建设促进文化旅游产业融合发展的三大目标：2020年深化文化旅游供给侧结构性改革，加快建设国家全域旅游示范市；2021年深入推进文化旅游产业融合发展，建成一批引领全国、国际知名的文旅品牌，初步建立特色鲜明、附加值高、成长性好的文旅融合现代产业体系；到2022年，高质量发展的文旅融合现代产业体系基本形成，文旅产业成为西安具有核心竞争力的支柱产业，基本建成国际文化旅游中心、传承中华文化的世界级旅游目的地城市。

整体上看，近年西安市经济体量不断增长，经济发展水平较好，综合经济实力较强。西安积极促进文化旅游产业融合发展，打造国际文化旅游中心、传承中华文化的世界级旅游目的地城市，西安市政府积极促进文化旅游产业融合发展，目标将文旅产业打造成西安市具有核心竞争力的重要支柱产业，为公司文化旅游业务的发展提供了较好的契机。

表5 西安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	10,020.39	5.2%	9,321.19	7.0%	8,349.86	8.2%
第一产业增加值	312.75	3.0%	279.13	4.3%	258.82	3.3%
第二产业增加值	3,328.27	7.4%	3,167.44	7.6%	2,925.61	8.5%
第三产业增加值	6,379.37	4.2%	5,874.62	6.8%	5,165.43	8.3%
工业增加值	1,828.59	5.8%	1,868.86	6.6%	1,874.36	9.0%
固定资产投资	-	12.3%	-	1.1%	-	8.4%
社会消费品零售总额	4,989.33	-2.9%	-	6.0%	4,658.72	9.6%
进出口总额	3,473.8	7.2%	3,243.06	-1.8%	3,303.87	29.6%
存款余额	25,730.51	11.5%	23,340.84	9.8%	21,266.72	4.4%
贷款余额	25,559.04	14.8%	22,436.65	12.8%	19,891.60	16.0%
人均 GDP（万元）		7.74		9.22		8.51
人均 GDP/全国人均 GDP		106.78%		130.14%		131.67%

注：“-”表示数据未公开披露；2020年人均GDP按照《西安市第七次全国人口普查主要数据公报》中，以2020年11月1日零时为标准时点进行统计的常住人口计算。

资料来源：西安市2018-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年西安市实现一般公共预算收入724.14亿元，同比增长3.1%，实现政府性基金收入1,207.32亿元，同比增长26.6%。2020年西安市一般公共预算支出1,347.58亿元，同比增长8.1%，财政自给率为53.74%。

曲江新区管委会作为西安市的派出机构，所管辖区打破地理限制，横跨多个行政区域，未来发展空间较大；曲江新区作为首批国家级文化产业示范园区，文化产业及旅游产业发展迅速，系西安打造旅游城市的重要抓手

曲江新区位于西安市东南部，是陕西省、西安市确立的以文化产业和旅游产业为主导的城市发展新区，是西安建设国际化大都市的重要承载区，是国家文化部授予的首个国家级文化产业示范区。曲江新区原名西安曲江旅游度假区，是陕西省人民政府于1993年批准设立的省级旅游度假区，原规划面积15.88平方公里，2009年西安市政府扩大曲江新区建设管理区域至51.5平方公里。2003年7月，经西安市人民政府批准，西安曲江旅游度假区更名为西安曲江新区，定位为以发展文化产业、旅游产业为主导产业的现代城市发展新区。2005年曲江新区被列为陕西省十大文化产业基地之一，2006年曲江文化产业投资集团成为国家级文化产业示范基地，2007年曲江新区晋升为首批国家级文化产业示范园区，2008年荣获首届中国文化产业创新奖，2010年被住房和城乡建设部授予“中国人居环境范例奖”，2011年被国家旅游局授予国家5A级景区，2012年被科技部、中宣部等五部委联合授予“国家级文化和科技融合示范基地”。曲江新区已跃升为西部最重要的文化、旅游集散地，陕西文化、旅游产业发展的标志性区域。

曲江新区作为首个国家级文化产业示范区，新区管委会是西安市人民政府的派出机构，在辖区范围

内履行市级管理权限，全面负责曲江的规划、建设、开发、管理等工作，属市政府直属事业单位，局级建制，由西安市人民政府任命。曲江新区以“文化+旅游+城市”为基本模式，以“文化立区、旅游兴区、产业强区”的文化驱动发展的思路进行开发建设。2002年以来，曲江新区整合西安市文化旅游资源，先后打造了大雁塔北广场、大唐不夜城、大唐芙蓉园、曲江池遗址公园等一系列知名的文化新地标；同时打破行政区划限制，积极拓宽发展空间和产业内涵，辐射带动了大明宫遗址区、西安城墙景区、临潼旅游休闲度假区、楼观道文化展示区、浐陂湖水系生态文化旅游区、西安文化商务区、玉山文化旅游区及小雁塔、碑林等历史文化片区。

目前曲江新区核心区域规划面积51.5平方公里，同时辐射带动大明宫遗址保护区、临潼旅游休闲度假区、楼观道文化展示区等区域。其中，核心区建设的重大项目主要包括曲江雁翔路国家级文化产业聚集区（QCIC）和西安中央文化商务区（CCBD），投资规模近千亿，涉及基础设施、现代服务、战略新兴产业等领域，将打造出涵盖文化旅游、文化创意、商务办公、生态休闲、居家生活、健康医疗等新型城市综合体及社区。辐射区域重大项目建设方面，目前在建的项目主要有小雁塔历史文化片区综合改造项目、碑林历史文化街区项目等，投资规模超百亿元。

近年曲江新区按照“资源资本化、资本产业化、产业效益化、效益价值化”的总体思路对地方经济进行规划与建设，新区经济社会发展整体发展速度较快，对新区周边区域有一定辐射带动作用，已成为西部地区乃至全国最具活力的城市发展新区之一。2018-2020年曲江新区实现的地区生产总值持续增长，2020年受疫情影响经济增速下降明显。产业结构上，曲江新区主导产业以文化旅游、影视传媒、商贸会展、房产开发等第三产业为主，近年第三产业占GDP的比重在90%以上。

表6 曲江新区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	304.7	2.9%	280.22	7.4%	264.34	8.6%
第二产业增加值	-	-	19.08	15.8%	13.67	24.2%
第三产业增加值	-	-	261.14	7.0%	256.05	7.0%

资料来源：曲江新区管委会及其官方网站，中证鹏元整理

曲江新区成立之初，其核心区域规划面积为15.88平方公里，位于行政区雁塔区内，之后随着新区建设发展不断完善，空间规划亟需外延扩展，新区核心区域面积遂增至51.5平方公里，同时辐射多个飞地景区，管理范围内所涉及的行政区包括雁塔区、碑林区、未央区、新城区、莲湖区、临潼区、周至县等。为保障曲江新区在管理区域内的稳定发展，西安市政府先后出台了多项文件，为曲江新区的顶层建设奠定了基础，从制度上为新区重大文化园区建设、重大文化旅游项目开发提供了支持。财税制度上主要表现为，工商税收与飞地行政区分成，土地出让金及契税收入由曲江新区财政局征管，较稳定的财税体制为曲江新区的建设发展提供了资金保障。

根据1996年西安市人民政府发布的《西安曲江旅游度假区管理暂行办法》，原曲江新区总规划面积15.88平方公里，新区管委会在市政府的领导下行使市级相关经济管理权限，新区内的各项基础设施建设和入区项目的开发建设均由管委会统一管理，管委会按照市人民政府批准的总体规划及控制性规划，编制详细街区规划并组织实施。

根据2007年西安市政府办公厅发布的《西安市人民政府办公厅关于曲江新区管理机制及有关问题的通知》，西安曲江国际会展中心项目交由曲江新区管理和实施，该项目占地面积约3,700亩。曲江新区15.88平方公里和西安曲江国际会展中心项目规划范围内（约3,700亩）的工商税收及附加由雁塔区人民政府和曲江新区管委会分成，曲江新区15.88平方公里和西安曲江国际会展中心项目规划范围内的契税收入为曲江新区固定收入，由新区财政局征管。

同年市办公厅印发《大明宫遗址区保护改造实施方案》，文件明确大明宫遗址区保护改造规划面积为19.16平方公里，跨未央、新城、莲湖三个行政区，其中大明宫国家遗址公园为3.2平方公里，周边改造区域为12.76平方公里，北二环以外集中安置区为3.2平方公里，规划建设文化旅游区、商贸服务区、商务核心区、改造示范区、中央居住区、集中安置区等六个功能区。大明宫遗址区保护改造项目由曲江新区管委会全面负责，管委会受市委、市政府委托，对大明宫遗址保护改造区内相关事宜，按曲江新区管委会现行管理职能和权限进行管理。

2009年9月西安市人民政府第14届常务会议原则同意扩大曲江新区建设管理区域，由曲江新区管委会、临潼区政府合作共建规划面积为24.60平方公里的临潼国家旅游休闲度假区。2020年12月，西安市临潼区人民政府和曲江新区管委会共同签订《关于实施深化合作加快推进临潼经济社会发展的合作协议》，两区合作区扩展至约93.01平方公里，包括四大片区，合作范围扩大。

根据2010年西安市政府办公厅印发的《西安楼观中国道文化展示区规划建设实施方案》，西安楼观中国道文化展示区项目规划面积约22.7平方公里，其中生态保护区5平方公里，农业旅游观光区10平方公里，重点建设区7.7平方公里。

根据2018年西安市政府办公厅印发的《西安浹陂湖水系生态文化旅游区规划建设实施方案》，浹陂湖旅游区分为核心区和扩展区，总规划面积约69平方公里。管理体制上，成立西安曲江浹陂湖水系生态文化旅游区管理办公室，作为曲江新区管委会派出机构，负责浹陂湖旅游区内的发展改革、外经外贸、招商引资、建设规划、国土资源及房屋管理等相关工作。

2021年6月，西安市政府和渭南市政府签订《西安市人民政府渭南市人民政府关于加快推进西渭融合发展规划建设西渭东区的合作协议》，西渭东区由西安市人民政府、渭南市人民政府合作开发建设，具体由西安曲江新区管委会主导建设，未来的西渭东区将成为推动西渭深度融合的新高地。根据渭南市华州区对西渭东区国土空间进行的规划管制，西渭东区规划范围东至石堤河，西至赤水河，南至南塬，北至老西潼公路。2021年渭南市政府工作报告中明确指出全力支持建设西渭东区，在原高新东区

的框架和基础上，由西安曲江新区管委会主导建设西渭东区，打造集文化创意、绿色康养、休闲度假、文化旅游为一体的高品质区域发展样板区。渭南市华州区将全力支持西渭东区建设，配合搞好规划制定、征地拆迁、社会事务管理等工作，确保各项建设起步良好、推进顺利。至此，曲江新区版图进一步扩展，但未来曲江新区管委会在西渭东区的具体业务开发模式和财政职权尚未确定。

表7 曲江新区管辖区域明细表

区域名称	所涉及行政区域	是否飞地
曲江新区核心区	雁塔区	否
大明宫遗址保护区	未央区、新城区、莲湖区	是
临潼国家旅游休闲度假区	临潼区	是
楼观道文化展示区	周至县	是
灞陂湖水系生态文化旅游区	鄠邑区	是
西安城墙景区	碑林区	是

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体上看，曲江新区作为西安建设国际化大都市的重要承载区，以及首个国家级文化产业示范区，西安市赋予的发展定位较高，提供的政策支持也较多。目前曲江新区所管理区域内的土地出让金及契税收入全部归新区管委会，其他税收按规定同当地政府分成，较稳定的财税体制为曲江新区的建设发展提供了资金保障。

2020年曲江新区实现公共财政收入40.74亿元，同比下降7.6%，主要原因为受疫情影响，区内文化旅游业、服务业等企业正在逐步恢复营业；同时，落实中省各项减税降费政策等因素也导致收入下降；同期曲江新区公共财政支出49.98亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为81.53%。

2020年西安房地产市场在疫情后得到积极恢复，房地产开发投资增长主要依靠土地购置费增长带动；2020年西安市商品房待售面积持续减少，预计2021年西安市房地产市场保持平稳发展态势

2020年西安房地产市场在疫情后得到积极恢复，全年西安市房地产开发投资2,624.48亿元，同比增长6.5%，增速分别较一季度、上半年和前三季度提高8.1、1.9和3.5个百分点，较上年同期提高8.6个百分点。其中，住宅投资1,782.12亿元，同比下降1.3%；办公楼投资225.60亿元，增长19.0%；商业营业用房投资239.85亿元，增长21.1%。值得注意的是，2020年西安市房地产开发投资同比增长6.5%，其中建安投资增速仅为0.5%，较上年回落0.7个百分点；而同期土地购置费增长22.5%，同比提高29.5个百分点，拉动全市开发投资增速4.8个百分点，土地购置费占全部开发投资的比重为24.5%，较上年提高3.3个百分点，2020年西安市房地产开发投资增长主要依靠土地购置费增长带动。从土地供应层面看，2020年西安市房地产土地出让量价齐增，2020年西安市加大了土地供应，缓解了市场需求，房地产土地成交面积同比增长27.9%，土地出让价格增长约在18%左右，从供给端增加了房价上涨的压力。

从销售来看，2020年西安市商品房销售面积总量居15个副省级城市第3位，仅少于成都和武汉，较

上年持平；增速居第11位，较上年后移4位；从房地产开发投资看，西安房地产开发投资总量居副省级城市第7位，与上年持平；增速居第8位，较上年前移7位。得益于省会城市的优势地位和集聚效应，西安房地产开发投资和销售规模占全省的比重始终保持在60%左右，大大高于其他主要经济指标占比。2020年，西安房地产开发投资和商品房销售面积占全省比重分别为59.6%和57.5%，较上年分别下降3.5和2.5个百分点。分区域看，开发区商品房销售好于区县，2020年，全市8个开发区（含西咸新区）房地产开发投资同比增长14.3%，开发区投资总量占到全市的75.6%，占比较上年提高5.2个百分点；商品房销售面积增长4.6%，销售面积占到全市的77.2%，同比提高5.6个百分点。13个区县2020年开发投资和销售面积同比均为下降，占全市比重均回落。

从商品房待售面积看，截至2020年12月末，西安市商品房待售面积149.51万平方米，较上年末减少53.20万平方米，商品房待售面积持续减少。整体来看，2020年西安房地产市场在疫情后得到积极恢复，2021年整体上将延续增长势头，但在“三条红线”融资管控收紧压力以及11.30新政下，房企资金运用将更加审慎，考虑到西安市近几年房地产市场快速发展形成的高基数、全运会停工等因素，预计西安市房地产开发市场将保持平稳发展态势。

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》和其他相关法律规定，制定了《西安曲江文化控股有限公司章程》，公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，股东会会议由董事会召集，董事长主持，董事长不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上董事共同推举一名董事主持。公司设董事会，董事会由三名董事组成，董事会设董事长一人，由董事会选举产生，董事经股东会选举产生，董事每届任期三年，董事任期届满，可以连任。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘，经理对董事会负责。公司设监事会，监事会由三人组成，其中，非职工代表监事一人，职工代表监事二人，由职工代表大会民主选举产生。公司建立了决策、执行、监督和防范风险机制，建立了完善的法人治理结构及内部控制机制以及与自身业务相适应的组织架构，主要包括法务风控部、综合管理部、财务部和投融资管理部4个职能部门，负责公司的日常事务与经营活动。截至2021年5月末，公司组织结构图如附录三所示。

六、经营与竞争

公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，业务板块包括文化旅游项目商业经营、文化产业（工程）项目、景区基础设施建设和房地产开发，受房地产收入规模快速扩大和人人乐公司并入合并报表新增超市零售收入影响，2018-2020年公司营业收入规模持续快速增长。从收入结构来看，文化旅游经营商业经营、景区基础设施建设和房地产开发收入占比较大。从毛利率来看，2018-2020年公司销售毛利率有所波动，公司业务整体盈利能力尚可。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	236.16	24.44%	163.17	25.67%	124.44	17.67%
其中：文化旅游商业经营	94.85	19.81%	39.80	26.96%	25.52	18.61%
文化产业（工程）项目	2.27	23.22%	7.02	26.92%	2.38	48.38%
景区基础设施建设	46.28	6.84%	58.25	8.67%	65.88	11.81%
房地产	92.76	37.98%	58.09	41.68%	30.67	27.08%
其他业务小计	2.88	67.43%	7.21	60.80%	11.46	28.75%
文化旅游其他	2.88	67.43%	7.21	60.80%	11.46	28.75%
合计	239.04	24.95%	170.37	27.15%	135.89	18.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 文化旅游商业经营业务

公司打通文化旅游全产业链，业态类型多样，负责经营的旅游景区资源良好，大多为西安市标志性旅游景点，综合实力强

公司的文化旅游商业经营业务包括文化旅游经营业务和文化商业及超市零售业务。其中，文化旅游经营主要由全资子公司曲江文投运营，收入来源主要包括旅游、会展、电影电视、出版传媒、文化金融等多个领域，其中旅游领域收入占比最大。

表9 公司 2018-2020 年文化旅游经营板块收入构成情况（单位：亿元）

收入领域	2020年	2019年	2018年
旅游	13.46	17.73	17.04
会展	0.89	2.70	2.69
电视电影	3.78	1.05	1.97
文化演出	0.41	0.97	0.39
出版传媒	10.98	0.36	0.41
文化金融	1.66	0.54	0.23
其他	0.47	5.02	2.80
合计	31.65	28.37	25.52

资料来源：公司提供

公司旅游领域主要由子公司曲江文投下属的西安曲江旅游投资（集团）有限公司（以下简称“曲江旅游集团”）负责运营，负责大雁塔北广场、大唐芙蓉园、西安城墙景区、大明宫遗址公园、唐大慈恩寺遗址公园、秦二世遗址公园、寒窑遗址公园、唐城墙遗址公园、曲江池遗址公园、赵公明财神文化景区、延生观景区、化女泉景区、贞观文化广场及曲江海洋馆的管理和运营，其中大唐芙蓉园、曲江海洋馆、秦二世遗址公园、寒窑遗址公园、赵公明财神文化景区、道文化景区、延生观景区和化女泉景区为收费类景区（西安城墙景区和大明宫遗址公园收费不归属于公司，公司负责运营管理，通过景区周边商业物业运营获利），其他为开放式景区。公司运营管理的景区资源丰富，除曲江新区核心区外辐射多个

飞地景区，多为西安市标志性旅游景点。

公司旅游业务收入来源包括景区门票收入、旅游景区的餐饮酒店收入、景区旅游项目的经营收入、旅行社经营收入和开发旅游商业收入五类。景区门票收入的实现方式是：归属于政府的文化旅游景区交由公司代为经营管理，双方签订景区管理服务协议，约定一定限额的经营收入补偿公司运营管理成本，超过限额部分由公司与政府分成，不同景区分成比例不同；对于公益性景区，公司与曲江新区管委会签订代管协议，管委会每年向公司支付景区管理和运营补贴。2020年7月，子公司曲江文投发布《西安曲江文化产业投资(集团)有限公司关于大唐芙蓉园等景区免费开放的公告》中称，公司运营的大唐芙蓉园景区将于8月1日起实施免费预约入园，楼观生态文化旅游度假区的赵公明文化景区、终南山古楼观历史文化景区、延生观景区、化女泉景区（以下简称“楼观四景区”）等景区将于8月1日起免费对外开放。部分景区门票免费对公司门票收入影响较大，但门票收入占公司整体营业收入比重小，且景区门票免费或将提升景区客流量，带动公司周边商业物业运营收入；同时，2020年7月底，曲江文投下属子公司西安曲江文化旅游股份有限公司（以下简称“曲江文旅”）与西安曲江新区事业资产管理中心签订了《〈大唐芙蓉园委托经营管理协议〉的补充协议》，协议约定了在大唐芙蓉园免费对外开放后公司获取管理酬金的计取和支付方式，一定程度上弥补了大唐芙蓉园免费开放后对公司收入带来的影响。

景区餐饮酒店收入通过旅游投资集团旗下拥有的御宴宫（仿唐御宴）、阅江楼、金缘阁（婚庆主题酒店）及芳林苑等唐文化主题酒店营业实现。公司旅游领域收入占比最大的业务来自景区旅游项目，包括公司继承开发陕西非物质文化遗产基地“曲江胡店”、世界非物质文化遗产《东仓鼓乐》、大型唐代歌舞剧《梦回大唐》，举办央视《中秋晚会》、国际流行音乐节、上巳节、国际光影艺术节等重大节事活动获取收入。旅行社经营收入主要来自文化旅游集团下属三个旅行社，开辟国内、国际多条旅游线路，销售旅游景点门票、旅游艺术品，代订火车、飞机等交通票务及策划组织各类文化艺术交流活动。此外，公司通过设立曲江嘉年华大型游乐场、出租场地设立酒吧、古玩、刺绣、陶艺、儿游乐场及出售旅游纪念品的零售摊位等方式实现少量开发旅游商业收入。2018-2020年，公司旅游业务分别实现收入17.04亿元、17.73亿元和13.46亿元，2020年旅游业务收入规模有所下降，主要系2020年一季度受疫情影响，公司收费景区及各类景区内的经营业务、酒店餐饮业务、旅游服务(旅行社)及旅游商品销售业务都受到不同程度影响所致。

会展业务主要由子公司西安曲江国际会展（集团）有限公司（以下简称“会展集团”）负责运营，通过承办展会的形式实现收入，公司原经营西北地区规模最大的西安曲江国际会议中心和大型现代化场馆西安曲江国际会展中心，2019年下半年西安市将展览交流功能转移至浐灞片区，2019年10月，公司将曲江国际会展中心出售给曲江新区管委会，使得2020年会展业务收入大幅下降。

公司影视领域业务主要由曲江文投下属的西安曲江影视投资（集团）有限公司、西安曲江大秦帝国文化传播有限公司、西安曲江丫丫影视文化股份有限公司等经营。近年来，依托西安市雄厚的文化旅游资源和曲江新区优惠的扶持政策，公司已累计出品多部电影、电视剧和纪录片作品，2020年公司成功举办了第七届丝路国际电影节。从业务模式来看，公司的影视业务以电影、电视剧和纪录片的投资、制作、

发行为主，分为自主运作或与其他影视公司合作的方式，通过电视电影的承制、发行、植入广告及衍生品获得销售收入。此外，公司积极拓展全影视产业链，子公司曲江文投和西安曲江大明宫投资（集团）有限公司经营多家电影院，包括西北地区第一巨幕影厅的曲江国际影城大雁塔店、曲江国际影城临潼店、曲江国际影城西北影城店和西北地区首家IMAX影院——大明宫IMAX影院等，实现影院票房及影院卖品收入。2018-2020年公司电视电影领域分别实现收入1.97亿元、1.05亿元和3.78亿元，2020年收入规模上升较快，主要是当年西安市电影有限责任公司并入公司合并报表所致。

公司文化演出业务主要由曲江文投所属子公司西安曲江文化演出（集团）有限公司经营，负责演出的组织、票务的销售、演员的管理等，演出场地除自有的西安曲江大唐芙蓉园凤鸣九天剧院、会展馆B1-B4、西安易俗大剧院、曲江国际会议中心、西安音乐厅等外，还租用陕西省体育场、西安城市运动公园等西安市知名演出场所。文化演出板块的经营收入包括大型演出的门票销售收入、广告赞助收入和出租灯光音响器材等租赁收入。2018-2020年公司文化演出业务分别实现收入0.39亿元、0.97亿元和0.41亿元。

公司文化金融领域主要由曲江文投子公司西安曲江文化产业风险投资有限公司（以下简称“风投公司”）负责，风投公司是从事文化产业投资的创投机构，业务模式为“股权+项目+基金”的投资模式，通过创业投资运作机制，进行项目投资与项目孵化。2018-2020年公司文化金融领域分别实现收入0.23亿元、0.54亿元和1.66亿元。

公司出版传媒领域业务主要由曲江文投下属子公司西安曲江出版传媒投资集团有限公司（以下简称“曲江出版传媒公司”）经营。传统出版方面，曲江出版传媒公司出版发行了大批文化图书，如《大西安印象》丛书及摄影集、《千年古都常来长安》等，盈利模式主要是自营图书销售，销售模式包括图书批销及终端零售。加强传统图书出版的同时，公司积极拓展数字出版，推进出版业的数字化转型，数字出版的盈利模式主要有点击下载、在线浏览，移动终端阅读。此外，公司以“曲江书城”模式为蓝本，20余家“书店+咖啡+文创”新型业态书店建成开业。2018-2020年公司出版传媒业务实现收0.41亿元、0.36亿元和10.98亿元，2020年西安市新华书店有限公司纳入公司合并报表及收购三板上市公司公司陕西新动向传媒股份有限公司（股票代码：873021），使得出版传媒业务收入规模大幅增长。

整体来看，公司文化旅游业务构建起了集景区运营、电影电视、文化演出、会展、出版和商业的多门类业务，打通文化旅游全产业链，业态类型多样，负责经营的旅游景区资源良好，大多为西安市标志性旅游景点，综合实力强。

公司收购人人乐公司进入超市零售业，人人乐公司营业收入持续下滑，扣非净利润持续为负，需关注人人乐持续经营情况

文化商业及超市零售业务包括两部分，一部分是公司对于芙蓉新天地、曲江创意谷、大唐不夜城为代表的城市综合商业和主题商业街区进行运营，实现一定文化商业收入。另一部分主要是超市零售收入，2019年7月，子公司曲江文投与人人乐公司控股股东深圳市浩明投资管理有限公司（以下简称“浩明投资”）就受让人人乐公司20%股权及22.86%股权对应的表决权委托事项签署了《股份转让协议》及《表

决权委托协议》。历经股东决定及各项审批流程，曲江文投成为人人乐公司的第一大股东，合计拥有其21.15%的股权和44.00%的表决权。公司将人人乐公司2019年11-12月收入纳入合并报表，实现超市零售收入11.43亿元，2020年实现超市零售收入59.81亿元。

人人乐公司主营业务为商品零售连锁经营，经过长期发展经营，目前已形成新型大卖场Le supermarket、精品超市Le super、社区生活超市Le life、社区生鲜超市Le fresh、百货实体业态与人人乐园app和“人人乐乐到家”小程序服务相结合的线上线下融合的发展格局，主要通过直营连锁店开展业务经营，实体门店主要以租赁为主。截至2020年末，人人乐业务覆盖广东、广西、福建、湖南、成都、重庆、西安、天津8个省市自治区和30余个城市，合计开设实体门店149家。

公司收购人人乐公司，主要系依托于其拥有的线下销售渠道，拓展文化旅游经营业务产业链，发挥文旅板块与零售板块的协同效应，但目前实体零售受宏观经济环境、消费者预期、具体商品需求、季节等多重因素影响，零售业面临线下同质化竞争、成本不断上升以及网络零售消费分流的挑战。在此背景下，2018-2020年人人乐分别实现营业收入81.31亿元、76.00亿元和59.81亿元，收入规模持续下降，且近三年扣非净利润持续为负。2020年5月、2020年12月、2021年1月及2021年5月，人人乐公司分别收到深交所的年报问询函或关注函，要求人人乐公司对其年报重大变动、出让资产和转让子公司等事项做出回复，人人乐公司从收入确认方式、扣非净利润变动的合理性等对上述问询进行了相关回复，需关注人人乐公司持续经营情况。

表10 人人乐公司主要营业指标（单位：亿元）

指标	2020年	2019年	2018年
总资产	47.04	47.48	46.68
净资产	14.61	14.51	14.16
总债务	2.27	2.74	1.00
营业收入	59.81	76.00	81.31
营业利润	0.62	0.18	-3.14
净利润	0.35	0.37	-3.55
扣非净利润	-3.48	-2.00	-3.77
经营活动产生的现金流量净额	-1.13	-1.00	-2.26

资料来源：人人乐公司2019-2020年年报，中证鹏元整理

➤ 文化产业（工程）项目业务

公司文化产业（工程）项目业务收入呈现有所波动，在建项目总投资和尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力，但业务的长期发展前景向好

公司文化产业（工程）项目业务块主要是建设集多功能于一体的新型城市综合体，一方面，通过结合区域历史文化背景，依托历史遗迹和对应的时代艺术风格吸引消费人群，增加整个商业的吸引力和品牌知名度；另一方面，根据曲江新区的文化产业布局，公司开发相关孵化器、经营场所等文化产业配套设施，通过政府或入区的文化类企业的购买或租赁实现盈利。公司文化产业项目及配套设施包括建设文

化商业购物中心、时尚餐饮、星级酒店、会展、商业休闲、公园、区域文化历史展示等，近年公司先后承担了大雁塔北广场、曲江戏曲大观园、贞观文化广场、音乐厅、美术馆、电影城等一批重大文化建设项目，经营主体包括子公司西安城墙投资（集团）有限公司下属的西安城墙文化投资发展有限公司（以下简称“城墙文化公司”）、曲江文投下属西安曲江建设集团有限公司和西安曲江大唐不夜城文化商业（集团）有限公司（以下简称“文商集团”）等。

公司文化产业项目业务的运营模式包括回购以及自营两种。其中回购的具体运营模式为：公司与曲江新区管委会或曲江社会管理中心等政府部门签署回购协议，公司负责项目的立项、规划设计、报建报批、建设、管理、资金筹措等，项目竣工验收后，分期确认项目进度，项目竣工验收后，移交曲江新区管委会或其他政府机关，回购款根据项目进度分阶段支付（回购总价款分为两部分，第一部分为建设总成本，第二部分为综合管理费，综合管理费一般为建设总成本（扣除相关税费、利息等）的 8%-25%左右），采取回购模式建设的项目，项目完成建设并对外开放后，其经营、维护等由公司负责，政府让渡相关经营性项目的部分收益权，对于公益性项目则由政府支付相应的运营管理补贴，此类模式建设项目包括大雁塔北广场、戏曲大观园、音乐厅和陕西大剧院等。自营模式为：公司根据曲江新区的文化产业布局，建设相关文化产业配套设施，项目建设资金主要由公司负责筹集，项目建成后，由公司通过对外出售或出租的方式运营，客户主要面向曲江管委会以及入区的文化类企业。

公司文化产业项目业务前期主要采取回购模式，后随着曲江新区建设的逐渐成熟，业务模式逐步向自营方式转变，2016年及以后建设的项目基本为自营项目。受项目阶段性完工及项目开发周期影响，该板块收入规模不大，该板块各年实现收入波动较大。

截至2021年3月末，公司主要在建的文化产业项目包括曲江国际社区等，预计总投资213.34亿元，已投资66.67亿元。公司在建文化工程项目规模较大，业务持续性较好。

表11 截至 2021 年 3 月末公司主要在建自营模式文化产业项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	已投资金额	项目功能
皇城坊项目	8.35	9.51	西安地区首个反映西安历史文化特色及商业形态创新的标志性文化商业项目
尚德映巷项目	4.20	5.69	配套顺城北路区域的商业综合体项目
曲江国际社区	52.00	21.82	集办公、行政公寓、商业为一体，打造企业、私人订制、总部办公、配套生活基地
电竞产业园	34.10	7.32	提供电竞比赛场馆、办公、展览等
小雁塔历史文化片区综合改造项目	26.52	1.74	小雁塔历史文化片区综合改造项
碑林历史文化街区项目	25.17	0.16	碑林历史文化街区改造
易俗社文化街区有机更新项目	23.37	6.66	打造以易俗社为中心，融合秦腔艺术展演、中外戏剧交流、博物馆展示、戏曲教育传承、文化创意为一体的特色文化街区
半山温泉艺术公园	16.52	3.99	总建筑面积 66,804m ² ，包括温泉别院 20,510 m ² ，婚宴广场 6,962m ² ，温泉特色酒店 12,900 m ² ，温泉文化大街 26,432 m ²
曲江文创中心	38.62	9.78	分为曲江文化中心、双创加速器和双创孵化器，业态还盖整个文化产业链

合计	228.85	66.67	-
----	--------	-------	---

注：表中小雁塔历史文化片区综合改造项目和碑林历史文化街区项目为基础设施建设工程，通过 PPP 模式建设，公司出资比例为 70%。此外，这两个项目涉及征地安置分别总投资为 56.30 亿元和 71.63 亿元，未列示在上表中。

资料来源：公司提供

总体来看，受公司战略规划及业务模式的调整，公司实现的文化产业项目业务收入规模有所波动。公司自建文化产业（工程）项目总投资和尚需投资规模较大，面临一定的资金压力，通过政府或入区的文化类企业购买或租赁实现盈利，投资回收速度较慢，但其主要系契合曲江新区文化产业布局和反映西安历史文化特色及商业形态创新的标志性文化商业项目，具有较好的商业发展前景，业务的长期发展前景向好。

► 景区基础设施建设

景区基础设施建设在建、拟建项目投资规模较大，但资金回笼情况受当地政府财政资金安排具有一定不确定性，未来公司存在一定的资本支出压力

公司是西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，承担了大量的文化旅游产业相关配套基础设施及公共文化服务设施建设任务，运营主体主要包括西安曲江浐陂湖投资建设有限公司（以下简称“浐陂湖建设公司”）（浐陂湖生态文化旅游区）、城墙文化公司（城墙景区）、西安曲江大明宫投资（集团）有限公司（以下简称“大明宫投资公司”）（大明宫遗址区）、西安曲江楼观道文化展示区开发建设有限公司（楼观道文化展示区）、曲江文投下属西安曲江建设集团有限公司（以下简称“曲江建设公司”）（曲江新区核心区）等，不同子公司主要负责区域运作范围各自不同。公司成立以来，主要参与了雁塔南路、雁南一路、雁南二路、玄武路、太华南路等城市道路的修建，基本完成了一期 15 平方公里文化旅游区域的配套市政基础设施建设。此外，公司还与政府及相关部门合作，参与了文化广场建设和公共遗址公园建设，包括建成开放大明宫国家遗址公园、唐城墙遗址公园、曲江池遗址公园、秦二世陵遗址公园、大秦寺等，辐射多个飞地景区。

公司的景区基础设施建设板块的业务模式主要是委托代建的方式，由政府或相关部门作为委托方委托公司进行区域内城市及景区基础设施及配套项目建设并签署合同，建设内容涉及该区域的土地整理、基础设施、城市配套、景观工程、中小学校、城中村拆迁改造及安置小区建设项目等。具体来看，委托代建合同主要分为两种，一种系不需要前期垫付资金的委托代建业务，建设过程中，项目工程款由委托机构支付，直接支付给施工单位，公司作为代建单位按照项目总投资额（扣除融资成本）的一定比例收取工程代建管理费（一般为 5.00%-12.00%），涉及项目如西安城墙环城文化休闲体验区综合提升改造（建国门-朱雀门）工程项目、曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目等；另一种系需要前期垫付资金的委托代建业务，公司对项目进行建设管理和垫付部分资金，前期投入的建设资金在其他应收账款中归集，结算后应获取的综合管理费确认为代建收入，涉及项目如中央文化商务区项目等。此外，公司早期的景区基础设施项目采用投资建设-回购的业务模式，政府机构或相关部门作为业主方，委托公司建设区域内道路等基础设施工程并签署合同，涉及项目如经九路（凤城四路-凤城五路）等，此类合同签订时间较早，目前公司以委托代建为主。公司景区基础设施建设业务涉及西安市多个区域，截至

2021年3月末，公司主要在建景区基础设施建设项目包括曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目等，在建项目较多，总投资规模较大，业务持续性较好。

整体来看，公司已投资景区基础设施建设规模较大，未来景区基础设施建设收入较有保障，但景区基础设施建设业务资金回笼相对滞后，且资金回笼情况受当地政府财政资金安排具有一定不确定性，且公司在建项目较多，尚需投资规模较大，给公司带来一定资金压力。

表12 截至2021年3月末公司主要景区基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资金额	已投资金额
曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目	832,522.83	523,973.13
站改二期	680,000.00	376,854.23
大华纱厂	343,348.53	221,817.24
楼观新镇	128,800.00	93,642.28
井上华府	190,000.00	82,700.00
中央文化商务区项目	188,200.00	149,282.99
井上村城中村改造项目	136,500.00	98,562.00
西安市护城河及环城公园综合改造工程项目	70,000.00	66,245.38
大明宫遗址公园整体景观提升改造项目（EPC）	29,600.00	8,184.43
经九路（北二环-太元路、含元路-啤酒路、凤城二路-凤城四路、东前进东西规划路-太元路）	16,268.26	14,112.79
秦始皇帝陵铜车马	10,344.50	2,465.15
麟德一路（未央路-建强路）	6,704.00	3,122.90
建强路（龙首北路东段—麟德一路）	6,230.00	4,285.29
开元路（纬二十七街-二府庄路）	1,632.00	372.9
遗址区道路设施提升改造工程	1,454.12	1,341.87
小计	2,641,604.24	1,646,962.58

资料来源：公司提供

➤ 房地产业务

近年公司房地产板块收入持续快速增长，毛利率水平较高，公司在建房产项目较多，短期内公司房地产业务收入的可持续较好

公司房地产开发业务主要由大明宫投资公司及曲江文投下属曲江旅游集团、曲江建设公司等子公司承担。公司的房地产开发项目均为商品房开发项目，分为定向销售和面向市场公开销售两种。其中，定向销售是将整栋商品房销售给政府机构，销售价格系在核定建设成本的基础上由双方协商制定，一般较市场公开销售的价格偏低，利润空间偏小。公司定向开发的项目包括金水湾、曲江新坐标项目和亮丽家园项目，已基本销售完毕。面向市场公开销售的房地产有两种开发方式，即公司独立开发和与其他房地产公司联合开发，联合开发项目公司一般以土地作价进行初始投入，后续不再继续承担开发建设资金，项目收益按股权分配。公司承接项目所用土地均通过“招拍挂”的方式获得。2018-2020年公司已完工公开销售商品房项目包括永和坊、曲江大城等，大部分项目已基本销售完毕或者销售进入尾声。

表13 2018-2020年公司已完结公开销售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	开发模式	类别	总可售面积	截至 2021 年 3 月末累计 销售面积	截至 2021 年 3 月末累计 销售金额	销售进度	已回款金额
永和坊项目	自主开发	商业\住宅	64.03	61.52	58.90	96.08%	58.74
曲江大城	共同开发	住宅	24.32	24.11	43.33	99.14%	43.33
上和郡	自主开发	住宅	20.60	16.07	12.16	78.02%	11.86
林邑	自主开发	住宅	23.84	19.62	14.15	82.30%	14.09
瑞和·大唐府邸	自主开发	住宅	19.48	18.25	13.70	94.00%	13.58

资料来源：公司提供

截至2021年3月末，公司在建的独立开发房地产项目主要包括OC国际和雁泊台，其他项目均为联合开发项目，其中，东方传奇为曲江建设公司和西安万科企业有限公司联合开发，曲江建设公司以土地作价出资持股51%，西安万科企业有限公司出资49%，并负责项目开发销售，利润按持股比例进行分配；雁翔新城项目包括三个地块，系公司和中海地产集团公司合作开发项目，公司和中海地产各出资50%，中海地产负责项目的开发销售，项目收益按股权分配；华润九里项目为曲江文投子公司曲江旅游集团与成都润盈执业有限公司（股东是华润置地控股有限公司）合作开发项目，曲江文投持股51%。2019年，子公司曲江文投下属公司西安曲江文化产业资本运营管理有限公司（以下简称“文化资本运营公司”）与重庆新鸥鹏教育产业发展（集团）有限公司共同出资组建西安曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司（简称“曲江新鸥鹏”），两者分别持股51%和49%，2019年下半年起，公司陆续于杭州、北海、潍坊竞得商住用地用于建设新鸥鹏教育小镇以及教育文化产业综合体，并在重庆市和杭州市拥有较多在建商业项目，包括重庆·璧山·凤凰城、央著天域、久境府、久雍府和中央公园项目。

表14 截至 2021 年 3 月末公司主要公开销售房地产在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发主体	项目所在地	项目类别	项目建设期	总投资金额	已投资金额
东方传奇	西安曲江雁顺置业有限公司	西安市金花路以东	住宅、商业	2015-2020	28.55	27.74
雁翔新城 A 地块	西安合汇兴尚置业有限公司	西安市曲江新区	住宅	2017-2020	24.56	19.99
雁翔新城 C 地块	西安嘉润荣成置业有限公司	西安市曲江新区	住宅	2018-2021	41.30	30.50
华润九里项目	西安秦尚置业有限责任公司	西安市曲江新区	住宅、商业	2018-2021	37.00	29.67
曲江中心风华项目	西安朔坤房地产开发有限公司	西安市曲江新区	住宅	2017-2021	32.30	25.03
OC 国际	西安瑞房企业管理有限公司	西安市高新区	办公	2015-2022	9.50	5.25
雁泊台	西安曲江观骊置业有限公司	西安市临潼区	住宅	2018-2023	14.21	9.33
重庆·璧山·凤凰城	重庆璧锦地产发展有限公司	重庆市璧山区	住宅、商业	2012-2023	47.89	37.92

央著天域	重庆创盈锦玺置业有限公司	重庆市江北嘴 CBD	住宅商业配套学校	2014-2025	67.81	44.30
久境府	杭州曲江新鸥鹏文化发展管理有限公司	杭州市余杭区	住宅商业配套学校	2020-2023	39.91	23.89
久雍府	杭州曲江新鸥鹏企业运营管理有限公司	杭州市余杭区	住宅商业配套	2010-2024	41.70	21.16
中央公园	重庆新鸥鹏远观地产有限公司	重庆市潼南区	住宅	2014-2022	41.60	34.71
御湖蓝湾	西安荣国置业有限公司	西安市鄠邑区	住宅	2018-2021	11.53	6.18
合计					437.86	315.67

资料来源：公司提供

销售方面，2018年以来公司房地产开发步入回收期，同时西安整体房价仍处于上涨态势，销售金额持续快速增长，且公司房地产业务毛利率显著高于同期公司综合毛利率，对公司盈利带来良好支撑。目前公司在建项目储备较多，以面向市场销售的项目为主，易受房地产行业景气度、项目建设量以及项目建设周期影响，但目前公司在建房地产项目区域位置较好，短期内公司房地产业务收入可持续较好，但在房地产行业政策趋紧的背景下，后续持续关注公司房地产项目的去化情况。

公司作为西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，持续得到政府较大力度的外部支持，有效提升了公司的资本实力

公司作为西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，得到了政府较大力度的支持。2018-2020 年公司收到各类政府补助资金分别为 1.59 亿元、3.00 亿元和 3.73 亿元，近五年曲江新区管委会通过资产划拨等方式，合计增加公司资本公积 78.76 亿元，有效提升了公司的资本实力。

表15 近年公司资产注入/划转情况（单位：亿元）

年份	资产类别	金额
2020 年	西安曲江新区财政局拨付公司项目资本金补助、资本性拨款，子公司收到棚改专项资金增加资本公积	4.99
	西安曲江新区管理委员会将其持有的西安曲江秦腔剧院有限公司 100% 股权无偿划转至子公司西安演艺集团有限公司，增加资本公积	1.25
	西安曲江新区管理委员会将公司持有的临潼旅游集团 36% 股权无偿划转至西安曲江新区管理委员会，减少资本公积	-5.61
	其他引起资本公积减少的事项	0.77
	小计	1.40
2019 年	西安曲江新区管理委员会将五家文化事业单位净资产分别作价增资至公司子公司西安演艺集团有限公司下属五家公司，公司按持有比例增加资本公积	2.91
	其他	0.07
	小计	2.98
2018 年	西安曲江新区财政局拨付资金，增加公司资本公积	1.13
	经西安曲江新区管理委员会批准，将其持有的西安交响乐团有限公司 100% 的股权无偿划转至公司，增加资本公积	0.14

	经西安市政府审议，将西安市财政局持有的西安鑫正实业有限公司 94.04%的股权无偿划转至公司，增加资本公积	2.11
	其他	0.10
	小计	3.49
2017 年	西安曲江新区财政局拨付资金，增加公司资本公积	9.05
	西安曲江新区管理委员无偿划拨给公司西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司 51%的股权	7.95
	西安曲江新区管理委员无偿划转西安音乐厅、西安曲江现代美术馆和曲江国际会展中心 B 馆三项实物资产至公司	14.03
	其他	0.82
	小计	31.85
2016 年	西安曲江新区财政局拨付资金，增加公司资本公积	18.93
	西安曲江新区管理委员无偿划转西安开元中央文化投资发展公司 66.67%的股权、西安曲江文化产业风险投资 100%的股权至公司	26.92
	西安曲江新区管理委员将天平洋影城无偿划转至公司	1.04
	西安市人民政府将西安大华纺织有限责任公司无偿移交至子公司大明宫投资公司管理，增加资本公积	1.44
	其他	0.07
	西安曲江新区管理委员将公司持有的临潼旅游 66.67%的股权无偿划转至西安曲江临潼国家旅游度假休闲区管委会，减少资本公积	-9.24
	小计	39.16

资料来源：公司2016-2020年审计报告，中证鹏元整理

根据公司2020年8月28日出具的董事会决议，公司拟将所持有的临潼旅游集团36%股权以基准日为2020年3月31日经审计的账面值无偿划转给曲江新区管委会，本次股权划转完成后，临潼旅游集团不再纳入公司合并报表。本次无偿划转后公司账面总资产减少100.76亿元，占公司2019年末总资产的7.49%；负债减少82.07亿元，占公司2019年末负债的7.79%；净资产减少18.69亿元，占公司2019年末净资产的6.42%。此外，无偿划转临潼旅游集团36%股权后，公司对临潼旅游集团及其子公司的担保由系统内变成系统外担保，致使公司对外担保金额也大幅增加。公司对子公司的管控情况受曲江新区管委会影响较大。

七、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2018-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，截至2020年末，

公司合并范围一级子公司11家，详见附录四，2018-2020年度公司合并报表范围变化情况详见下表。

表16 2018-2020年公司合并报表范围变化情况

年份	子公司名称	变动情况	变动原因
2018年	西安曲江文化金融控股有限公司	增加	新设
	西安曲江玉山文化旅游有限公司	增加	新设
2019年	西安曲江文化金融控股有限公司	减少	持股比例下降
	西安城墙投资（集团）有限公司	增加	新设
	西安曲江玉山投资发展集团有限公司	增加	新设
2020年	西安出版社有限责任公司	增加	收购
	西安市新华书店有限公司	增加	收购
	西安市电影有限责任公司	增加	收购
	西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	减少	无偿划转

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模不断增长，资产结构总体稳定，但应收款项及存货占比较高，对公司资金形成较大规模占用，整体资产流动性一般

近年公司总资产规模逐年增长，一方面是由于公司业务规模、融资规模扩大所致，另一方面是由于子公司曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司（简称“曲江新鸥鹏”）少数股东以实物资产出资并入合并报表及项目持续投入建设所致。资产结构上，公司资产以流动资产为主。

公司货币资金规模较大，占总资产的比重呈下降趋势，截至2020年末使用受限货币资金为5.52亿元，占比较小。公司应收账款主要来自政府部门的代建费、回购款以及相关工程款，随着主营业务的持续开展，近年公司应收账款规模不断上升。2020年末公司应收账款主要应收对象为西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室等，前五名占应收账款总额的比重为86.70%，应收账款对象较为集中，考虑到应收对象主要为区域内政府单位和国有企业，回收风险较小，但部分款项账龄较长，回收期限存在不确定性，对公司造成较大的资金占用。

公司预付款项主要为资产未移交和项目未完工形成的预付款以及预缴的土地诚意金，2020年预付延安慧泽文化创意有限公司的位于大唐不夜城的酒店资产收购款结算，预付款项规模较上年大幅下降。其他应收款主要系与曲江新区管委会及其下属派出机构间的往来款，主要应收对象包括西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室等，2020年末对前五大应收对象应收款项合计占其他应收款总额比例为86.70%。考虑到其他应收款欠款对象主要为区域内政府单位和国有企业，回收风险可控，但回款时间存在一定不确定性，且其他应收款规模较大，对公司资金产生较大占用。

存货系公司资产的主要构成部分，主要由土地使用权、在建房产项目、基础设施及文化产业项目为主的开发成本，以及已竣工的各类项目为主的开发产品等构成。2019年下半年来曲江新鸥鹏陆续于杭州、北海、潍坊竞得商住用地用于建设新鸥鹏教育小镇以及教育文化产业综合体，曲江新鸥鹏少数股东以实

物资产出资（主要在重庆和杭州拥有较多的商业项目）并入合并报表，以及公司其他各类项目持续投入建设今年公司存货规模快速增长。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	202.36	11.47%	173.95	10.59%	197.51	14.68%	254.88	21.87%
应收账款	104.32	5.91%	102.36	6.23%	99.67	7.41%	87.47	7.51%
预付款项	39.73	2.25%	38.85	2.37%	75.46	5.61%	37.43	3.21%
其他应收款	488.21	27.67%	460.86	28.07%	363.10	27.00%	300.57	25.79%
存货	479.79	27.19%	450.06	27.41%	310.69	23.10%	253.09	21.72%
流动资产合计	1,336.83	75.77%	1,245.15	75.83%	1,062.27	78.98%	944.84	81.07%
长期股权投资	83.70	4.74%	83.33	5.07%	48.62	3.61%	27.61	2.37%
投资性房地产	72.91	4.13%	74.49	4.54%	57.92	4.31%	58.82	5.05%
固定资产	109.22	6.19%	108.92	6.63%	98.20	7.30%	77.29	6.63%
在建工程	51.68	2.93%	49.33	3.00%	10.30	0.77%	10.64	0.91%
非流动资产合计	427.55	24.23%	396.91	24.17%	282.75	21.02%	220.62	18.93%
资产总计	1,764.37	100.00%	1,642.06	100.00%	1,345.02	100.00%	1,165.46	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2019年公司追加对西安曲江文化金融控股有限公司追加投资19.89亿元，2020年公司新增对深圳市中集产城发展集团有限公司投资22.90亿元，使得长期股权投资规模持续增长。投资性房地产主要系公司持有可供经营、出租的物业资产，以公允价值计量，其中成本合计59.41亿元，公允价值变动合计15.07亿元。截至2020年末，公司大额投资性房地产项目主要包括白鹿仓、芙蓉新天地等，2020年公司投资性房地产增加主要是子公司曲江文投下属西安明澜文盛商业运营管理合伙企业（有限合伙）收购西安曲江华平置业有限公司、西安华城置业有限公司及西安金悦隆旅游开发有限责任公司股权后新增合并范围所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物，随着在建工程转入、收购人人乐并入合并报表及购买房产，固定资产账面价值持续增长。2020年公司的在建工程较往年增长较快，主要系新增曲江新区希尔顿酒店项目、曲江新区言又几商业项目等所致。

截至2020年末，公司所有权受到限制的资产账面价值合计243.28亿元，占期末总资产的比例14.82%，占期末所有者权益的比重为79.60%。根据公司公告，截至2021年3月15日，公司累计资产抵押余额为262.35亿元，抵押资产包括各类房屋建筑物及曲江旅游集团、文商集团等子公司股权。公司资产抵押规模较大，对公司资产流动性及其变现能力产生一定影响。

表18 截至 2020 年末公司所有权受到限制的资产情况（单位：亿元）

资产类型	受限金额	占各类资产 2020 年末账面价值的比重
货币资金	5.52	3.2%
应收账款	6.51	6.4%

存货	126.15	28.0%
固定资产	42.99	39.5%
在建工程	8.21	16.6%
无形资产	1.51	7.7%
投资性房地产	49.91	67.0%
其他非流动金融资产	2.48	19.7%
小计	243.28	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，近年公司资产规模不断增长，资产结构总体稳定，但应收款项和存货占比较大，对公司造成较大的资金占用，整体资产流动性一般。

收入质量与盈利能力

公司经营性业务利润规模较小，且其中归属于少数股东的损益规模较大，投资收益、公允价值变动收益和政府补贴对盈利贡献较大

2018-2020年公司营业收入规模快速增长，主要受房地产收入规模快速扩大和人人乐公司并入合并报表新增超市零售收入综合所致。从收入结构和业务盈利能力来看，文化旅游经营、景区基础设施建设、房地产开发收入和超市零售收入占比较大，文化旅游经营业态类型多样，包括旅游门票、景区管理、电视电影和出版传媒等，受各年业务的调整发展和政策变动影响，各细分类业务规模有所波动，但文化旅游经营整体收入规模呈增长态势，业务盈利能力尚可；景区基础设施建设在建项目规模多，收入规模随项目进度和当年结算情况有所波动，毛利水平较低；随着前期投资的房地产项目进入销售回款期，近年公司房地产业务收入规模快速增长，且房地产业务毛利率水平整体较高，成为公司重要收入和利润来源，但值得注意的是，公司较多房地产项目和其他公司联合开发，整体收入和利润纳入公司合并报表，但归属于少数股东权益的利润规模较大，且须持续关注后续公司房地产项目的去化情况。

公司来源于外部或非经常性项目的收益规模较大，2018-2020年公司获得政府补助分别占利润总额的23.43%、25.20%和34.98%，改善了公司利润水平；公司投资收益主要来自转让部分投资公司股份款及联营企业贡献的投资收益等，公允价值变动收益主要系投资性房地产和金融资产增值，2018-2020年合计分别占利润总额的105.69%、63.10%和84.39%。整体使得2018-2020年公司净利润规模有所波动，归属于母公司所有者的净利润规模较小。

总体而言，公司经营性业务利润规模较小，且其中归属于少数股东的损益规模较大，投资收益、公允价值变动收益和政府补贴对盈利贡献较大。

表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年3月	2020年	2019年	2018年
营业收入	43.11	239.04	170.37	135.89
收现比	1.48	1.12	1.17	1.32

营业利润	-4.93	11.48	11.00	6.87
其他收益	0.22	3.63	1.78	1.51
投资收益	0.08	6.39	4.20	5.21
公允价值变动收益	0.00	2.61	3.31	1.98
利润总额	-4.98	10.66	11.91	6.80
净利润	-5.67	5.51	7.54	4.34
少数股东损益	-0.33	4.74	6.05	3.40
归属于母公司所有者的净利润	-5.34	0.77	1.49	0.94
销售毛利率	23.01%	24.95%	27.15%	18.60%

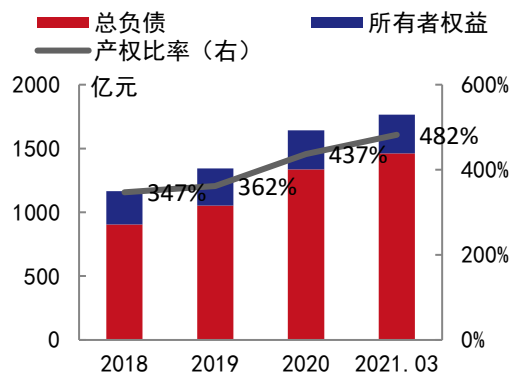
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司承担的文化产业工程和景区基建任务较重，投资回收期较长，资产负债水平较高，总债务规模持续增长，存在较大偿债压力

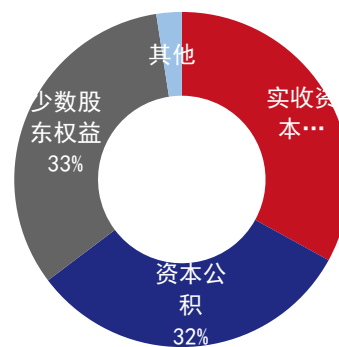
近年公司债务规模随业务扩张不断增长，受益于未分配利润积累、股东注资和少数股东权益增长，公司所有者权益规模持续上升，但总负债规模上升速度快于所有者权益上升速度，公司产权比率持续上升至较高水平，所有者权益对负债的保障程度较低。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

债务结构上，由于公司房地产业务规模快速增长，预收款项增长较快，使得近年流动负债增长较快。

为满足业务规模不断扩大所产生的对流动资金的需求，近年公司短期借款规模持续上升。应付账款主要为应付工程款。预收款项主要是房地产开发项目的预收售房款。其他应付款主要是应付西安城投投资发展有限公司的棚改贷款及其他单位的往来款，规模较大且不断上升。一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款和应付债券，规模有所波动。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
----	------------	--------	--------	--------

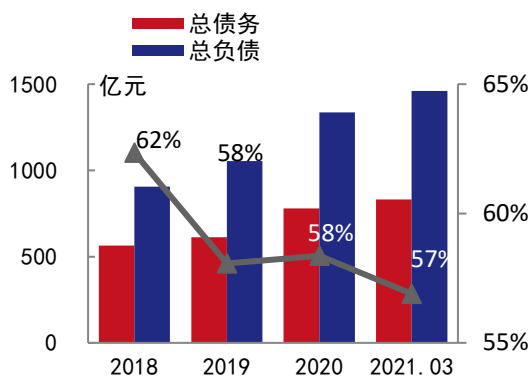
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	92.44	6.33%	86.94	6.51%	50.01	4.75%	20.93	2.31%
应付账款	104.74	7.17%	107.11	8.02%	77.69	7.37%	73.05	8.07%
预收款项	193.66	13.25%	186.83	13.98%	177.14	16.81%	107.50	11.88%
其他应付款	230.88	15.80%	197.50	14.78%	164.14	15.58%	146.51	16.19%
一年内到期的非流动负债	123.11	8.42%	122.24	9.15%	192.81	18.30%	176.18	19.47%
流动负债合计	792.67	54.24%	742.23	55.54%	678.02	64.35%	532.85	58.89%
长期借款	329.29	22.53%	305.21	22.84%	276.31	26.22%	309.23	34.18%
应付债券	232.23	15.89%	222.40	16.64%	80.75	7.66%	53.80	5.95%
长期应付款	48.27	3.30%	36.91	2.76%	10.30	0.98%	1.97	0.22%
非流动负债合计	668.65	45.76%	594.20	44.46%	375.69	35.65%	371.92	41.11%
负债合计	1,461.32	100.00%	1,336.43	100.00%	1,053.71	100.00%	904.77	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

非流动负债方面，公司长期借款规模较大，2020年公司本部发行了20曲文控MTN001、20曲文控01、20曲文控02等多期债券，子公司曲江文投发行了20曲文投PPN001、20曲文投MTN001等多期债券，子公司大明宫集团发行了20明宫01、20明宫02等，使得公司应付债券规模快速增长。2020年及2021年一季度公司新增应付融资租赁款规模较大，使得长期应付款规模快速增长。

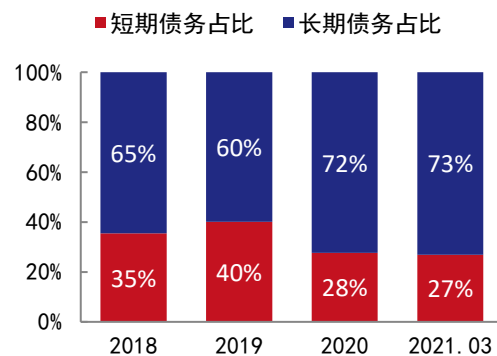
近年公司总债务规模持续增长，占总负债的比重在60%左右波动，其中长期有息债务占比较高。公司承担的文化产业工程和景区基建任务较重，投资回收期较长，未来债务规模或将进一步上升。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2018年以来公司资产负债率持续上升且处于较高水平。从短期偿债指标来看，公司账面货币资金较多，但短期有息债务规模亦较大，现金短期债务比有所波动；2018-2020年公司EBITDA利息保障倍数持续小幅上升，公司盈利对利息的保障程度有所加强。截至2020年末，公司已获得国家开发银行、中国工商银行等综合授信额度总额为963.62亿元，其中，已用授信额度总额为608.95亿元，未用授信额度总额

为354.67亿元，公司备用流动性情况尚可。整体来看，公司总债务规模持续增长，绝对规模较大，资产负债水平较高，公司面临较大的偿债压力。

表21 公司偿债能力指标

项目	2021年3月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	82.82%	81.39%	78.34%	77.63%
现金短期债务比	0.91	0.81	0.81	1.28
EBITDA 利息保障倍数	-	1.56	1.35	0.88

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2021年6月11日）、子公司曲江文投（报告查询日为2021年5月12日）、子公司大明宫投资公司（报告查询日为2021年4月19日）和子公司西安城墙投资（集团）有限公司（报告查询日为2021年3月4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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额共计120.02亿元，占当期所有者权益的比重为39.27%，被担保企业均为当地国有企业，公司对外担保规模较大，且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表22 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保余额	截止日期	担保方式
西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	80,000.00	2023年12月	连带责任保证担保
	40,000.00	2024年7月	连带责任保证担保
	8,183.24	2024年8月	连带责任保证担保
	18,000.00	2023年6月	连带责任保证担保
	26,100.00	2025年5月	连带责任保证担保
	12,517.38	2023年5月	连带责任保证担保
	20,000.00	2021年11月	连带责任保证担保
	50,000.00	2022年10月	连带责任保证担保
	60,000.00	2022年1月	连带责任保证担保
	50,000.00	2022年9月	连带责任保证担保
西安开元临潼投资发展有限公司	7,930.00	2022年8月	连带责任保证担保
	7,930.00	2022年8月	连带责任保证担保
	32,500.00	2022年9月	连带责任保证担保

	19,337.00	2035年5月	连带责任保证担保
	20,000.00	2035年5月	连带责任保证担保
	50,000.00	2022年11月	连带责任保证担保
	52,182.00	2023年2月	连带责任保证担保
	15,000.00	2025年8月	连带责任保证担保
	15,000.00	2021年11月	连带责任保证担保
	14,718.00	2034年2月	连带责任保证担保
曲江文化园区建设开发有限公司	2,000.00	2035年4月	连带责任保证担保
	6,600.00	2035年7月	连带责任保证担保
	23,500.00	2024年2月	连带责任保证担保
	25,000.00	2024年6月	连带责任保证担保
	44,500.00	2026年9月	连带责任保证担保
	30,000.00	2021年5月	连带责任保证担保
	35,000.00	2022年5月	连带责任保证担保
西安曲江文化金融控股有限公司	20,000.00	2021年6月	连带责任保证担保
	15,000.00	2022年6月	连带责任保证担保
	55,000.00	2022年12月	连带责任保证担保
	10,000.00	2022年6月	连带责任保证担保
	30,000.00	2022年12月	连带责任保证担保
	16,000.00	2021年6月	连带责任保证担保
西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室	10,000.00	2021年3月	连带责任保证担保
深圳市中集产城发展集团有限公司	14,278.00	2024年7月	连带责任保证担保
重庆北鹏教育科技有限公司	69,475.00	2026年12月	抵押+连带责任保证担保
重庆建筑科技职业学院	12,500.00	2023年7月	抵押
重庆新鸥鹏教育投资（集团）有限公司/重庆新鸥鹏地产（集团）有限公司	20,000.00	2022年7月	抵押+连带责任保证担保
西安曲江临潼文化旅游发展有限公司	7,400.00	2023年3月	连带责任保证担保
西安曲江北城建设有限公司	96,500.00	2021年9月	连带责任保证担保
	392.00	2021年1月	连带责任保证担保
西安曲江复地文化商业管理有限公司	13,671.00	2024年1月	连带责任保证担保
	465.50	2021年6月	连带责任保证担保
	6,000.00	2021年3月	连带责任保证担保
	6,500.00	2022年6月	连带责任保证担保
	6,000.00	2021年6月	连带责任保证担保
西安环城建设旅游开发总公司	5,000.00	2023年12月	连带责任保证担保
	5,000.00	2021年1月	连带责任保证担保
	15,000.00	2022年5月	连带责任保证担保

合计	1,200,179.12	-	-
----	--------------	---	---

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源和风险主要包括以下几个方面。

(1) 公司营业收入规模持续增长，公司主营业务收入和资金回笼可为本期债券偿还提供一定保障。2018-2020年，公司分别实现营业收入135.89亿元、170.37亿元和239.04亿元，营业收入快速增长。公司景区基础设施建设、文化产业（工程）项目和房地产业务在建和拟建项目较多，业务持续性较好；西安市房地产市场较为活跃，公司在手尚未销售的房地产项目较多，且所在区位较好，预计短期内能为公司收入提供较好支撑；2018-2020年公司收入收现比分别为1.32、1.17和1.12，经营活动现金回款情况尚可，可为本期债券偿还提供一定保障。

(2) 公司资产变现收入可为本期债券偿还提供一定保障。截至2021年3月末，公司长期股权投资账面价值83.70亿元，投资性房地产账面价值为72.91亿元，固定资产账面价值为109.22亿元。但值得关注的是，长期资产变现速度较慢且部分资产使用受限，变现时间具有一定不确定性。

(3) 募投项目收益的实现可为本期债券偿还提供一定保障。本期债券募投项目包括裴家控安置小区项目和西安浐陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目，裴家控安置小区项目收入主要为安置小区内住宅及商业出售收入，西安浐陂湖水系生态区（一期）起步区水利水系、西区水利水系及基础设施项目收入主要为景区门票收入、景区消费收入、浐陂湖水产收入、品牌文化收入及停车场收入可为本期债券偿还提供一定保障。但募投项目收益实现受项目建成后运营及市场环境影响，募投项目收益实现具有一定不及预期的风险。

十、结论

综上，中证鹏元评定西安曲江文化控股有限公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	202.36	173.95	197.51	254.88
其他应收款	488.21	460.86	363.10	300.57
其他应收款	488.21	458.47	361.28	298.55
存货	479.79	450.06	310.69	253.09
流动资产合计	1,336.83	1,245.15	1,062.27	944.84
非流动资产合计	427.55	396.91	282.75	220.62
资产总计	1,764.37	1,642.06	1,345.02	1,165.46
短期借款	92.44	86.94	50.01	20.93
预收款项	193.66	186.83	177.14	107.50
其他应付款	230.88	197.50	164.14	146.51
其他应付款	230.88	191.46	159.75	142.36
一年内到期的非流动负债	123.11	122.24	192.81	176.18
流动负债合计	792.67	742.23	678.02	532.85
长期借款	329.29	305.21	276.31	309.23
应付债券	232.23	222.40	80.75	53.80
长期应付款	48.27	36.72	9.81	1.34
非流动负债合计	668.65	594.20	375.69	371.92
负债合计	1,461.32	1,336.43	1,053.71	904.77
总债务	831.46	779.92	611.90	564.13
所有者权益	303.05	305.63	291.31	260.69
营业收入	43.11	239.04	170.37	135.89
营业利润	-4.93	11.48	11.00	6.87
其他收益	0.22	3.63	1.78	1.51
利润总额	-4.98	10.66	11.91	6.80
经营活动产生的现金流量净额	-0.93	-84.92	-6.87	53.09
投资活动产生的现金流量净额	-11.86	-89.16	-60.16	-34.49
筹资活动产生的现金流量净额	41.38	147.40	17.96	-28.17
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	23.01%	24.95%	27.15%	18.60%
收现比	147.78%	112.31%	116.92%	131.69%
资产负债率	82.82%	81.39%	78.34%	77.63%
现金短期债务比	0.91	0.81	0.81	1.28
EBITDA（亿元）	-	33.23	30.86	23.27
EBITDA 利息保障倍数	-	1.56	1.35	0.88

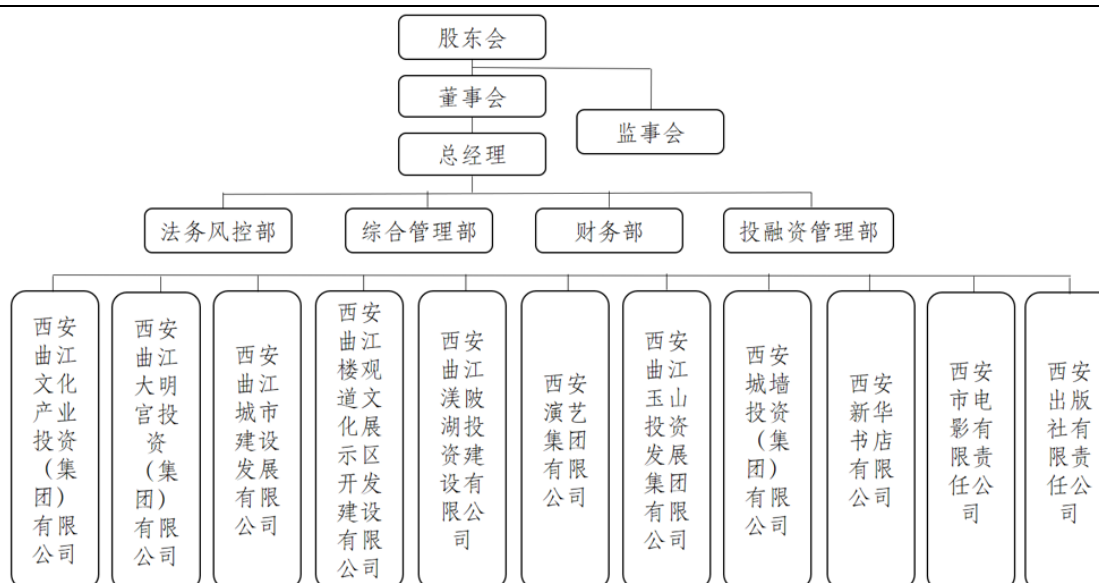
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	实收资本	持股比例	主营业务
西安曲江文化产业投资（集团）有限公司	83.00	100.00%	景区投资管理、文化体育设施等
西安曲江大明宫投资（集团）有限公司	39.66	94.73%	大明宫遗址区保护改造区域的土地开发整理
西安曲江城市建设发展有限公司	24.00	80.00%	景区、游乐设施及基础设施建设等
西安曲江楼观道文化展示区开发建设有限公司	10.00	100.00%	楼观道文化展示区域的投资、开发、建设等
西安曲江浹陂湖投资建设有限公司	5.00	60.00%	基础设施建设建设、开发等
西安演艺集团有限公司	5.05	100.00%	演艺文化及其衍生品的开发
西安城墙投资（集团）有限公司	14.00	100.00%	文化旅游基础设施的投资开发等
西安曲江玉山投资发展集团有限公司	0.20	100.00%	旅游项目、文化产业等
西安出版社有限责任公司	5.34	100.00%	图书、报刊的零售刊发
西安市新华书店有限公司	0.11	100.00%	图书出版
西安市电影有限责任公司	0.99	100.00%	电影发行；电影发行

资料来源：公司 2020 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	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，违约风险较高。
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，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、展望符号及定义

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