

2020年第一期西安曲江文化控股有限公司 公司债券(品种一) 及 (品种二)、2021年 第一期西安曲江文化控股有限公司公司债券 2022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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

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：

2020年第一期西安曲江文化控股有限公司公司债券(品种一)及(品种二)、2021年第一期西安曲江文化控股有限公司公司债券2022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	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
20 曲文控债 01/20 曲控一	AAA	AAA
20 曲文控债 02/20 曲控 Y1	AAA	AAA
21 曲文控债 01/21 曲控一	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持西安曲江文化控股有限公司（以下简称“曲文控”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，维持评级展望为稳定；维持“20 曲文控债 01/20 曲控一”、“20 曲文控债 02/20 曲控 Y1”、“21 曲文控债 01/21 曲控一”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：西安市文化旅游资源丰富，曲江新区发展定位较高；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；政府仍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；公司业务盈利能力弱，超市零售业务自并购以来首年度经营利润为负；存在较大的或有负债风险；对子公司存在一定管控压力。

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。

评级日期

2022 年 06 月 29 日

联系方式

项目负责人： 龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

项目组成员： 陈俊松
chenjs@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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	1,823.66	1,850.61	1,642.06	1,345.02
所有者权益	314.82	322.96	305.63	291.31
总债务	888.49	895.92	779.92	611.90
资产负债率	82.74%	82.55%	81.39%	78.34%
现金短期债务比	0.39	0.50	0.81	0.81
营业收入	33.72	241.29	239.04	170.37
其他收益	0.26	3.39	3.63	1.78
利润总额	-5.51	12.54	10.66	11.91
销售毛利率	24.85%	19.98%	24.95%	27.15%
EBITDA	--	43.16	33.23	30.86
EBITDA 利息保障倍数	--	1.09	1.56	1.35
经营活动现金流净额	-4.51	-19.79	-84.92	-6.87
收现比	108.62%	92.06%	112.31%	116.92%

注：2021 年度公司利息支出由现金流量表中分配股利、利润或偿付利息支付的现金扣除财政贴息后所得。

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **西安市文化旅游资源丰富，曲江新区发展定位较高，2021 年区域版图进一步扩大。**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；曲江新区作为首批国家级文化产业示范园区，系西安市打造旅游城市的重要抓手，管辖范围打破行政区限制，辐射多个飞地景区，曲江新区财税体制稳定，财税收入质量较高，为区域建设提供有力保障；2021 年新增西渭东区由西安曲江新区管委会主导建设，区域版图进一步扩大。
- **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。**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。截至 2021 年末，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。**2021 年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、划拨股权等方式增强了公司资本实力，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 年末，公司资产负债率较高且持续上升，总负债规模较大，短期债务占比进一步上升，短期债务绝对规模大，现金短期债务比较低且持续下降。
- **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。截至 2022 年 3 月末，公司抵押资产规模较大，对公司资产流动性及其变现能力产生一定影响。
- **公司业务盈利能力弱，利润中投资收益占比较高。**公司收入中文化旅游经营及房地产开发收入占比较高，近年受疫情及房地产行业政策收紧等影响，公司上述两类业务收入及毛利均有不同程度的下滑，公司营业利润主要来源于外部或非经常性项目的收益规模较大，公司自身经营性收益规模较小。此外，房地产业务是公司收入和经营性利润的重要来源，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，且公司地产项目区位有向下沉的趋势，需关注后续公司房地产项目建设进度及去化情况。
- **关注人人乐公司零售业务的经营及发展情况。**近年在面对疫情的多点反复、互联网社区团购持续冲击、市场全渠道激烈竞争、顾客消费力减弱等诸多不利影响下，人人乐收入规模持续下滑，2021 年系公司收购人人乐以来，人人乐首次营业利润出现亏损，经营情况有待改善。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保规模较大，被担保企业中存在少量民营企业，均未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。
- **对子公司存在一定的管控压力。**公司参股及控股子公司众多，各子公司经营及投融资等较独立。

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

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
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	7
	GDP 规模	5		资产负债率	1
	GDP 增长率	3		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	4
	公共财政收入	5		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		非常强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		补充调整	调整幅度		1
独立信用状况					aa+
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AAA

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
AAA	AAA	2021-6-25	龚程晨、顾春霞	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)	阅读全文
AAA	AAA	2020-08-20	龚程晨、杨培峰	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况（单位：亿元）

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
20 曲文控债 01/20 曲控一	5.00	5.00	2021-6-24	2025-12-25
20 曲文控债 02/20 曲控 Y1	5.00	5.00	2021-6-24	2023-12-25
21 曲文控债 01/21 曲控一	5.00	5.00	2021-6-21	2026-07-29

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2020年12月发行了5亿元“20曲文控债01/20曲控一”和5亿元“20曲文控债02/20曲控Y1”，募集资金全部用于偿还补充公司营运资金；公司于2021年7月发行了5.00亿元“21曲文控债01/21曲控一”，募集资金用于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建设。截至2022年5月底，上述三只债券的募集资金已使用完毕。

三、发行主体概况

2021年公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至2022年5月末，公司注册资本和实收资本均为100.00亿元，控股股东和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。

2022年4月，公司总经理变更为王苗，其中一名副总经理（兼董事）变更为张璐。

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，2021年公司合并范围重大变化情况如下表所示，主要减少3家子公司。其中公司子公司西安曲江旅游投资（集团）有限公司（以下简称“曲江旅游集团”）原子公司西安嘉润荣成置业有限公司（以下简称“嘉润置业”）因董事会改选，曲江旅游集团不再将嘉润置业纳入合并范围；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”）将持有西安悦唐商业运营管理有限公司（以下简称“悦唐商业”）49%股权转让给上海溱澜商业经营管理有限公司，对悦唐商业的表决权比例变更为40%，自2021年12月31日不再将悦唐商业纳入合并报表范围；西安曲江文化产业资本运营管理有限公司（以下简称“曲江资本运营公司”）对外处置三级子公司重庆创盈锦玺置业有限公司（以下简称“创锦置业”）49%股权而不再将其纳入合并范围。

表1 跟踪期内公司合并报表范围重大变化情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	变动原因
西安嘉润荣成置业有限公司	0.10	董事会改选丧失控制权
西安悦唐商业运营管理有限公司	0.01	转让 49% 股权而失去控制
重庆创盈锦玺置业有限公司	0.78	转让 49% 股权而失去控制

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。

2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策

加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。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。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021 年 12 月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计 2022 年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

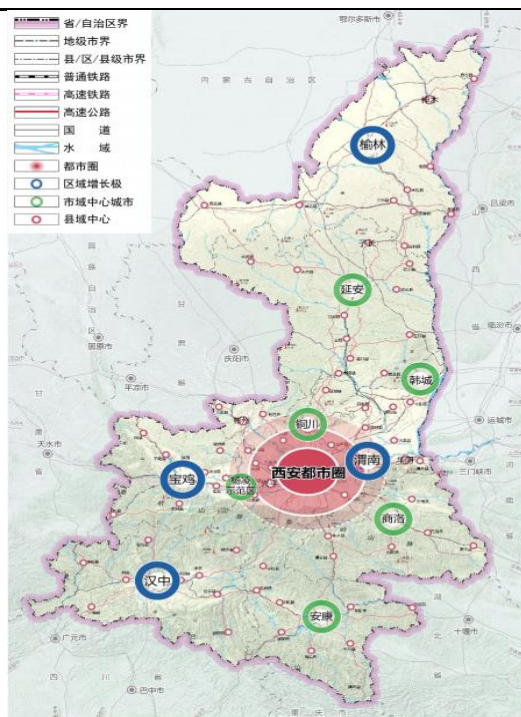
区域经济环境

西安市城市定位较高，经济财政实力较强，先进制造业和文化旅游业发展较好，但近年经济增速有所下降，同时需关注政府性基金收入稳定性

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）、7个国家及省级重点开发区（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、阎良国家航空产业基地、国家民用航天产业基地、国际港务区），并代管1个国家新区（西咸新区）。截至2021年末，全市常住人口（含西咸共管区）1,316.30万人，与2010年相比增长55.45%，年均复合增长率为4.09%。

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，但2021年投资和消费增速较差，经济增速较低。2021年西安市GDP超万亿元，经济实力远超省内其他各市，省内排名第二的榆林市GDP仅5,435.18亿元。2021年西安市人均GDP达8.37万元，和全国人均GDP相当。近年西安市经济增速降至低位，2021年增速只有4.10%，为全省倒数第一。从拉动经济的大三要素来看，近年投资和消费增速波动较大，对外贸易增速持续提高，其中2021年西安市投资和消费表现均较差，固定资产投资增速为-11.6%，社会消费品零售总额增速为0.8%；进出口表现较好，2021年进出口总额增速为26.5%，主要系机电产品出口大幅增长。2021年西安市三次产业结构为2.9:33.5:63.6，第三产业是区域主导产业。

表2 2021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	10,688.28	4.10%	8.37	855.96	1,460.39
榆林市	5,435.18	7.90%	14.99	587.3	65.82

咸阳市	2,581.32	8.50%	6.52	107.7	132.44
宝鸡市	2,548.71	6.00%	7.67	95.15	80.73
渭南市	2,087.21	8.20%	4.45	95.37	104.34
延安市	2,004.58	8.10%	8.81	150.04	88.18
汉中市	1,768.72	8.20%	5.51	52.5	65.71
安康市	1,209.49	7.50%	4.85	32.48	59.59
商洛市	852.29	9.50%	4.18	26.82	27.83
铜川市	439.41	7.50%	6.29	26.56	17.26

注：除西安市外，2021 年人均 GDP 系根据第七次全国人口普查数据计算。

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3 西安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	10,688.28	4.1%	10,020.39	5.2%	9,321.19	7.0%
固定资产投资	-	-11.6%	-	12.0%	-	1.1%
社会消费品零售总额	4,963.42	0.8%	4,989.33	-2.9%	-	6.0%
进出口总额	4,399.96	26.5%	3,473.80	7.2%	3,243.06	-1.8%
人均 GDP（万元）		8.37		7.74		9.23
人均 GDP/全国人均 GDP		103.35%		106.78%		130.14%

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 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报、2021 年西安经济运行情况，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。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、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。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

产业发展成为全市具有核心竞争力的重要支柱产业，努力使西安市成为丝路文化高地、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GDP的15%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。

财政及债务水平：西安市一般公共预算收入持续增长且收入质量较好，政府性基金收入规模较大，需关注其稳定性，目前整体债务压力可控。近年西安市一般公共预算收入持续增长，税收收入占比很高，一般公共预算收入质量较好，但财政自给率表现一般。近年西安市政府性基金收入规模较大，且均超过一般公共预算收入，但当前房地产行业景气度下行，需关注政府性基金收入稳定性。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，整体债务压力可控。

表4 西安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	855.96	724.14	702.56
税收收入占比	79.73%	78.94%	82.66%
财政自给率	58.05%	53.74%	56.34%
政府性基金收入	1,460.39	1,207.32	953.38
地方政府债务余额	2,506.04	2,810.14	2,647.59

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

曲江新区以文化和旅游产业为主导，是全国文旅深度融合发展的先行军和示范者，发展定位较高，近年区域管辖面积持续拓展，是西安市发展最具活力的区域之一，但需关注疫情对区域内文旅产业的冲击

区位特征：曲江新区是陕西省、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，是国家文化部授予的首个国家级文化产业示范区。曲江新区为西安市下辖的开发区，位于西安市东南部，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。经西安市人民政府批准，2003年正式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。2007年曲江新区晋升为首批国家级文化产业示范园区，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”，曲江新区现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。

曲江新区核心区总规划面积约 51.5 平方公里，同时辐射带动大明宫遗址保护区、西安城墙景区、临潼旅游休闲度假区、楼观生态文化旅游度假区等区域，管理面积超 430 平方公里。根据第七次全国人口普查公报，截至 2020 年 11 月 1 日零时，曲江新区常住人口为 39.99 万人（核心区及大明宫遗址区范围内人口）。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。

经济发展水平：曲江新区第三产业占比高，GDP 在西安市八大开发区排名中等，整体发展水平较好，但需关注疫情对区域内文旅产业发展的不利影响。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，曲江新区经济社会发展整体发展速度较快，对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。在西安市 8 大开发区中，2020 年曲江新区 GDP 和政府性基金收入均居第 5 位，一般公共预算收入居第 4 位；GDP 增速排末位，主要受疫情影响，曲江新区文旅产业增长乏力所致。从经济增长的要素上看，近年曲江新区固定资产投资增速波动较大，2021 年固定资产投资同比下降 19.3%；2021 年曲江新区限额以上消费品零售额未见明显回升，同比仅增长 1.6%；全区年游客接待量 7,100 万人次，实现旅游业总收入 321 亿元。

表5 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%
固定资产投资	429.2	12.5%	281.5	-11.7%	431.9	10.8%
社会消费品零售总额	118.4	-2.2%	-	-	-	13.6%

注：2021 年上表中相关指标的绝对数尚未披露。

资料来源：曲江新区管委会及其官方网站，中证鹏元整理

发展规划及机遇：西安市赋予曲江新区的发展定位较高，区域管辖面积具备进一步拓展的潜力。根据《曲江新区经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，到 2025 年把曲江新区建设成文旅融合高质量发展示范区、现代文化产业发展引领区、文商旅融合新型消费标志区、大遗址保护利用实践区和开发区体制改革先行区等，同时提出要拓展空间格局，进一步强化区域资源整合和空间全面联动，以曲江新区核心区为引领，串联西安市各板块旅游资源，形成全域旅游模式。

财政及债务水平：2021年曲江新区财税收入有所回升，一般公共预算收入质量较好，且财政自给能力较高，但政府债务余额较高。近年曲江新区一般公共预算收入呈下滑趋势，主要系受疫情影响，区内文旅产业增长受限所致；同时，落实各项减税降费政策等因素也导致收入下降。2021曲江新区税收收入占比和财政自给率回到90%以上，一般公共预算收入质量较好，且财政自给能力较高。2021年区内土地出让收入有所回升。近年地方政府债务余额水平较高且保持小规模增长，地方政府债以专项债为主，一般债务余额规模较小。

表6 曲江新区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	41.82	40.74	44.09
税收收入占比	90.3%	83.14%	92.05%
财政自给率	94.87%	81.53%	99.21%
政府性基金收入	68.59	51.74	66.22
地方政府债务余额	300.97	299.95	294.85

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：2019-2021年曲江新区财政预决算报告，中证鹏元整理

在疫情和政策的双重影响下，2021年西安房地产市场整体由热转凉；受市场预期等因素影响，未来西安市房地产市场短期内向上突破阻力较大，但西安都市圈的获批或将为西安市房地产市场长期发展提供有力需求支撑

2021年在“房住不炒”主基调下，国家进一步加大对房地产市场调控监管，金融端信贷“去杠杆”叠加土地端“两集中”供地，加之西安本土实施“房地联动”楼市调控升级，西安市房地产市场经历了上半年高热攀顶到下半年降温回撤的过程。

2021年西安市政府及相关部门从供给端入手，建立了包括价格联动、总量联动、时序联动三个方面的房地联动机制，3、4、5月房源供应量增大，自7月起，商品住房库存面积连续保持增长，截止年末，库存去化周期升至8.7个月，较全年最低点提升2.4个月。投资方面，2021年全年西安市房地产开发投资较上年下降7%，其中下半年投资放缓尤为明显。

表7 2021年西安市房地产市场新政简介

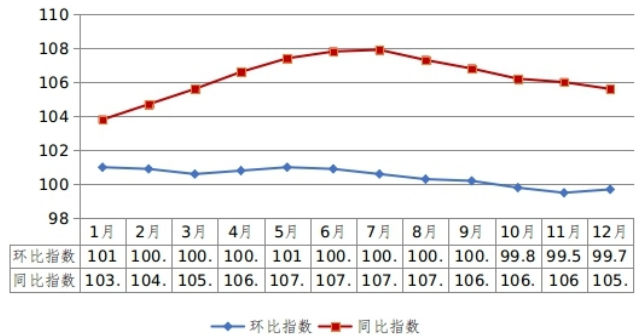
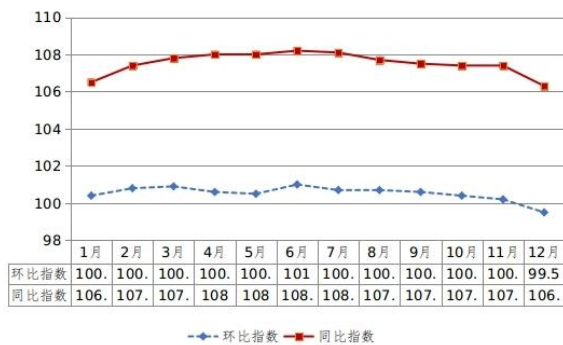
时间	内容	文件
3月23日	自2021年4月1日起，新出让商品住宅用地按照宗地地上住宅规划建筑面积的5%/10%设定企业自持租赁住房面积	《西安市2021年住房租赁试点工作实施方案》
3月30日	建立完善房地联动机制，试行“两集中”供地，限购、限售升级	《西安市人民政府办公厅关于建立房地联动机制促进房地产市场平稳健康发展的通知》
4月30日	2021年5月1日后取得《商品房预售许可证》的开发项目，须在购房合同中增加“交房即交证”作为选择性条款	《新建商品房“交房即交证”工作方案（试行）》
7月8日	西安住建局发布指导价格，指出基于网签成交价确认参考价格，并以参考价指导各个交易环节	《关于建立二手房成交参考价格发布机制的通知》
8月30日	涉及限购范围扩大、门槛升级、供地政策调控、增加保障房供应等	《关于进一步促进房地产平稳健康发展的通知》

10月29日	明确自持租赁住房年限不得低于10年	《关于进一步加强对配建自持租赁住房管理的通知》
11月16日	将在“十四五”期间建设筹集保障性租赁住房30万套(间)	《西安市关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》及《西安市“十四五”保障性租赁住房发展规划》
12月17日	对棚改项目规划管控及土地供应进行分类管理	《显示关于进一步做好城中村(棚户区)改造项目遗留问题处置工作》
12月30日	要求西安市保障性租赁住房用地应不低于年度住宅用地计划的10%	《陕西省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》

资料来源：西安市人民政府各部门官方网站，中证鹏元整理

同时，需求端亦出现降温现象。根据西安市商品住房销售公示平台显示，下半年摇号率大多维持在50%以下，最低点33%，较上半年最高点的80%下降47个百分点；从项目开盘去化率来看，8月份起去化率大幅下降且呈持续下降趋势，8-12月去化率在60%上下波动，最低点较上半年最高点下降39个百分点。销售方面，2021年西安市全年商品房销售面积1,856.73万平方米，较上年下降约27%。西安市全年新建住宅销售价格环比累计上涨6.5%，涨幅较上年下降0.4个百分点，具体来看，新建商品住宅销售价格环比指数从下半年开始缓慢下行，直至12月实现由正转负，新建商品住宅销售价格环比指数连续上涨68个月后首次出现下降。二手住宅销售量价齐降，西安市政府在2021年7月份发布第一批二手住房成交参考价后，二手住房房源挂牌量、交易量、交易价格均呈明显下滑，下半年二手住房交易面积较上半年比下降49.4%，从环比看，二手住宅销售价格环比指数自6月份起涨幅持续收窄，10月起连续3个月下降，从同比看，2021年上半年同比涨幅在高位运行，7月见顶以后涨幅收窄，12月同比上涨5.6%。

图2. 2021年西安新建住宅销售价格环比、同比指数 **图3. 2021年西安二手住宅销售价格环比、同比指数**



资料来源：西安市人民政府官方网站，中证鹏元整理

土拍市场亦同步降温。2021年西安市已按照“限房价、定品质、竞地价”方式集中供地三批次共计78宗地。从土地成交情况来看，参与土地竞拍房企趋于理性，土地市场热度明显降低，第二批集中供地未成交宗地8宗，占比18%，底价成交31宗、溢价成交6宗、平均溢价率0.9%，较第一批平均溢价率下降6.2个百分点；第三批宗地全部底价成交，无溢价。2021年西安市成交土地总价1,033.53亿元，较上年下降约22%。

2022年4月1日，《西安都市圈发展规划》正式获批，西安都市圈成为全国第五个、西北地区唯一一个国家批复的都市圈，西安作为西安都市圈的最核心的区域，“虹吸效应”或将更加显著，为西安市房

地产市场的长期发展提供有力的需求支撑。但随着政策的持续发力以及疫情后续影响，短期内人们投资谨慎性加强、对房地产市场持观望态度，加之房企资金压力下投资动力不足，虽然购房潜在需求仍在，但西安市房价向上突破阻力较大，短期内西安房地产市场或将平稳发展。

五、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，2021年公司营业收入较上年略有增长，从收入结构来看，文化旅游商业经营、景区基础设施建设和房地产开发收入占比较大。2021年，公司房地产业务毛利率明显下滑，致使公司销售毛利率较上年有所下降，但公司业务整体盈利能力仍尚可。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	33.36	24.37%	237.85	19.48%	236.16	24.44%
其中：文化旅游商业经营	20.70	24.18%	97.57	22.28%	94.85	19.81%
文化产业（工程）项目	0.16	13.24%	4.44	24.58%	2.27	23.22%
景区基础设施建设	3.56	6.89%	55.55	4.67%	46.28	6.84%
房地产	8.94	31.97%	80.29	26.04%	92.76	37.98%
其他业务小计	0.36	69.46%	3.44	54.67%	2.88	67.43%
文化旅游其他	0.36	24.85%	3.44	19.98%	2.88	67.43%
合计	33.72	24.85%	241.29	19.98%	239.04	24.95%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）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；2021年公司文化旅游经营业务收入较上年基本持平

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西安曲江文化产业投资（集团）有限公司（以下简称“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2020-2021年文化旅游经营板块收入构成情况（单位：亿元）

收入领域	2021年	2020年
旅游	11.47	13.46
会展	1.44	0.89
电视电影	3.71	3.78
文化演出	1.37	0.41
出版传媒	6.28	10.98

文化金融	3.09	1.66
其他	3.85	0.47
合计	31.20	31.65

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、楼观四景区¹、贞观文化广场及曲江海洋馆的管理和运营，2020年8月后，收费类景区仅有曲江海洋馆（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。2021年6月，根据大唐芙蓉园自2020年8月免费预约入园以来的实际运营状况，曲江旅游集团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”，股票代码为600706.SH）与西安曲江新区事业资产管理中心（以下简称：资产管理中心）签订《〈大唐芙蓉园委托经营管理协议〉的补充协议二》，协议约定大唐芙蓉园管理酬金采用固定管理酬金计取模式，2020-2022年管理酬金（含税）分别为1.34亿元、1.36亿元、1.29亿元，一定程度上弥补了大唐芙蓉园免费开放对公司门票收入产生的不利影响。

景区餐饮酒店收入通过曲江旅游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。旅行社经营收入主要来自文化旅游集团下属四个旅行社，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、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。2021年公司旅游业务实现收入11.47亿元，较上年下降约17%，主要系受2021年继续受疫情影响，游客出行意愿降低，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，

¹ “楼观四景区”指赵公明财神文化景区、道文化景区、延生观景区、化女泉景区。

通过承办展会的形式实现收入，2021年实现收入1.44亿元，收入规模较小，对公司影响不大。

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。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（以下简称“大明宫投资公司”）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，2021年公司电视电影领域实现收入3.71亿元，受疫情影响收入规模较上年有所下降。

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。2021年公司文化演出业务实现收入1.37亿元，较上年有所增加，主要系当期新推出线上演出增加了收入渠道，但整体收入规模不大。

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。随着公司所管理的资产规模增长，投资项目增加，公司金融文化领域收入随之而增长，截至2021年末，公司管理资产规模达140.37亿元，其中设立并管理文化产业基金33只，资产规模近70亿元，2021年公司文化金融领域实现收入3.09亿元，较上年增长约86%。

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。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陕西新动向传媒股份有限公司（股票代码：873021），且公司以“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，2021年公司出版传媒业务实现收入6.28亿元，受疫情影响，出版传媒业务收入较上年减少约43%。

除了上述业务，公司文化旅游经营业务还包括代理集团影视设备、演出设备、展馆建设材料、旅游设施建设材料、出版传媒工具、景区物业、体育赛事等，主要由子公司曲江文投下属的西安曲江建设集团有限公司（以下简称“曲江建设公司”）、会展集团、文商集团等进行经营，2021年实现营业收入3.85亿元。

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，但受疫情等影响，文旅业务收入增长受限。

2021年超市零售业务收入继续下滑，2021年度系公司收购人人乐以来，人人乐首次营业利润出现亏损，需持续关注人人乐经营情况

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，由公司2019年收购的人人乐公司经营²，2021年公司实现超市零售收入50.96亿元，收入持续下滑。

截至2021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117家，2021年公司关闭门店37家，新开业门店5家。在面对疫情的多点反复、互联网社区团购持续冲击、市场全渠道激烈竞争、顾客消费力减弱等诸多不利影响下，近年人人乐营业收入和利润持续下滑，2021年实现营业利润为-7.38亿元，系公司收购人人乐以来，人人乐首年度营业利润发生亏损，后续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	2021年	2020年	2019年
总资产	20.90	47.04	47.48
净资产	6.18	14.61	14.51
总债务	24.47	2.27	2.74
营业收入	50.96	59.81	76.00
营业利润	-7.38	0.62	0.18
净利润	-8.57	0.35	0.37
扣非净利润	-7.95	-3.48	-2.00
经营活动产生的现金流量净额	-0.19	-1.13	-1.00

注：2021年人人乐公司总债务中包含22.11亿元的租赁负债。

资料来源：人人乐公司2019-2021年年报，中证鹏元整理

（二）文化产业（工程）项目业务

2021年公司文化产业（工程）项目业务收入较上年有所上升，在建项目总投资和尚需投资规模较大，业务持续性较好，但也给公司带来一定资金压力

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，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，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

² 截至2021年末，公司持有人人乐公司21.15%的股权和44.00%的表决权，系人人乐公司第一大股东。

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，经营主体包括子公司西安城墙投资（集团）有限公司（以下简称“城墙集团”）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”）、曲江文投下属曲江建设公司和文商集团等。

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，截至2022年3月末，公司回购模式文化产业（工程）项目已基本完工，无在建和拟建的回购模式文化产业（工程）项目。自营项目业务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。

2021年公司实现的文化产业项目业务收入4.44亿元，收入较上年有所增长，主要来源于已完工项目对外出售及自持部分的租金收入。截至2022年3月末公司主要在建的自营文化产业项目包括曲江国际社区等，预计总投资199.78亿元，已投资85.55亿元。公司在建文化工程项目规模较大，未来主要依靠对外出售或出租取得收入，投资回收期较长。

表11 截至 2022 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	预计总投资额	累计已投资额	项目功能
曲江国际社区	52.00	26.79	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
曲江文创中心	38.62	15.31	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
电竞产业园	34.10	16.08	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	6.33	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	0.68	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	20.36	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
合计	199.78	85.55	-

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，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。

（三） 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）有限公司大明宫投资公司（大明宫遗址区）、西安曲江楼观生态文化旅游度假区开发建设有限公司（楼观道文化展示区）、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，涉及项目如井上华府及井上村城中村改造项目等，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，2021年公司景区基础设施建设实现收入55.55亿元，较上年有所回升，仍是公司主要收入来源之一。截至2022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。

表12 截至 2022 年 3 月末公司主要景区基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	累计已投资
曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目	136.18	61.10
大华纱厂	34.33	26.94
井上华府及井上村城中村改造项目	32.65	23.92
中央文化商务区项目	18.82	14.95
杜陵国家考古遗址公园项目 2020 年度实施区域工程	6.64	2.18
大明宫遗址公园整体景观提升改造项目（EPC）	2.96	1.35
曲江新区 15 号路等 4 条市政道路建设项目	2.14	1.33
麟德一路（未央路-建强路）	0.67	0.36
建强路（龙首北路东段—麟德一路）	0.62	0.65
曲江新区架空通讯线缆落地项目	0.28	0.16
开元路（纬二十七街-二府庄路）	0.16	0.10
合计	235.45	133.04

注：曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目总投资较上年度有所增加，主要系该项目包含众多子项目，2021年新增项目立项所致。

资料来源：公司提供

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。

（四）房地产业务

2021年公司房地产板块投资和销售均有所放缓，收入及毛利率水平均有所下降；但公司房地产业务依旧能对公司收入及利润起重要支撑作用

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。目前公司主要在开发房地产项目有两种开发方式，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，截至2022年3月末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，部分项目住宅已基本销售完毕，仅剩车位可供销售。

表13 截至2022年3月末公司已完工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	累计已售面积	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	61.59	59.07	96.20%	59.07
曲江大城	共同开发	住宅	24.32	24.29	43.87	99.88%	43.84
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	19.64	14.15	82.39%	14.14
瑞和·大唐府邸	自主开发	住宅	19.48	18.50	13.74	94.98%	13.64

注：上年度公司提供的上和郡项目销售数据为预估数，本年度为实际销售数据存。

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司在建的独立开发房地产项目主要包括欧森国际、雁泊台等，合作开发的项目主要有东方传奇、华润九里项目、曲江中心风华项目等，其中，主要合作方式为公司以土地作价或其他方式出资而持有51%的股份，西安万科企业有限公司、成都润盈执业有限公司（股东是华润置地控股有限公司）等合作方持有49%的股份，并由合作方进行开发销售，利润按持股比例进行分配。2019年，子公司曲江文投下属公司曲江资本运营公司与重庆新鸥鹏教育产业发展（集团）有限公司（以下简称“重庆新欧鹏集团”）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“曲江新欧鹏”），两者分别持股51%和49%，其中重庆新欧鹏集团以重庆·璧山·凤凰城、中央公园等项目作价出资，截至2022年3月末，公司主要公开销售房地产在建项目情况如下表所示，2021年公司因对嘉润置业、创锦置业等子公司丧失控制权，雁翔新城地块项目、御湖蓝湾项目、央著天域项目不再纳入公司合并范围。

除上表中的项目外，曲江新欧鹏还在北海、开封等城市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，该部分项目预计总投资额较大，且项目位于三四线城市，未来需关注项目建设进

度及去化情况。

表14 截至 2022 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	总投资额	已投资额	去化率
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	44.46	82.32%
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	26.65	99.93%
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	38.74	85.44%
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	27.48	99.93%
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	35.69	79.42%
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	30.77	99.39%
东方传奇	西安雁顺置业有限公司	西安市金花路以东	住宅、商业	2015-2020	29.02	28.56	94.80%
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	10.48	61.75%
欧森国际	西安瑞房企业管理有限公司	西安市高新区	办公	2015-2022	9.50	5.58	12.52%
曲江启夏里	西安兰科实业有限责任公司	西安市曲江新区	住宅	2021-2023	7.90	2.31	0.00%
合计	-	-	-	-	301.03	250.72	-

注：截至2022年3月末曲江启夏里尚未取得预售证。

资料来源：公司提供

近年公司房地产板块开发和销售情况如下表所示。2021年以来房地产行业政策趋严，叠加疫情影响，行业景气度下降；此外，公司对嘉润置业、创锦置业等持股比例下降而丧失控制权，部分地产项目不再并表，受此影响，2021年公司对地产项目投入减少、销售额亦同步降低。具体而言，2021年公司开发完成投资、新开工面积较上年下降20%左右；同时，当期签约销售金额及面积均不及上年，签约销售均价亦出现下滑。

2021年公司当期结转销售收入80.29亿元，毛利率26.04%，收入及毛利率均明显下滑，除了受政策、疫情、部分项目出表影响外，近年曲江新欧鹏新开发部分项目位于北海、开封等城市，位于重庆的存量项目中重庆·璧山·凤凰城、中央公园等项目距离重庆中心城区较远，均价不高，项目区位出现下沉趋势，拉低了平均销售均价，亦对公司房地产项目收入及毛利率水平产生一定影响，但地产项目仍对公司利润的支撑作用较强。

近年，随着曲江新区开发建设逐渐成熟，核心区内可供出让土地较少，预计未来公司在西安的地产项目将逐步由市区转向郊区、由成熟板块转向规划新区，公司在外地的项目（如重庆、北海、开封等）亦有向下沉的趋势，后续需持续关注公司房地产项目建设进度及去化情况。

表15 近年公司房地产项目开发及销售项目情况

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
开发完成投资（亿元）	8.13	91.11	112.52
新开工面积（万平方米）	1.77	86.46	118.14
竣工面积（万平方米）	20.38	76.06	76.13
签约销售面积（万平方米）	9.91	79.98	88.70
签约销售金额（亿元）	7.65	81.24	110.96
签约销售均价（万元/平方米）	0.77	1.02	1.25

资料来源：公司提供

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。2021年公司收到西安曲江新区财政局等政府部门各类资金注入、资产及股权划拨等，增加公司资本公积 11.79 亿元；同年，陕西金融资产管理股份有限公司和榆林金融资产管理有限责任公司分别对曲江建设公司增资，分别认缴 2.51 亿元、2.48 亿元，分别实缴 5.00 亿元、4.95 亿元，差额计入资本公积，公司持有曲江建设公司 75.04% 的股权，根据持股比例计算公司 2021 年增加资本公积 3.72 亿元。上述事项增加公司资本公积 15.51 亿元，有效提升了公司资本实力。

2021 年公司继续取得来自曲江新区管委会等政府部门的业务运营补贴等 3.39 亿元，占当期公司利润总额的 27.03%，有效提升了公司利润水平。

表16 2021 年公司资产注入/划转情况（单位：亿元）

事项	金额
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、项目运营管理专项资金增加资本公积	4.58
西安城墙管理委员会将南门松榴园项目无偿划拨给城墙文化公司	7.18
陕西金融资产管理股份有限公司、榆林金融资产管理有限责任公司对曲江建设公司增资	3.72
西安曲江新区管理委员会划入西安曲艺团有限公司 49% 股权、西安致灵感文化创意有限公司 100% 股权	0.03
合计	15.51

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

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 2020-2021 审计报告及 2022 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 2021 年末，公司合并范围一级子公司 11 家，较上年无变化，详见附录四。

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，且资产受限规模较大，整体资产流动性一般

2021年公司总资产规模进一步增长，主要系由于公司业务规模、融资规模扩大所致，公司资产仍以流动资产为主。截至2021年末公司本部资产377.42亿元，主要由其他应收款和长期股权投资构成。

公司货币资金规模较大，但其绝对规模和占总资产的比重均呈下降趋势，截至2021年末使用受限货币资金为7.67亿元，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，2021年公司应收账款较上年增幅较大，主要系当期棚改类代建业务回款情况不佳所致，2021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域中村（棚户区）改造办公室等，前五名占应收账款总额的比重为88.44%，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。

其他应收款主要系公司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域中村（棚户区）改造办公室等，2021年随着区域内景区基础设施项目投入增加，其他应收款规模进一步增长，期末对前五大应收对象应收款项合计占比为71.01%。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。随着各类项目建设推进，2021年存货规模较上年进一步增长。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	136.13	7.46%	163.46	8.83%	173.95	10.59%
应收账款	149.55	8.20%	144.58	7.81%	102.36	6.23%
其他应收款	492.82	27.02%	504.41	27.26%	460.86	28.07%
存货	472.53	25.91%	473.99	25.61%	450.06	27.41%
流动资产合计	1,336.79	73.30%	1,365.30	73.78%	1,245.15	75.83%
长期股权投资	111.10	6.09%	110.72	5.98%	83.33	5.07%
投资性房地产	91.40	5.01%	89.16	4.82%	74.49	4.54%
固定资产	100.84	5.53%	101.97	5.51%	108.92	6.63%
在建工程	73.34	4.02%	70.82	3.83%	49.33	3.00%
非流动资产合计	486.87	26.70%	485.31	26.22%	396.91	24.17%
资产总计	1,823.66	100.00%	1,850.61	100.00%	1,642.06	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2021年公司长期股权投资规模较上年有所增长，主要系公司当期处置部分股权，原并表子公司转为联营企业，对其剩余股份以长期股权投资核算，2021年公司将原子公司创锦置业和西安悦唐商业运营管理有限公司49%的股权对外转让，转让后公司对其丧失控制权，截至2021年末，公司对创锦置业和西安悦唐商业运营管理有限公司剩余股权以公允价值转入长期股权投资核算，合计增加长期股权投资10.06亿元，此外，公司权益法确认投资损益增加长期股权投资7.79亿元。

投资性房地产主要系公司持有可供经营、出租的物业资产，公司投资性房地产以公允价值计量，截至2021年末，投资性房地产的成本合计72.04亿元，公允价值变动合计17.12亿元。截至2021年末，公司大额投资性房地产项目主要包括大雁塔南、北广场、白鹿仓、芙蓉新天地等，2021年新增投资性房地产主要系公司新购入的阳光荟等项目。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2021年规模较上年变化不大。在建工程主要系公司自建自营的曲江新区希尔顿酒店项目、言几又商业项目、电竞产业园项目等，2021年公司的在建工程较往年增长较快，主要系新增项目电竞产业园项目当期投入规模较大所致。

截至2021年末，公司所有权受到限制的资产账面价值合计284.81亿元，占期末总资产的比例15.39%，占期末所有者权益的比重为88.19%，此外公司还存在子公司股权因融资而抵押受限的情形。公司资产抵质押规模较大，对公司资产流动性及其变现能力产生一定影响。

表18 截至2021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2021年末账面价值的比重
货币资金	7.67	4.69%
应收账款	6.70	4.63%
存货	107.17	22.61%
固定资产	30.95	30.35%
在建工程	54.71	77.25%
无形资产	1.06	8.11%
投资性房地产	74.05	83.05%
其他非流动金融资产	2.50	16.89%
小计	284.81	-

资料来源：公司提供

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，且资产受限规模较大，整体资产流动性一般。

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入略有增长，但毛利率水平有所下降，经营性业务利润规模仍较小，投资收益和政府补贴对盈利贡献较大

2021年公司营业收入较上年略有增长，收入仍主要来源于文化旅游经营、景区基础设施建设、房地产开发收入和超市零售收入，收入结构较稳定。文化旅游经营业态类型多样，其中旅游业务遭受疫情影响

响，收入持续下滑，其他各细分类业务规模有所波动，但业务盈利能力尚可；当期确认景区基础设施建设规模较大，但毛利率水平进一步降低；2021年公司房地产行业政策趋严，行业景气度下滑，叠加疫情影响，项目完工交房放缓，当期结转收入较上年有所减少，曲江新欧鹏开发的重庆、开封、北海等项目区位不佳，受此影响，2019年以来公司签约销售均价持续下滑，2021年房地产销售毛利率下降至26.04%，但房地产业务仍是公司收入和利润是主要来源，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。受房地产业务影响，2021年公司销售毛利率较上年有所下降。

2021年公司基础设施建设业务回款情况不佳致使当期业务收现比下滑至1以下。

2021年公司来源于外部或非经常性项目的收益规模仍较大，2021年公司获得政府补助占利润总额的27.03%，改善了公司利润水平；公司投资收益主要来自丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得（9.65亿元）、转让部分投资公司股份款（7.39亿元）及联营企业贡献的投资收益（7.79亿元）等，2022年投资收益是利润总额的2.10倍，投资收益具有一定波动性特质，给公司利润带来一定的不确定性。

总体而言，2021年公司经营性业务利润规模仍较小，当期取得投资收益规模较大，盈利主要来源于财政补贴和投资收益。

表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
收现比	108.62%	92.06%	112.31%
营业收入	33.72	241.29	239.04
营业利润	-5.47	13.40	11.48
其他收益	0.26	3.39	3.63
投资收益	0.53	26.33	6.39
利润总额	-5.51	12.54	10.66
销售毛利率	24.85%	19.98%	24.95%

资料来源：公司 2020-2021 审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表

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，资产负债率水平较高，总债务规模持续增长，存在较大债务压力

近年公司产权比率处于较高水平且持续上升，具体而言，2021年公司债务规模随业务扩张进一步增长，受益于未分配利润积累、股东注资等，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，2021年公司产权比率进一步上升，所有者权益对负债的保障程度较低。

2022年1-3月公司净利润为-6.00亿元，受此影响，公司所有者权益随未分配利润减少而有所减少，当期末产权比率进一步上升。截至2022年3月末，公司净资产主要由资本公积、实收资本和少数股东权

益构成，少数股东权益占比较高。

图4. 公司资本结构

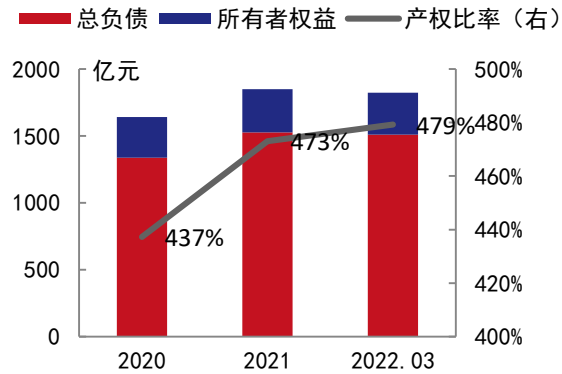
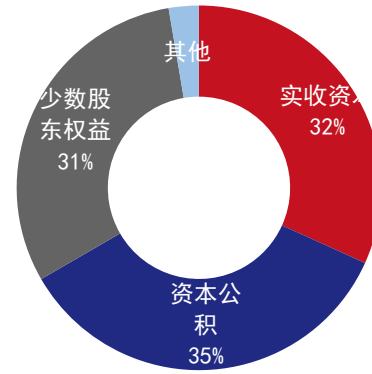


图5. 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表
 资料来源：公司 2022 年 1-3 月未经审计财务报表

2021年随着公司长期债务进入偿付期而转入一年内到期的非流动负债科目，使得当期流动负债大幅增长，截至2021年末，流动负债占比上升至60.46%。截至2021年末，公司本部负债179.93亿元，主要由银行借款、债券融资等债务构成。

公司短期借款规模主要由质押和保证借款构成，2021年末短期借款规模较上年有所减少。应付账款主要为应付工程款，随着公司项目建设推进，2021年末应付账款规模进一步增长。预收账款（或合同负债）主要是房地产开发项目的预收售房款，随着项目完工交房，部分预收款结转收入，加之2021年合同销售金额进一步下降，期末预收账款与合同负债合计规模较上年有所减少。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，2021年末规模较上年大幅增长。

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	54.28	3.60%	62.17	4.07%	86.94	6.51%
应付账款	109.13	7.23%	120.38	7.88%	107.11	8.02%
预收账款	2.60	0.17%	1.20	0.08%	186.83	13.98%
合同负债	173.54	11.50%	177.20	11.60%	11.38	0.85%
其他应付款	253.84	16.82%	249.30	16.32%	197.50	14.78%
一年内到期的非流动负债	283.50	18.79%	257.06	16.83%	122.24	9.15%
流动负债合计	941.74	62.42%	923.62	60.46%	742.23	55.54%
长期借款	331.74	21.99%	341.81	22.37%	305.21	22.84%
应付债券	138.03	9.15%	164.66	10.78%	222.40	16.64%
长期应付款	40.14	2.66%	39.37	2.58%	36.91	2.76%
非流动负债合计	567.09	37.58%	604.04	39.54%	594.20	44.46%

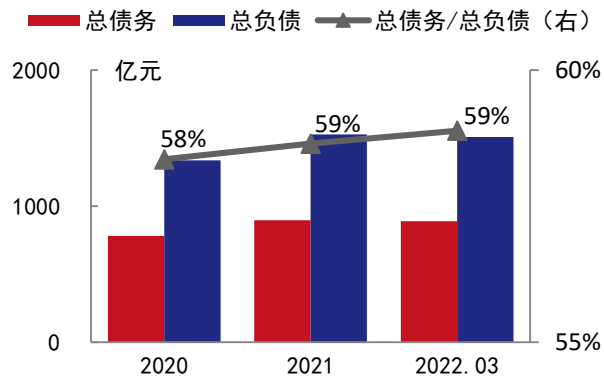
负债合计	1,508.84	100.00%	1,527.66	100.00%	1,336.43	100.00%
-------------	-----------------	----------------	-----------------	----------------	-----------------	----------------

资料来源：公司 2020-2021 审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表

非流动负债方面，公司长期借款规模较大且不断增长，2021年公司债券发行较上年有所放缓，叠加前期发行债券逐步进入偿付期而转入一年内到期的非流动负债核算，当期末应付债券规模大幅减少。2021年公司应付融资租赁款规模有所增长，带动期末长期应付款小规模增长。

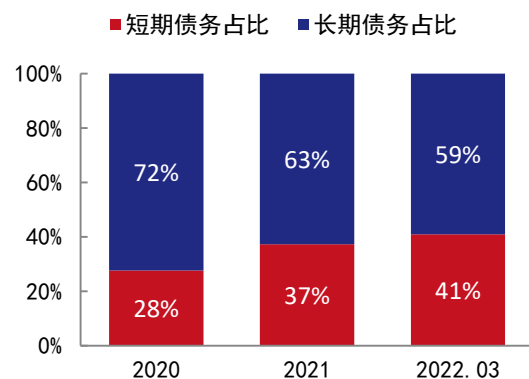
2021年公司总债务规模持续增长，总债务占总负债比重较上年变化不大；债务结构方面，随着长期借款、应付债券等逐步进入偿付期，2021年公司短期债务占总负债比较上年有所上升。公司承担的文化产业工程和景区基建任务较重，投资回收期较长，未来债务规模或将进一步上升。

图6. 近年公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表

图7. 近年公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表

公司资产负债率处于较高水平且持续上升。从短期偿债指标来看，公司账面货币资金较多，但短期债务规模较大且增长较快，现金短期债务下滑至较低水平；2021年公司EBITDA利息保障倍数仍维持在1以上，但公司盈利主要来源为投资收益，该部分收益不确定性较大。截至2022年末3月末，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979.74亿元，其中，已用授信额度总额为632.16亿元，未用授信额度总额为347.58亿元。

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	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	82.74%	82.55%	81.39%
现金短期债务比	0.39	0.50	0.81
EBITDA 利息保障倍数	--	1.09	1.56

注：2021年度公司利息支出由现金流量表中分配股利、利润或偿付利息支付的现金扣除财政贴息后所得。

资料来源：公司 2020-2021 审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表

七、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2019年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2022年6月9日）、子公司曲江文投（报告查询日为2022年5月5日）、大明宫投资公司（报告查询日为2022年6月15日）、西安城墙集团（报告查询日为2022年5月16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2022年3末，公司对外担保金额共计105.31亿元，占当期所有者权益的比重为33.45%，被担保企业中存在4家民营企业，即重庆新鸥鹏教育投资(集团)有限公司（以下简称“重庆新欧鹏教育”）、重庆新鸥鹏地产（集团）有限公司（以下简称“重庆新欧鹏地产”）、创锦置业、深圳市中集产城发展集团有限公司（以下简称“中集集团”），其中创锦置业和中集集团为公司联营企业。截至2022年3月末，公司对民营企业的担保合计5.71亿元。整体而言，公司对外担保规模较大，均未设置反担保措施，且被担保企业中存在少量民营企业，公司存在较大的或有负债风险。

表22 截至 2022 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	余额	截止日期	反担保措施
重庆新鸥鹏教育*、重庆新鸥鹏地产*	0.70	2022/7/19	无
重庆创盈锦玺置业有限公司*	3.70	2022/4/19	无
	0.15	2035/4/20	无
西安曲江文化园区建设开发有限公司	0.66	2035/7/30	无
	0.50	2036/2/1	无
	2.25	2024/2/2	无
	1.90	2024/6/25	无
	3.80	2026/9/19	无
	2.00	2022/6/24	无
	1.00	2022/11/30	无
西安曲江文化金融控股（集团）有限公司	3.20	2022/5/28	无
	1.05	2022/5/28	无
	5.03	2027/12/18	无
	1.00	2022/9/29	无
	3.00	2025/12/28	无
	1.00	2022/9/8	无
	1.20	2028/10/21	无
西安曲江楼观旅游农业开发有限公司	0.09	2022/11/16	无

西安曲江临潼文化旅游发展有限公司	0.36	2023/3/5	无
	0.67	2024/1/6	无
	6.00	2023/12/25	无
	2.50	2024/7/15	无
	0.53	2024/8/15	无
	1.40	2023/6/18	无
	1.74	2025/5/13	无
	0.65	2023/5/7	无
西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	5.00	2022/10/13	无
	0.60	2022/12/28	无
	1.00	2024/11/4	无
	0.90	2024/12/8	无
	4.45	2022/6/11	无
	4.00	2022/6/28	无
	1.20	2024/1/20	无
	5.00	2023/3/16	无
西安曲江恒创文化产业发展有限公司	0.30	2030/3/1	无
西安曲江复地文化商业管理有限公司	1.35	2024/1/21	无
	0.04	2024/2/26	无
西安开元临潼投资发展有限公司	5.00	2022/9/1	无
	0.55	2022/8/28	无
	0.55	2022/8/30	无
	3.25	2022/9/30	无
	1.86	2035/5/27	无
	2.50	2035/5/27	无
	4.11	2026/1/19	无
	1.22	2026/3/12	无
	2.29	2024/6/20	无
	1.00	2022/11/7	无
	4.70	2023/2/3	无
	1.05	2025/8/27	无
	1.47	2034/2/3	无
	1.44	2022/5/5	无
0.50	2022/9/16	无	
西安城墙开发管理有限公司	0.70	2022/4/29	无
	0.53	2022/6/8	无
	0.57	2024/6/2	无
	0.30	2022/6/16	无
	0.48	2023/12/24	无

深圳市中集产城发展集团有限公司*	1.31	2024/7/7	无
合计	105.31	-	-

资料来源：公司提供

八、抗风险能力分析

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；曲江新区作为首批国家级文化产业示范园区，系西安市打造旅游城市的重要抓手，管辖范围打破行政区限制，辐射多个飞地景区，曲江新区财税收入质量较高，为区域建设提供有力保障。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。公司承担的文化产业工程和景区基建任务较重，给公司带来较大的资金压力，同时沉淀了大规模的债务，且公司资产抵质押规模较大，资产变现能力受到一定影响；公司经营性利润规模较小，利润中投资收益占比较大，且房地产业务对公司收入和利润影响较大，在行业景气度不高的背景下需持续关注公司地产项目建设进度及去化情况。但公司作为西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，打造并运营管理了大雁塔北广场、大唐不夜城、大明宫遗址区等多处西安市标志性旅游景点，并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，综合实力强；2021年公司收入略有增长，业务多元化发展，各类业务持续性较好，未来收入较有保障；此外，公司持续获得较多的政府补助，提升了公司的利润水平。整体来看，公司抗风险能力强。

九、结论

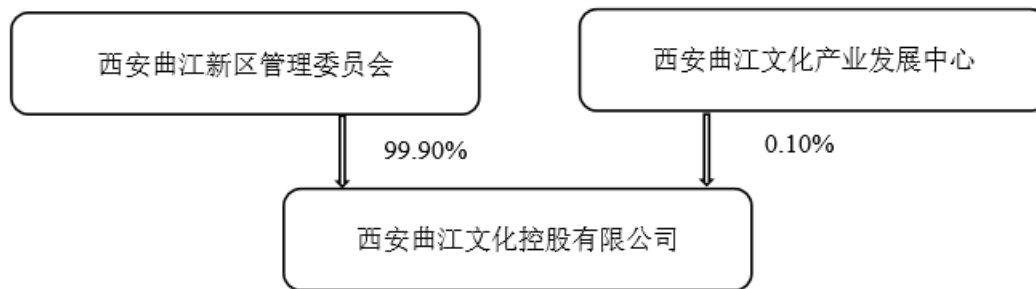
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“20曲文控债01/20曲控一”、“20曲文控债02/20曲控Y1”、“21曲文控债01/21曲控一”的信用等级为AAA。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	136.13	163.46	173.95	197.51
其他应收款	492.82	504.41	460.86	363.10
存货	472.53	473.99	450.06	310.69
流动资产合计	1,336.79	1,365.30	1,245.15	1,062.27
非流动资产合计	486.87	485.31	396.91	282.75
资产总计	1,823.66	1,850.61	1,642.06	1,345.02
短期借款	54.28	62.17	86.94	50.01
合同负债	173.54	177.20	11.38	0.00
其他应付款	253.84	249.30	197.50	164.14
一年内到期的非流动负债	283.50	257.06	122.24	192.81
流动负债合计	941.74	923.62	742.23	678.02
长期借款	331.74	341.81	305.21	276.31
应付债券	138.03	164.66	222.40	80.75
长期应付款	40.14	39.14	36.72	9.81
非流动负债合计	567.09	604.04	594.20	375.69
负债合计	1,508.84	1,527.66	1,336.43	1,053.71
总债务	888.49	895.92	779.92	611.90
营业收入	33.72	241.29	239.04	170.37
所有者权益	314.82	322.96	305.63	291.31
营业利润	-5.47	13.40	11.48	11.00
其他收益	0.26	3.39	3.63	1.78
利润总额	-5.51	12.54	10.66	11.91
经营活动产生的现金流量净额	-4.51	-19.79	-84.92	-6.87
投资活动产生的现金流量净额	-7.83	-40.63	-89.16	-60.16
筹资活动产生的现金流量净额	-14.98	47.84	147.40	17.96
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	24.85%	19.98%	24.95%	27.15%
收现比	108.62%	92.06%	112.31%	116.92%
资产负债率	82.74%	82.55%	81.39%	78.34%
现金短期债务比	0.39	0.50	0.81	0.81
EBITDA（亿元）	--	43.16	33.23	30.86
EBITDA 利息保障倍数	--	1.09	1.56	1.35

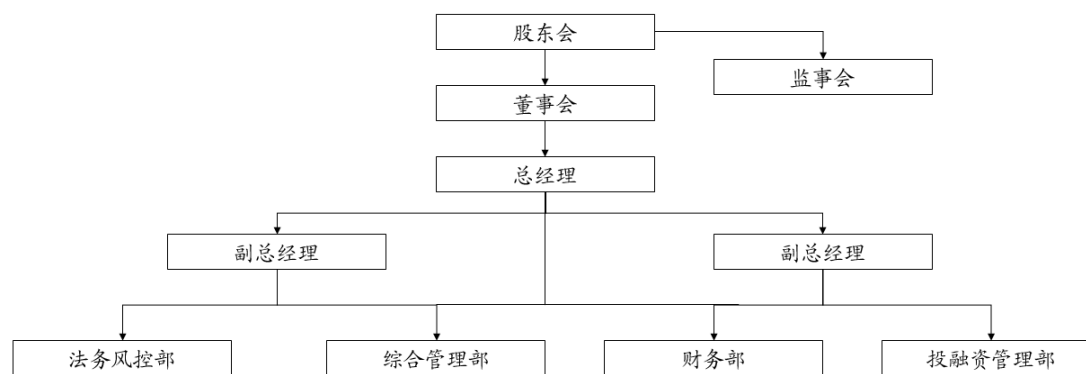
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（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	41.44	95.56%	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	80.33%	景区、游乐设施及基础设施建设等
西安曲江楼观生态文化旅游度假区开发建设有限公司	10.20	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	10.00	100.00%	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	3.00	100.00%	旅游项目、文化产业等
西安出版社有限责任公司	0.11	100.00%	图书、报刊的零售刊发
西安市新华书店有限公司	5.34	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 2021 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。