



西安曲江文化控股有限公司及相关债券 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：

西安曲江文化控股有限公司及相关债券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	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

评级日期

2023 年 06 月 28 日

联系方式

项目负责人：李佳
 lij@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
 hanf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

本次评级结果是考虑到：西安市文化旅游资源丰富，曲江新区发展定位较高；西安曲江文化控股有限公司（以下简称“曲江文控”或“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，打通文化旅游全产业链，业态类型多样，综合实力强；政府继续给予公司较大力度的支持。同时中证鹏元也关注到公司因承担较重的文化产业工程和景区基础设施建设任务而沉淀了大量债务，目前面临很大还本付息压力和较大的建设资金支出压力；公司资产中回收时间不确定的应收款项和抵押资产规模较大且持续上升，对资产流动性产生一定影响；期间费用对利润侵蚀严重，公司利润主要依靠非经常性项目，稳定性较弱；房地产业务和零售超市业务面临一定经营风险；此外，公司还存在较大的或有负债风险和一定的管控压力。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。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。

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	1,934.76	1,976.09	1,850.61	1,642.06
所有者权益	299.72	307.59	322.96	305.63
总债务	--	850.22	874.39	784.92
资产负债率	84.51%	84.43%	82.55%	81.39%
现金短期债务比	--	0.16	0.50	0.81
营业收入	30.97	241.19	241.29	239.04
其他收益	0.14	2.74	3.39	3.63
利润总额	-7.41	7.57	12.54	10.66
销售毛利率	18.70%	21.07%	19.98%	24.95%
EBITDA	--	44.03	43.16	33.23
EBITDA 利息保障倍数	--	1.05	1.09	1.56
经营活动现金流净额	0.56	-5.76	-19.79	-84.92

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 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，为公司发展提供了良好基础。**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，旅游产业优势突出；曲江新区是首批国家级文化产业示范园区，以文化和旅游产业为主导，拥有西安市众多旅游资源的管理权，为公司开展文化旅游项目建设奠定了良好基础。
- **公司仍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 2022 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，预计短期内仍能为公司收入提供较好支撑。
- **继续得到较大力度外部支持。**2022 年公司取得财政补贴资金 3.77 亿元，占当期利润总额的 49.80%，有效提升了公司当期利润水平。

关注

- **公司承担的文化产业工程和景区基建任务沉淀了大量债务于公司，公司债务期限结构和品种结构均偏差，面临很大还本付息压力。**公司承担的文化产业工程和景区基础设施建设任务仍较重，而文化产业工程项目投资回收期较长，景区基础设施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，经营性现金流呈持续净流出状态，给公司带来较大资金压力。2022 年末公司资产负债率进一步上升至 84.43%，总负债规模仍较大，一年内到期债务本金 461.97 亿元，占总债务比 54.34%，现金短期债务比仅 0.16，且公司较多债务集中于公司本部而货币资金主要分散于各子公司。此外，公司债务融资品种结构偏差，银行借款、债券融资、其他融资占比约为 45%、29%、26%。
- **跟踪期公司应收类款项和抵质押资产规模进一步上升，资产流动性进一步减弱。**公司资产主要由项目建设成本和应收款项构成，应收款项主要系应收政府部门的代建费、回购款以及往来款，2022 年应收回款较差，往来款仍持续增长，截至期末应收款项余额 774.07 亿元，较上年增长近 20%，占总资产比 39.17%，对公司资金形成较大占用。截至 2022 年末，公司受限资产 327.65 亿元，是净资产的 1.07 倍，主要资产受限比例较高，对公司资产流动性及其变现能力产生一定影响。
- **期间费用对利润形成严重侵蚀，利润主要依赖非经常性项目收入，稳定性较弱。**2022 年公司期间费用率 22.48%，与上年基本持平，略高于销售毛利率。2022 年公司取得政府补助、投资净收益、公允价值变动净收益、土地收储补偿收入等非经常性项目收入合计 21.55 亿元，是当期利润总额的 2.85 倍，非经常性项目收入持续性存在一定不确定性。
- **公司部分房地产项目开发主体存在票据逾期，关注项目建设及去化情况、联营及合营项目的经营情况。**房地产业务是公司重要收入及毛利来源，2022 年该业务取得收入 68.66 亿元，较上年下降 14.48%，当期合同销售金额及新开工面积均有所下滑，新开工项目区位向三四线城市下沉，且部分项目开发主体存在票据逾期，在地产行业景气度低迷背景下，需关注项目投融资及去化情况。此外公司较多房地产项目和其他公司联合开发，截至 2022 年末，少数股东权益占净资产比重约 27%，需关注公司项目资金管控、实施协调及权益销售等情况。
- **关注人人乐公司¹零售业务的经营及发展情况。**近年在面对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，2022 年人人乐公司净利润-5.07 亿元，连续两年出现大幅亏损，2023 年 1-3 月仍继续亏损，期末净资产仅 0.12 亿元，若经营情况无法改善，可能面临退市风险。

¹ 人人乐公司是为人人乐连锁商业集团股份有限公司的简称，该简称适用于全文，股票代码：002336.SZ。

- 公司对外担保规模较大，少量被担保方存在信用瑕疵，公司面临较大的或有负债风险。截至 2022 年末，公司对外担保余额为 92.21 亿元，占同期末净资产的比例为 29.98%，担保规模较大。被担保企业均为公司关联方，其中对民营企业担保余额 4.66 亿元，未设置反担保措施；其中 3 家被担保企业存在被执行信息。
- 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，合并范围业务涉及文化旅游经营、零售超市、景区基础设施代建、文化产业（工程）项目、房地产等，各子公司经营及投融资等较独立。

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
西安高新控股有限公司	承担西安高新区重大基础设施及相关配套的建设任务，同时开展厂房出售与租赁等业务	2,152.36	646.30	38.68
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	主要的城市公用事业类资产的运营和管理主体	1,995.34	763.01	203.28
曲江文控	曲江新区旅游资源开发运营及配套基础设施建设、产业投资和运营	1,976.09	307.59	241.19
曲江文投	曲江新区核心区旅游资源开发运营及配套基础设施建设	1,068.31	201.52	180.44

注：1）曲江文投是西安曲江文化产业投资（集团）有限公司的简称，该简称适用于全文；2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，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	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	7/7	城投经营 &财务状况	经营状况	6/7
	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				-1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					2
主体信用等级					AAA

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

- 公司是西安市重要的旅游资源打造和运营平台，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极其强，主要体现为公司与西安市政府的联系非常紧密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极强，主要体现为极强的经济实力、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
AAA	AAA	2022-6-29	龚程晨、陈俊松	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	债券余额	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	2022-6-29	2025-12-25
20 曲文控债 02/20 曲控 Y1	5.00	5.00	2022-6-29	2023-12-25
21 曲文控债 01/21 曲控一	5.00	5.00	2022-6-29	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灞陂湖水系生态区（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2023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

2022年以来公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至2023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。公司股权结构图如附录二所示。

公司仍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，业务主要集中在子公司，各子公司按业务区域或业务种类进行划分，截至2022年末，公司主要子公司共5家，其详细情况见下表。公司业务多元、子公司众多，各子公司经营及投融资活动较独立，公司面临一定的管控压力。

表1. 截至 2022 年末公司主要子公司情况（单位：亿元）

企业名称	主要业务范围	总资产	负债	净资产	收入	净利润
曲江文投	曲江新区核心区旅游资源开发运营及配套建设	1,068.31	866.79	201.52	180.44	0.53
大明宫集团	负责大明宫周边区域开发及配套基础设施建设	452.70	405.70	47.00	39.51	0.96
曲江城建	主要负责曲江新区基础设施建设	230.90	199.14	31.76	0.19	0.93
楼观文旅	负责楼观生态文化旅游度假区开发及运营	45.06	33.26	11.80	1.36	-0.28
易俗文化	主要负责西安易俗社文化街区打造等	21.46	16.35	5.11	0.15	-1.47

注：1）大明宫集团是西安曲江大明宫投资（集团）有限公司的简称，曲江城建是西安曲江城市建设发展有限公司的简称，楼观文旅是西安曲江楼观生态文化旅游度假区开发建设有限公司的简称，易俗文化是西安曲江易俗文化投资有限公司的简称，上述简称适用于全文；2）西安曲江杜邑文旅科技投资（集团）有限公司（以下简称“杜邑文旅集团”）²通过非公开协议方式向楼观文旅增资 12.6 亿元，增资后，杜邑文旅集团持股 51.05%，公司持股 48.95%，此后公司不再将楼观文旅纳入合并范围。

资料来源：公司提供

² 杜邑文旅集团由西安曲江新区管理委员会持股 100%。

2022年公司合并范围主要变化情况如下表所示，下表合并范围变化对公司业务影响不大。

表2. 跟踪期内公司合并报表范围重大变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
西安城墙建设管理有限公司	100.00%	0.50	房地产业	新设
西安芭蕾舞团有限公司	100.00%	0.20	娱乐业	新设
陕西东方加德实业有限公司	60.00%	1.00	房地产业	收购
西安曲江建设不动产管理有限公司	100.00%	0.50	房地产业	收购
西安阳光煜祯实业有限公司	60.00%	0.50	房地产业	收购

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
西安曲江荣华置业有限公司	51.00%	1.67	房地产业	出售 23% 股权
西安曲江北城建设有限公司	100.00%	0.10	房地产业	注销
西安兴乾曲明建设有限公司	51.00%	0.10	房地产业	注销
西安曲江林著房地产开发有限公司	51.00%	0.50	房地产业	注销

资料来源：公司提供

2023年1-3月公司主要出表公司有楼观文旅、西安曲江溪陂湖投资建设有限公司（以下简称“溪陂湖公司”），其中溪陂湖出表是因为公司将持有的溪陂湖公司51%股权无偿划转至杜邑文旅集团，无偿划转后，杜邑文旅集团持有溪陂湖公司51%股份，公司持有溪陂湖公司49%股份，截至2022年，溪陂湖公司总资产68.33亿元、净资产2.54亿元，资产主要由存货和其他应收款构成。楼观文旅和溪陂湖公司主要负责楼观生态文化旅游度假区和溪陂湖水系生态文化旅游区的开发和运营。

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。

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4. 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³已超400%，处于偏高水平。

表5. 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

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，是西安市发展最具活力的区域之一

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。

³ 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）

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。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。2020-2021 年曲江新区地区生产总值持续增长，但增速较低。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，第三产业占 GDP 的比重约 90%。从经济增长的要素上看，2021-2022 年曲江新区固定资产投资大幅减少，但降幅有所收窄；限额以上消费品零售额持续回暖，但增速整体不高。

表6. 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	-
西安航天基地（陕西航天经济技术开发区）	396.98	8.8%	44.17	20.79
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
西安航空基地	-	9.3%	2.12	4.81

注：“-”表示数据尚未披露。

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

表7. 曲江新区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）	-	-	302.1	0.6%	304.7	2.9%
固定资产投资	-	-7.0%	-	-19.3%	429.2	12.5%
限额以上消费品零售额	-	2.4%	-	1.6%	-	-3.9%

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：曲江新区一般公共预算收入持续增加，收入质量较好，且财政自给率持续增加，但债务压力较大。近年曲江新区一般公共预算收入持续增加，税收收入占比均超过 80%。近年曲江新区财政自给率持续上升且处于较高水平，政府性基金收入和地方政府债务余额则相对稳定。2022 年末曲江新区政府债务余额为 302.20 亿元，债务压力较大。

表8. 曲江新区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	42.00	41.82	40.74
税收收入占比	85.31%	90.28%	83.14%
财政自给率	122.01%	94.85%	81.53%
政府性基金收入	63.69	68.59	51.74
地方政府债务余额	302.20	300.97	299.95

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：2020-2022年曲江新区财政预决算报告，中证鹏元整理

行业经济环境

房地产政策自 2020 年下半年密集加码调控后于 2021 年四季度迎来边际放松，2022 年以来房地产政策加速调整，在“房住不炒”的基本框架内，从全面降息、压实地方责任保交楼、市场化纾困等多角度稳定地产市场，行业政策面积积极信号持续强化

房地产政策自 2020 年下半年密集加码调控后于 2021 年四季度迎来边际放松。2021 年年初中国人民银行（以下简称“央行”）和自然资源部相继出台“关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知”和“22 城住宅用地集中供地”政策，分别从融资端和投资端限制房地产行业扩张，与 2020 年 8 月出台的“三道红线”共同成为房地产行业的三大长效调控机制。随后，政府工作报告再次强调房住不炒，银保监会、国务院办公厅、住房和城乡建设部（以下简称“住建部”）等多部门密集出台政策强调“三稳”目标，明确提出要保持房地产金融政策的连续性。随着多家房企陆续出现流动性危机，自 2021 年 9 月以来房地产行业调控迎来边际放松。2021 年 9 月 27 日，央行货币政策委员会第三季度例会召开，会议提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。12 月 8-10 日，中央经济工作会议召开，会议指出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。

2022 年以来房地产政策端进一步打开空间，多方面出台政策稳定地产市场。2022 年 4 月政治局会议明确“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”。2022 年 7 月政治局会议强调“因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。2022 年 11 月，央行及中国银行保险监督管理委员会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，通知包含十六项具体举措，提出“因城施策支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展”。2022 年 12 月 15 日，国务院副总理刘鹤在第五轮中国-欧盟工商领袖和前高官对话上发表书面致辞，重申房地产是国民经济支柱产业，并表示正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债情况。12 月 16 日，中央经济工作会议再次重申保交楼、支持刚性和改善性住房需求，以及有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债情况等。

金融政策方面，2022 年央行三次下调贷款市场报价利率（LPR），5 年期以上 LPR 累计下调 35 个基点，房贷利率下降空间进一步打开。此外，央行进一步推出差别化信贷政策，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，并阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限。

地方政策方面，在“因城施策”背景下，各能级城市在调控力度的把控上有所差异。2022 年以来一线城市主要政策措施为局部放松限购、放松落户政策等，放松力度相对较弱。例如，广州于 8 月更新引进人才入户细则，全日制本科生参保即可落户；上海于 8 月局部放松限购，在临港新片区工作的非本市户籍人才缴纳个税或社保满 1 年及以上，在临港新片区可购买 1 套住房。强二线城市多区域性调整住房限购，放松力度中等，政策措施主要包括放松限购、放松限售、放松公积金贷款政策和提升额度等。例如，青岛、济南、苏州、天津、成都、西安、南京、厦门等核心二线城市相继缩窄限购区域，宁波、佛山及东莞已全面取消限购；重庆、长春、东莞等城市首套房最低首付比例降至 2 成，苏州、济南等支持改善性需求释放，调降二套房首付比例等。弱二线及三四线城市放松力度最大，放松限购、放松限贷、放松限售、放松公积金、住房补贴等政策均有涉及。

受经济下行和“停贷”事件等因素影响，2022 年房地产市场深度调整，新建商品房量价齐跌；随着宏观经济形势改善，叠加各地“因城施策”逐渐显效，2023 年一季度销售端复苏迹象初现，预计全年销售量价有望趋稳

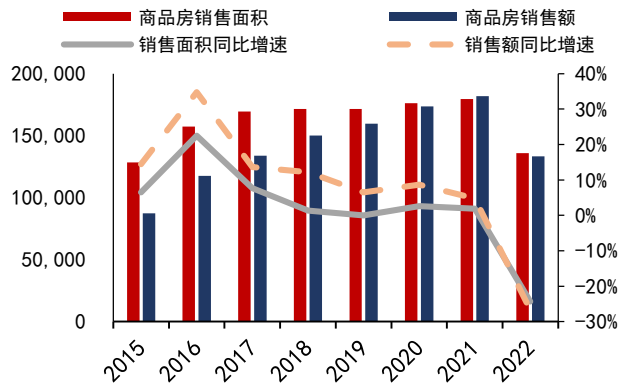
随着地产调控政策持续加码，2021 年下半年以来房地产市场景气度逐月降低，全年商品房累计销售面积及销售额同比增速分别为 1.90%、4.80%。2022 年政策支持对市场预期扭转及销售端的提振并不明显，叠加停贷、烂尾等房地产市场舆情等方面的冲击，购房者信心不足，房地产市场深度调整，全年累计销售面积 13.58 亿平方米，创近 7 年来的新低，同比降幅达 24.3%；累计销售金额 13.33 万亿元，创近 6 年来的新低，同比降幅达 26.7%。在销售端疲软表现下，新建商品房库存规模及去化周期持续提升，截至 2022 年 12 月末，商品房待售面积 5.64 亿平方米，累计同比增长 10.5%，狭义及广义房屋去化周期分别为 4.98 个月及 79.95 个月，同比分别增长 1.57 个月和 14.74 个月，为 2017 年以来高位。

分城市能级来看，受年底房企集中推盘影响，2022 年 12 月，30 大中城市中一线、二线和三线城市商品房成交面积单月环比分别增长 3.14%、36.48%和 16.10%，但同比表现依然较弱，2022 年 1-12 月累计同比分别下降 24.33%、27.45%和 34.71%。价格方面，自 2021 年三季度以来，70 大中城市新建商品住宅销售价格及二手住宅销售价格整体呈下滑态势，其中三线住宅价格降幅最大，2022 年 12 月，一线、二线和三线城市新建商品住宅价格指数同比分别增长 2.50%、-1.10%及-3.90%。

2023 年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3 月全国商品房累计销售面积 2.99 亿平方米，同比下降 1.8%；累计销售金额 3.05 万亿元，同比增长 4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。价格方面，自 2023 年 1 月以来 70 大中城市新建商品住宅销售价格

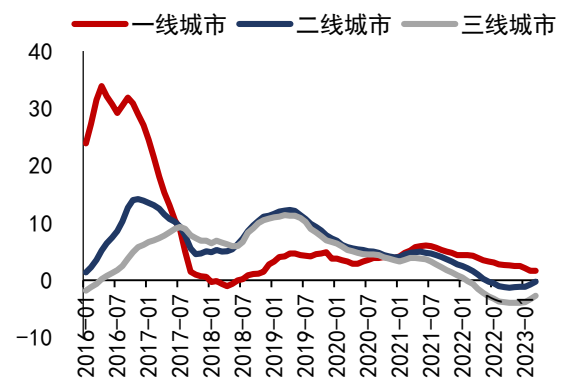
于环比止跌，3月新建商品住宅环比上涨城市64个，下降城市5个，多数城市房价止跌企稳。随着宏观经济形势改善，叠加各地“因城施策”逐渐显效，预计2023年销售量价有望趋稳。

图2 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 70城住宅价格指数同比变化情况

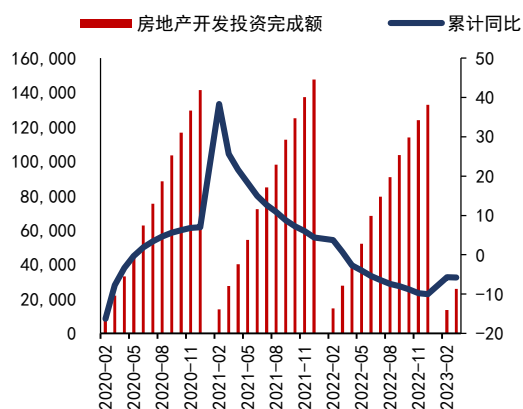


资料来源：Wind，中证鹏元整理

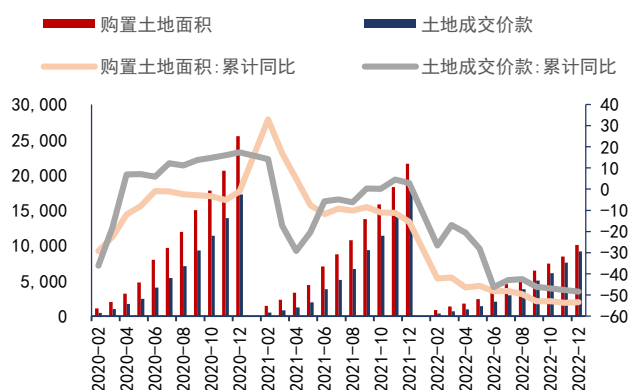
2022年以来房地产行业投资降幅扩大，新开工、竣工持续低迷，房企土地购置消极；房地产融资政策利好频出，但仅惠及央国企和少量头部民企，短期内销售端复苏迹象初现，行业投资的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确

自2021年7月起，一方面受“三条红线”等融资端收紧政策影响，部分房企削减非必要开工；另一方面，宅地“两集中”供应政策导致市场节奏变化，压制房企开工进度，房屋新开工面积累计同比增速由正转负，2021年房屋新开工面积累计同比下降11.40%，房地产投资同比增速持续收窄。2022年以来，房企资金端仍然承压，预售资金受到严格监管，市场情绪持续低迷，房企新开工动力持续不足，2022年1-12月，累计新开工面积同比下降39.40%；全年累计竣工面积同比下降15%，其中12月单月竣工面积同比降幅缩窄至15.00%。

2023年以来房企开工动力仍较弱，1-3月累计新开工面积2.41亿平方米，同比下降19.20%，降幅同比扩大约10个百分点；房企加速竣工交付，1-3月累计竣工面积1.94亿平方米，同比增长14.70%。房企现金流仍维持紧张态势，着力于保交付，随着保交楼持续推进，竣工面积同比增速有望持续修复，但行业投资全面回升仍有待于需求复苏趋势明朗及融资渠道进一步畅通。

图4 房地产开发投资情况（单位：亿元、%）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

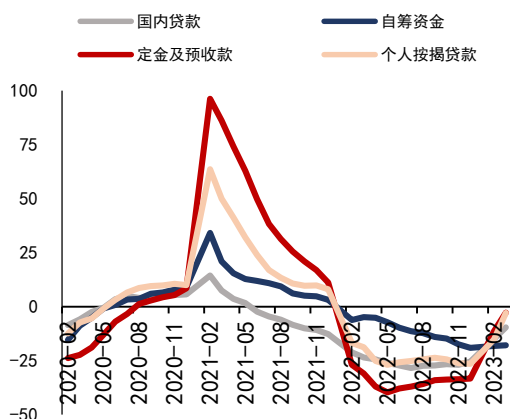
图5 百城成交土地情况（单位：万平方米、亿元、%）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

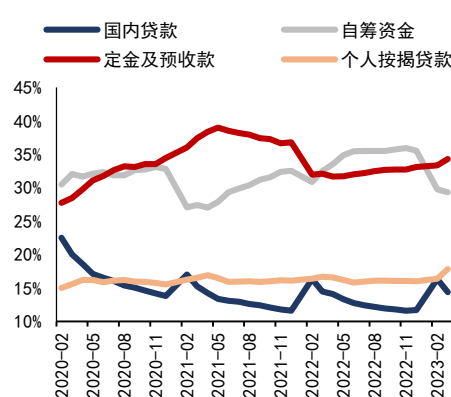
2022年1-12月，累计土地购置面积1.01亿平方米，同比下降53.4%，其中12月单月购置面积1,597万平方米，环比增长56.11%；同期累计土地成交价款9,166亿元，同比下降44.40%，12月单月成交价款1,575亿元，环比增长2.96%。11月以来，多地突破开展第四、第五轮土地集中供应，年末土地市场出现小幅“翘尾”，尽管大部分城市地块仍以底价成交为主，但仍有上海、苏州等高关注城市的优质地块实现高溢价成交。

2022年1-12月，房地产累计到位资金14.90万亿元，同比减少25.90%，其中定金及预收款、国内贷款、个人按揭贷款和自筹资金同比分别下降33.3%、25.4%、26.5%和19.1%。自2022年四季度以来，房企融资“三支箭”新政陆续出台，但资金面数据整体未呈现改善，短期内政策惠及对象仅限于央国企及部分优质民企，后续政策对房企整体资金面的传导有待持续观察。2023年1-3月，房地产累计到位资金3.47万亿元，同比减少9.00%，累计降幅持续收窄，其中，年初以来销售端边际改善带动定金及预收款、个人按揭贷款占比上升，对房地产资金来源形成一定支撑。

中证鹏元认为，自2023年一季度以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端止跌迹象初显，但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，未来房地产行业的投资的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

图6 房地产开发资金来源累计同比（单位：%）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图7 房地产开发资金来源占比变化


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是西安市旅游资源综合开发运营平台，对西安曲江新区范围内的景区开发及配套基础设施建设、景点运营等仍具有较强垄断性，打造和运营管理了曲江新区多个核心景区和地标建筑，业务竞争力仍较强；公司业务涵盖文化旅游经营商业、文化产业（工程）项目、景区基础设施建设、房地产开发业务，在建项目数量多且投资规模较大，业务可持续性较好；但房地产业务、零售超市业务存在一定经营风险

公司是西安市旅游资源综合开发运营平台，对西安曲江新区范围内的景区开发及配套基础设施建设、景点运营等具有较强垄断性，公司先后打造了大唐不夜城步行街、西安城墙、曲江创意谷产业园、曲江书城等城市文化地标，管理运营西安市多个标志性旅游景点，公司业务竞争力较强。公司主营业务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。

2022年公司营业收入与上年基本持平，但收入结构有一定调整，文化旅游商业经营、景区基础设施建设业务、房地产业务收入较上年均有所下降，文化产业（工程）项目收入较上年增长28.33亿元，占营业收入比重提升11.75个百分点，主要是当期出售曲江国际社区、曲江文创中心等商业所致。

2022年公司销售毛利率较上年略有增长，主要系景区基础设施建设业务毛利率较上年增幅较大，其余各项业务毛利率水平较上年变化不大，基本维持在20%以上。

表9. 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务板块名称	2022年			2021年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	232.34	96.33	20.68	237.85	98.58	19.48
其中：文化旅游商业经营	85.73	35.55	22.67	97.57	40.44	22.28
景区基础设施建设	45.18	18.73	8.92	55.55	23.02	4.67

文化产业（工程）项目	32.77	13.59	22.66	4.44	1.84	24.58
房地产	68.66	28.47	24.98	80.29	33.27	26.04
其他业务小计	8.85	3.67	31.34	3.44	1.42	54.67
文化旅游其他	8.85	3.67	31.34	3.44	1.42	54.67
合计	241.19	100	21.07	241.29	100.00	19.98

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。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，2022年该板块业务收入及毛利率均有所下降；商业零售板块经营不理想，2021-2022年该业务经营主体人人乐公司出现大幅亏损，截至2023年3月末，其净资产仅0.12亿元，未来若经营状况仍无法改善，可能面临退市风险

文化旅游商业经营业务是公司主营业务的核心，可为公司提供稳定的收入和现金流，收入来源主要包括文化旅游经营业务和文化商业及超市零售业务，2022年上述两类业务分别实现30.26亿元、55.48亿元，较上年均有所下降；文化旅游经营业务毛利率较上年有所下降，文化商业及超市零售业务毛利率较上年有所上升，综合作用下，文化旅游商业经营业务毛利率与上年基本持平。

1、文化旅游经营

文化旅游经营方面，公司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。该类业务收入主要来自旅游、会展、电影电视、出版传媒、文化金融等多个领域，2021-2022年收入构成明细如下表所示，2022年除文化金融领域，其余细分领域收入均有不同程度的下降。

表10. 近年公司文化旅游经营板块收入构成情况（单位：亿元）

收入领域	2022年	2021年
文化旅游经营	30.26	31.20
其中：旅游	9.98	11.47
出版传媒	6.03	6.28
文化金融	3.70	3.09
电视电影	2.83	3.71
会展	1.06	1.44
文化演出	1.14	1.37
其他	5.51	3.85
文化商业及零售超市	55.48	66.37
合计	85.73	97.57

资料来源：公司提供

（1）旅游领域

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）有限公司和西安曲江文化旅游股份有限公司（股票代码：600706.SH）负责运营，主要业务包括景区运营管理、历史文化主题酒店管理（含餐饮管理）、旅行社、演出演艺、体育项目、文化旅游商品、园林绿化及其他新型旅游等。2022年公司旅游领域收入为9.98亿元，较上年下降12.93%，主要是当期公司下辖旅游景点及酒店餐饮等停业或缩短营业期所致；当期毛利率为7.90%。

公司景区管理主要分为三种模式，一是自有景区的管理和运营，收入主要为门票、经营性项目运营等；二是归属于政府的文化旅游景区，子公司受托负责景区的管理和运营，子公司与资产持有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资产持有方分成，不同景区分成比例不同；三是公益性景区的管理，由公司与曲江管委会签订代管协议，曲江管委会每年向子公司支付景区管理和运营补贴。公司运营和管理的景区主要包括曲江新区内大雁塔北广场、大唐芙蓉园、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（即赵公明财神文化景区、道文化景区、延生观景区、化女泉景区）、贞观文化广场及曲江海洋极地公园，其中唐大慈恩寺遗址公园、大雁塔北广场、唐城墙遗址公园、曲江池遗址公园和贞观文化广场为开放式景区，其余为收费类景区，但目前部分景点免费，2022年收费景点只有曲江海洋馆（全价180元/人次），2023年4月起大唐芙蓉园（全价120元/人次）重新恢复收费。

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。2022年公司实现景区管理收入6.37亿元，较上年下降35.51%。

公司旅游领域收入除了门票收入外，还包括餐饮酒店、旅行社等。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。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。

（2）出版传媒领域

公司出版传媒领域业务包含包括图文商品出品、出版刊物销售、电视及媒体广告投放等板块。图文商品出品主要由子公司西安曲江出版传媒投资集团有限公司经营；出版刊物销售由子公司西安市新华书店有限公司经营，截至目前西安市新华书店有限公司在西安拥有曲江书城、图书大厦、钟楼书店、四海书店、航天城书店、读书阁在内的15家中大型书店；电视及媒体广告投放由子公司陕西新动向传媒股份有限公司（股票代码：873021）经营。2022年公司实现出版传媒业务收入6.03亿元，较上年下降3.90%；

当期毛利率为7.24%。

（3）文化金融领域

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，整合旅游、影视、传媒、科技、金融等各领域资源，具体运作模式为：风投公司与被投资方签订投资协议，并规定资金用途，根据协议约定按期收回投资本金及收益，具体投资类型包括固定收益类投资和有保底条款的基金类投资，投资范围主要包括文化商业、地产、影视、科技、健康等领域。截至2022年末，风投公司共参股公司40余家，资产规模76.6亿元，累计投资额达80多亿元，扶持发展文化企业100余家，实现文化产业增加值380亿元，投资各类基金20余支，基金资产管理规模近50亿元。2022年公司实现文化金融收入3.70亿元，较上年略有增长，毛利率为100%，是公司毛利重要来源。

（4）会展、影视、文化演出等领域

会展业务主要由曲江文投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，会展集团拥有西北地区规模最大、功能最完善、配套最齐全的会议中心——西安曲江国际会议中心，和集会议、展览、餐饮、商务活动等多功能于一体的大型现代化场馆——西安曲江国际会展中心。会展集团通过自办展会、承接国内外在曲江开展的各种展览等活动、提供展会运营管理等方式取得收入。2022年公司实现会展收入1.06亿元，较上年下降26.24%；当期毛利率为35.12%。

公司影视领域业务主要由曲江文投子公司西安曲江影视投资（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，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等，实现影院票房及影院卖品收入。2022年公司取得影视领域收入2.83亿元，较上年下降23.61%；当期毛利率为6.88%。

文化演出领域主要由子公司曲江文投下属的西安曲江文化演出（集团）有限公司等公司经营，负责演出的组织、票务的销售、演员的管理等，使用的演出场地包括有西安曲江大唐芙蓉园凤鸣九天剧院、会馆B1-B4、西安易俗大剧院、曲江国际会议中心、西安音乐厅等。2022年实现文化演出领域收入1.14亿元，较上年下降16.75%，包括门票收入、广告收入、灯光音响器材等租赁收入等；当期毛利率为60.82%。

2、文化商业及零售超市

2022年公司实现文化商业运营收入55.48亿元，较上年下降16.41%，当期毛利率26.67%，收入来自文化商业运营（15.77亿元）和超市零售业务（39.71亿元），当期超市零售业务收入减少11.25亿元。

（1）文化商业

文化商业运营模块的运营主体为曲江文投旗下西安曲江建设集团有限公司（以下简称“曲江建设集团”）、西安曲江国际会展投资控股有限公司、西安曲江大唐不夜城文化商业（集团）有限公司等进行经营，该模块展业渠道包括商业综合体运营、商业文化主题活动举办、主题文化演出、商业活动代理、街区商铺出租、文化商业物业服务等。目前公司已形成以芙蓉新天地、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，2022年该模块实现收入15.77亿元，较上年略有增长，当期毛利率25.40%。

（2）超市零售业务

2019年7月，公司受让人人乐公司20%股权及22.86%股权对应的表决权后持有人人乐公司21.15%的股权和44.00%的表决权，公司成为人人乐公司第一大股东并将其纳入合并范围，公司开始从事超市零售业务。2022年8月，人人乐公司股东深圳市浩明投资管理有限公司、深圳市人人乐咨询服务有限公司、何金明、张政与曲江文控的一致行动人西安通济永乐商业运营管理有限公司（以下简称“永乐商管公司”）⁴签署了《股份转让协议》，协议约定永乐商管公司按照每股5.88元受让上市公司股份172,854,100股（占人人乐公司股份总数的39.2850%），截至目前，本次股权协议转让事项正在深圳证券交易所审核中，待本次股权受让完成后，公司及一致行动人永乐商管公司合计持有人人乐公司60.43%股份。

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2022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，2022年关闭门店4家、无新开业门店，截至年末人人乐公司实体门店113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，但在面对消费者消费习惯的快速线上迁移、众多线上平台加大社区团购、品牌商家线上渠道多元拓展、行业线下实体以及跨界竞争不断加剧等诸多不利因素叠加影响，近年导致人人乐公司客流大幅减少、销售严重下滑，营业收入和利润持续下滑，利润持续为负。2022年人人乐公司实现收入39.71亿元，较上年减少11.25亿元，当期毛利率为29.87%、净利润为-5.07亿元，持续亏损。截至2023年3月末，人人乐公司净资产仅0.12亿元，若未来经营状况无法改善，可能面临退市风险，

⁴ 永乐商管公司为公司子公司。

需关注人人乐公司持续经营情况。

表11. 人人乐公司主要营业指标（单位：亿元）

指标	2023年1-3月	2022年	2021年
总资产	46.83	48.54	58.51
净资产	0.12	1.11	6.18
总债务	21.63	22.03	24.47
营业收入	9.55	39.71	50.96
营业利润	-0.95	-5.15	-7.38
净利润	-0.99	-5.07	-8.57
扣非净利润	-0.97	-5.40	-7.95
经营活动产生的现金流量净额	2.36	1.54	-0.19

注：总债务中包含租赁负债，2021、2022年及2023年3月末人人乐公司租赁负债分别为22.11亿元、18.72亿元、18.27亿元。
 资料来源：人人乐公司2021-2022年年报及2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

（二）文化产业（工程）项目业务

2022年公司文化产业（工程）项目业务收入较上年大幅上升，主要系当期出售部分商业所致；截至期末在建项目总投资和尚需投资规模较大，业务持续性较好，但项目投资回收期较长，给公司带来一定资金压力

公司文化产业（工程）项目业务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，客户主要为曲江管委会以及入区的文化类企业。

2022年公司确认文化产业（工程）项目板块收入32.77亿元，较上年增长了28.33亿元，主要系当期出售部分商业项目所致，当期确认收入较大的有曲江国际社区、曲江文创中心等项目。

截至2022年末，公司自营模式主要已完工项目为西安芙蓉新天地项目，该项目详情如下表所示。

表12. 截至 2022 年末西安芙蓉新天地项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目累计投资	预计确认收入	累计已确认收入	总面积	已出售面积	已出租面积
13.09	26.80	16.34	12.45	8.29	2.80

资料来源：公司提供

截至2022年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190.68亿元，已投资93.92亿元。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13. 截至 2022 年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	57.00	31.44	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	21.60	分为曲江文化中心、双创加速器和双创孵化器，业态涵盖整个文化产业链
电竞产业园	34.10	28.72	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	7.82	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	0.95	碑林历史文化街区改造
楚肆水街	9.27	3.39	电竞比赛，会议场地，时尚文化发布及配套区
合计	190.68	93.92	-

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

公司作为西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，对曲江新区范围内的景区基础设施建设具有较强垄断性。公司景区基础设施建设在建、拟建项目投资规模较大，业务持续性较好，但同时也面临一定资金支出压力，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，2022年该业务收入较上年有所下降

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，运营主体主要包括浐陂湖公司（负责浐陂湖生态文化旅游区）、城墙文化公司（负责城墙景区）、大明宫集团（大明宫遗址区）、楼观文旅（楼观道文化展示区）、曲江城建（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，其中浐陂湖公司和楼观文旅已于2023年2月出表。

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，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。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、东三爻北区等，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，2022年公司景区基础设施建设实现收入45.18亿元，较上年有所下降，但仍是公司主要收入来源之一。

截至2022年末，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14. 截至 2022 年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	139.90	64.31
东三爻北区	24.00	14.20
井上华府	19.00	16.38
西安市护城河及环城公园综合改造工程项目	7.00	6.62
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	2.04
曲江新区 15 号路等 4 条市政道路建设项目	2.14	1.60
合计	201.64	107.33

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，2022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

房地产业务是公司收入和利润的主要来源；前期公司房地产项目主要集中在曲江新区核心区，区位较好，后散发至其他三四线城市，在房地产行业景气度低迷背景下，2022年公司房地产板块投资和销售均有所放缓，收入及毛利率水平进一步下降；公司在建房地产项目投资规模较大，未来仍是公司收入和利润的主要来源；但公司部分项目建设主体存在票据逾期情形，需关注公司房地产项目后续去

化及投融资情况

目前公司房地产开发业务主要为公开销售的商品房项目，开发模式分为公司自主开发和与其他房地产公司联合开发两类。联合开发项目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，后续不再继续承担开发建设资金，项目收益按股权分配。公司自主开发的商品房项目主要是“凤凰城”项目、“久境府”项目、“久雍府”项等；合作开发模式主要有东方传奇、曲江九里、曲江风华等。

截至2022年末，公司主要公开销售房地产在建项目情况如下表所示，项目预计总投资332.25亿元，累计已投资282.04亿元，整体去化79.92%，项目主要位于西安市、重庆市、杭州市等。

截至2022年末，公司主要公开销售房地产在建项目情况如下表所示，项目预计总投资332.25亿元，累计已投资282.04亿元，整体去化79.92%，项目主要位于西安市、重庆市、杭州市等，下表中位于重庆、杭州的4个项目的建设主体存在票据逾期情况，截至2023年5月31日，上述4个主体票据逾期累计发生额合计1.21亿元，重庆蕴鸥地产有限公司逾期余额0.21亿元，其余主体逾期余额为0元，项目建设主体存在信用瑕疵，可能会对项目后续融资、建设、去化等环节产生不利影响。

除上表中的项目外，公司还在北海、开封、攀枝花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15. 截至 2022 年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	开发主体及模式	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	45.52	88.65%
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	27.98	58.09%
中央公园	重庆蕴鸥地产有限公司*	重庆市潼南区	住宅	2014-2022	41.60	39.89	84.29%
久境府	杭州曲江新鸥鹏文化发展有限公司*	杭州市余杭区	住宅商业配套学校	2020-2023	39.91	29.49	59.12%
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	41.30	37.25	99.06%
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	30.92	98.29%
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	28.79	98.73%
檀境项目	西安阳光煜祯实业有限公司	西安市曲江新区	住宅	2021-2024	27.19	21.74	40.65%
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	11.43	77.77%
欧森国际	西安瑞房企业管理有限公司	西安市高新区	办公	2015-2024	9.50	5.66	41.09%
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	2021-2024	7.90	3.37	0.00%

合计	-	-	-	-	332.52	282.04	79.92%
----	---	---	---	---	--------	--------	--------

注：1) “*”表述该主体存在票据逾期；2) 截至2022年末曲江启夏里尚未取得预售证。

资料来源：公司提供

2022年公司房地产板块开发和销售情况如下表所示，销售端和开发端均有所放缓，2022年公司资金主要投向了邯郸、开封、天津、重庆等地的项目。2022年公司结转销售收入68.66亿元，毛利率24.98%，收入及毛利率较上年均有所下降，当期结算项目主要位于重庆，毛利率水平不高，但地产项目仍是公司利润的重要支撑，但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。

表16. 近年公司房地产项目开发及销售项目情况

项目	2022年	2021年
开发完成投资（亿元）	89.18	91.11
新开工面积（万平方米）	71.35	86.46
竣工面积（万平方米）	73.88	76.06
签约销售面积（万平方米）	61.33	79.98
签约销售金额（亿元）	75.18	81.24
签约销售均价（万元/平方米）	1.23	1.02

资料来源：公司提供

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。

公司作为西安市重要的旅游资源综合开发运营平台，在财政补贴方面继续得到政府的支持

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。2022年公司取得财政补贴资金3.77亿元，占当期利润总额的49.80%，有效提升了公司当期利润水平。

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2021-2022审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增一级子公司一家，主要系二级子公司西安曲江易俗文化投资有限公司变更为一级子公司，截至2022年末公司一级子公司12家，详情见附录四。

资本实力与资产质量

2022年公司总资产规模进一步增长，但净资产规模有所下降；增量资产主要是应收款项、固定资

产（在建项目完工转入）等，截至期末公司资产仍主要由存货和应收款项构成，对资金形成较大占用，且主要资产受限比较高，资产流动性不佳

2022年公司净资产规模有所减少，其中少数股东权益减少15.42亿元，主要系子公司永续债到期赎回、公司赎回国开基金对大明宫集团的股权等所致；2023年1-3月，公司发生较大规模亏损，净资产规模进一步减少。期间公司产权比率进一步上升，净资产对负债保障程度进一步降低。

截至2023年3月末，公司净资产299.72亿元，仍主要由实收资本、资本公积、少数股东权益构成，少数股东权益主要由公司与其他企业合作开发地产项目，公司控股并表所致，未来随着合作项目竣工交付少数股东逐步退出，少数股东权益可能进一步下降。

图 8 公司资本结构

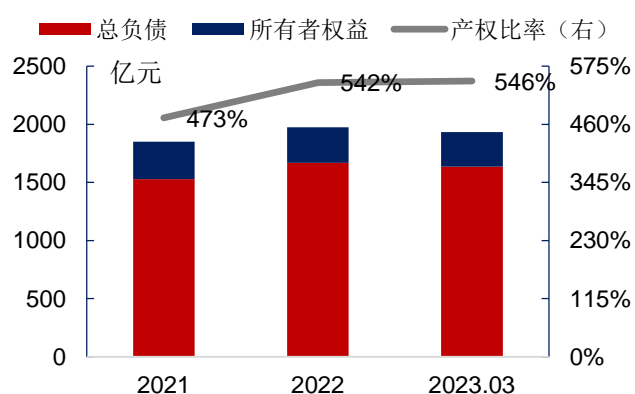
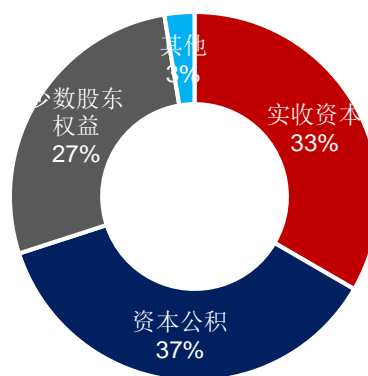


图 9 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 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

2022年公司总资产规模较上年小幅增长，增量资产主要是应收款项、固定资产等；2023年1-3月，资产规模有所下降，主要系漾陂湖公司和楼观文旅出表所示。截至2023年3月末，公司合并口径资产主要由应收款项、存货构成，合计占比约63.48%，公司本部资产主要由其他应收款和长期股权投资构成，合计占公司本部总资产比约87.18%。

2022年公司应收款项较上年增幅较大，期末占总资产比重增至39.17%。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，2022年末公司应收账款较上年末增长50.03亿元，增幅较大，主要系当期代建业务回款情况较差所致，截至期末公司应收西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室73.41亿元（当期新增22.69亿元）、西安曲江新区土地储备中心42.23亿元（当期新增12.11亿元）、西安曲江大明宫遗址区保护改造办公室37.28亿元（当期新增4.50亿元）等，前五名占应收账款总额的比重为85.98%，当期应收账款计提坏账准备2.84亿元。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，2022年末其他应收款较上年增长75.05亿元，其中应收西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室197.58亿元（当期新增29.19亿元）、西安曲江新区土地储备中心77.99亿元等，前五大应收对象应收款项合计占比为66.88%，当期其他应收款计提坏账准备0.99亿元。综

上，公司应收款项规模较大、应收对象集中，对公司资金形成较大占用，且应收款项每年计提较大规模坏账准备，对公司利润形成侵蚀，但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。

2022年公司存货规模与上年基本持平，仍是公司主要资产之一，期末占总资产比重约24.31%，主要由在建房产项目为主的开发成本（372.03亿元），以及已竣工的各类项目为主的开发产品（83.82亿元）等构成，未来随着项目竣工结算可保障公司主业收入，但项目沉淀资金较多，给公司带来较大债务压力。

表17. 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	75.77	3.92%	75.29	3.81%	163.46	8.83%
应收账款	189.85	9.81%	194.61	9.85%	144.58	7.81%
其他应收款	558.98	28.89%	579.46	29.32%	504.41	27.26%
存货	448.60	23.19%	480.37	24.31%	473.99	25.61%
流动资产合计	1,374.70	71.05%	1,426.55	72.19%	1,365.30	73.78%
固定资产	159.93	8.27%	161.33	8.16%	101.97	5.51%
长期股权投资	118.90	6.15%	119.89	6.07%	110.72	5.98%
投资性房地产	95.59	4.94%	99.56	5.04%	89.16	4.82%
非流动资产合计	560.06	28.95%	549.54	27.81%	485.31	26.22%
资产总计	1,934.76	100.00%	1,976.09	100.00%	1,850.61	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司其他资产主要由货币资金、固定资产、长期股权投资、投资性房地产构成，合计占比约24%。2022年公司货币资金大幅减少，截至期末货币资金75.29亿元，占总资产比重下降至3.81%，主要分布于子公司，公司本部货币资金仅2.30亿元；期末公司使用权受限的货币资金2.06亿元，非受限货币资金对短期债务覆盖比率为0.16。

公司固定资产主要为房屋及建筑物，2022年规模较上年大幅增长，主要系电竞产业园场馆、曲江新区希尔顿酒店项目、曲江新区言几又商业项目由在建工程转入所致。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，2022年公司投资性房地产规模较上年有所增长，主要系评估增值所致，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。截至期末投资性房地产的成本合计74.27亿元，公允价值变动合计25.28亿元，当期公允价值变动损益8.17亿元。

2022年公司长期股权投资略有增长，主要是新增对西安腾运置业有限公司（以下简称“腾运置业”）的投资8.41亿元、对西安明澜丰邑商业运营管理合伙企业（有限合伙）追加投资5.67亿元，腾运置业是公司与腾运有限公司（中国香港）为开发西安太古里项目而成立的项目公司。2022年公司取得现金股利或利润5.87亿元，主要来自西安嘉润荣成置业有限公司（以下简称“嘉润置业”），嘉润置业主要开发

雁翔新城C地块的地产项目。

截至 2022 年末公司所有权受到限制的资产账面价值合计 327.65 亿元，占期末总资产的比例 16.58%，是期末所有者权益的 1.07 倍，资产受限规模较大；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 2022 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 2022 年末账面价值的比重
货币资金	2.06	2.74%
应收账款	6.99	3.59%
存货	120.29	25.04%
固定资产	78.23	48.49%
在建工程	35.33	75.53%
无形资产	1.01	8.29%
投资性房地产	80.97	81.33%
其他非流动金融资产	2.77	15.26%
合计	327.65	-

资料来源：公司提供

总体来看，2022年公司资产结构总体稳定，其中应收款项和存货占比较大，对公司造成较大的资金占用，主要资产受限比较高，整体资产流动性不佳。

盈利能力

2022年公司营业收入与上年基本持平，毛利率水平小幅上升，但期间费用对利润侵蚀严重，当期期间费用率略高于销售毛利率，公司利润仍主要来自非经常性项目收益，需关注利润稳定性

2022年公司营业收入与上年基本持平、销售毛利率略有增长，当期收入主要来自文化旅游经营、景区基础设施建设、文化产业（工程）项目、房地产开发收入和超市零售收入，除景区基础设施建设外，其余主要业务毛利率维持在20%以上，销售毛利率水平尚可。

公司期间费用等较高，对利润形成较大侵蚀，净利润主要来自外部或非经常性项目的收益。2022年公司期间费用率22.48%，与上年基本持平，略高于销售毛利率，期间费用对利润侵蚀严重；此外，公司应收款项规模较大，当期计提坏账损失3.89亿元，由此形成的信用减值损失亦对利润形成一定侵蚀。2022年公司取得其他收益2.74亿元，主要系政府补助；当期投资净收益4.60亿元，主要系权益法下确认的投资损益；当期公允价值变动净收益7.27亿元，主要系投资性房地产评估增值所致；当期营业外收入6.94亿元，主要包含政府补助1.03亿元、土地被收储的补偿收入5.90亿元。2022年公司取得上述非经常性项目收入合计21.55亿元，是当期利润总额的2.85倍。非经常性项目收入持续性存在一定不确定性，需关注公司利润的稳定性。

表19. 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	30.97	241.19	241.29
投资净收益	0.04	4.60	26.33
公允价值变动净收益	0.01	7.27	0.65
信用减值损失	0.00	-4.34	-2.47
其他收益	0.14	2.74	3.39
营业利润	-7.41	1.10	13.40
营业外收入	0.03	6.94	1.25
利润总额	-7.41	7.57	12.54
销售毛利率	18.70%	21.07%	19.98%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表

偿债能力

2022年公司总债务规模较上年略有下降，但短期债务规模进一步上升，2022年末一年内到期债务本金461.97亿元，占总债务的比重超过50%，现金短期债务比仅0.16，短期偿债压力很大；此外，公司债务融资品种结构偏差，银行借款、债券融资、其他融资占比约为45%、29%、26%。

2022年公司负债规模小幅增长，但刚性债务规模略有下降，截至期末，负债中总债务占比50.96%，其余负债主要由应付账款、预收账款、其他应付款构成。

截至2022年末，公司总债务850.22亿元，类型主要有银行借款、债券融资、其他融资，占比分别约为45%、29%、26%，其他融资主要是融资租赁、信托等非标借款，公司非标借款规模较大。债务结构方面，随着银行借款、债券等逐步进入偿付期，短期债务规模快速上升，截至2022年末，公司一年内到期的债务本金约461.97亿元，较上年末大幅增长，占总债务比重约54%，其中公司本部一年内到期债务103.65亿元，公司债务期限结构较差，短期债务规模较大。

表20. 截至 2022 年末公司债务类型（单位：亿元）

债务类型	融资余额	占比
银行借款	380.99	45.07%
债券融资	242.36	28.67%
其他融资	222.07	26.27%
合计	845.42	100.00%

注：上表中债务不包含应付票据、一年内到期非流动负债科目中的应付利息，故与总债务之间存在差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表21. 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	100.14	6.12%	84.63	5.07%	62.17	4.07%

应付账款	153.02	9.36%	162.94	9.77%	120.38	7.88%
合同负债	141.81	8.67%	131.77	7.90%	177.20	11.60%
其他应付款	401.61	24.56%	399.91	23.97%	249.30	16.32%
一年内到期的非流动负债	278.52	17.03%	352.89	21.15%	257.06	16.83%
流动负债合计	1,158.12	70.83%	1,202.49	72.07%	923.62	60.46%
长期借款	275.52	16.85%	270.19	16.19%	341.81	22.37%
应付债券	94.10	5.76%	85.98	5.15%	164.66	10.78%
长期应付款	36.21	2.21%	32.32	1.94%	39.37	2.58%
非流动负债合计	476.91	29.17%	466.01	27.93%	604.04	39.54%
负债合计	1,635.03	100.00%	1,668.50	100.00%	1,527.66	100.00%
总债务	-	-	850.22	50.96%	874.39	57.24%
其中：短期债务	-	-	461.97	27.69%	331.59	21.71%
长期债务	-	-	388.25	23.27%	542.8	35.53%

注：1) 2021-2022年公司租赁负债（含一年内到期的租赁负债）规模分别为22.96亿元、26.54亿元，上表中总债务不包含租赁负债。

资料来源：公司2021-2022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

其余负债方面，公司应付账款主要为应付工程款，随着公司项目建设推进，2022年应付账款规模进一步增长。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2022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，2022年规模较上年大幅上升。

公司资产负债率很高且持续上升。从短期偿债指标来看，2022年末公司账面货币资金较上年大幅减少，但短期债务规模进一步上升，现金短期债务下滑至0.16；当期公司EBITDA利息保障倍数略高于1，公司利润对当期利息支出覆盖力度偏弱，且公司利润主要来源为非经常性项目收入，该部分收益不确定性较大。整体而言，公司面临很大还本付息压力。

表22. 公司偿债能力指标

项目	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	84.51%	84.43%	82.55%
现金短期债务比	0.20	0.16	0.50
EBITDA利息保障倍数	--	1.05	1.09

资料来源：公司2021-2022审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 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；但需关注公司面临的内部管控压力

环境及社会方面，根据公司提供的《西安曲江文化控股有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因空气污染、温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。2023年2月，公司董事长兼总理由王苗变更为黄顺绪。近1年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司属于投资控股型企业，下属子公司较多，经营范围较大，涉及文化旅游商业经营、文化产业（工程）项目、景区基础设施建设及房地产业务等多个领域，且存在上市公司、房地产项目公司等无法随时调用资金的子公司，在管理上存在一定难度。公司可能面临因管理不到位等因素导致对子公司控制不力引发的风险，进而对公司经营情况造成不利影响。

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（报告查询日为2023年5月25日）、子公司曲江文投（报告查询日为2023年4月7日）、大明宫集团（报告查询日为2023年6月13日）、西安城墙集团（报告查询日为2023年5月6日）、曲江建设集团（报告查询日为2023年4月23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。2023年6月，大明宫集团存在1笔信托借款展期，涉及金额2.295亿元，该笔信托借款由公司本部提供担保。

或有事项分析

1、对外担保

截至2022年末，公司对外担保余额为92.21亿元，占同期末净资产的比例为29.98%，被担保企业均为公司关联方，被担保企业中存在4家民营企业，即重庆创盈锦玺置业有限公司（以下简称“创锦置业”）、西安荣国置业有限公司、西安曲江复地文化商业管理有限公司（以下简称“曲江复地文化”）、深圳市中集产城发展集团有限公司，对民营企业担保余额4.66亿元。

公司对外担保企业中部分企业存在信用瑕疵，截至2023年5月末，创锦置业存在6条被执行信息，且存在票据逾期，累计逾期发生额490万元，逾期余额0元；西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司存在1条被执行信息，且存在票据逾期，累计逾期发生额1,000万元，逾期余额0元；西安曲江临潼文化旅游发展有限公司存在票据逾期，累计逾期发生额750万元，逾期余额0元；曲江复地文化存在8条被执行信息。

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、存

在信用瑕疵企业，给公司带来较大或有负债风险。

表23. 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额
西安荣国置业有限公司*	1.05
西安曲江复地文化商业管理有限公司*	1.38
重庆创盈锦玺置业有限公司*	1.00
深圳市中集产城发展集团有限公司*	1.23
西安城墙开发管理有限公司	3.89
西安开元临潼投资发展有限公司	21.76
西安曲江恒创文化产业发展有限公司	0.30
西安曲江华清文教有限公司	1.02
西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司*	37.61
西安曲江临潼文化旅游发展有限公司*	0.44
西安曲江楼观旅游农业开发有限公司	0.09
西安曲江斯迈特农业博览园有限公司	0.56
西安曲江文化金融控股（集团）有限公司	16.13
西安曲江文化园区建设开发有限公司	1.21
西安曲江文商商业运营管理有限公司	0.10
西安曲江延和文化传媒有限公司	4.44
合计	92.21

注：“*”表示该企业为民营企业或存在信用瑕疵。

资料来源：公司提供

2、未决诉讼

子公司大明宫集团的二级子公司西安曲江建强建设开发有限公司（以下简称“建强公司”）与保亿置业集团有限公司（以下简称“保亿置业”）的子公司陕西亿帝文化旅游有限公司（以下简称“亿帝公司”）因合作开发成立西安保亿大明宫置业有限公司（以下简称“项目公司”）。后因项目开发及资金拆借等事项存在争议，于2022年8月1日保亿置业以“项目公司至今未竞得目标地块的土地使用权，且经多次催告建强公司及西安曲江大明宫建设开发有限公司（以下简称“建设公司”）和大明宫集团未能完全履行还本付息的全部义务及担保责任”为理由，向西安市中级人民法院提起诉讼并申请财产保全，请求建强公司承担归还借款本金及利息并承担律师费和保全费合计约3.27亿元，并请求建设公司和大明宫集团按照借款合同约定承担连带责任义务。在庭审现场保亿置业将本息诉求修改为3.05亿元。

2022年8月17日法院执行裁定，查封、扣押、冻结建强公司、建设公司、大明宫集团银行账户资金3.2亿元或名下相应价值的财产。2023年1月13日，西安市中级人民法院做出一审判决。建强公司已根据一审判决结果进行账务调整。建强公司已提起二审上诉，法院正在审理中。

截至2023年6月14日，建强公司尚未归还保亿置业到期本金利息计320,390,784.62元，其中：本金

257,343,333.33元、利息63,047,451.30元；大明宫集团、建设公司所持部分子公司股权、联营企业股权等对外投资所持股权被冻结明细如下。截至2023年6月18日，大明宫集团本部、建设公司及建强公司无被执行信息。

表24. 截至 2023 年 6 月 14 日公司股权冻结明细（单位：万元）

序号	被冻结公司名称	被执行人	股权数额	类型
1	陕西大明宫投资发展有限责任公司	西安曲江大明宫建设开发有限公司	4,000.00	股权冻结
2	陕西大明宫投资发展有限责任公司	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	6,000.00	股权冻结
3	半岛海力士(大连)供应链管理(集团)有限公司	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	5,100.00	股权冻结
4	西安万科大明宫房地产开发有限公司	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	600.00	股权冻结
5	西安唐泽房地产开发有限公司	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	600.00	股权冻结
6	西安大华纺织有限责任公司	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	1,000.00	股权冻结
7	西安曲江大明宫基础设施建设有限公司	西安曲江大明宫建设开发有限公司	2,000.00	股权冻结
8	西安曲江文化园林有限公司	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	3,000.00	股权冻结
9	西安曲江明安雅居置业有限公司	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	3,000.00	股权冻结
10	西安曲江瑞和房地产开发有限公司	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	600.00	股权冻结
11	西安曲江观骊置业有限公司	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	600.00	股权冻结
-	小计	-	26,500.00	

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是西安市重要企业，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极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与西安市政府的联系非常紧密。公司股权由西安市人民政府的派出机构曲江新区管委会持有；政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司一大部分业务来源于政府及其相关单位；近5年内公司受到政府支持（一般性支持或特殊支持）的次数多且支持力度较大；预计公司与政府的关系仍然很紧密。

(2) 公司对西安市政府非常重要。尽管公司提供一些公共产品和服务，但其也有相当一部分业务是市场化的；公司不会被其他企业取代，如要取代，政府将付出很高的成本；公司在就业、税收、利润和基础设施建设的某一或多个方面，对政府的贡献很大；公司的违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，或者会导致中断提供基本的公共产品和服务，或者造成严重的失业率。

九、结论

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；公司期间费用对利润侵蚀严重，利润主要来自非经常性项目收入，稳定性较弱；此外，房地产业务对公司收入和利润影响较大，在行业景气度低迷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；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。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	75.77	75.29	163.46	173.95
其他应收款	558.98	579.46	504.41	460.86
存货	448.60	480.37	473.99	450.06
流动资产合计	1,374.70	1,426.55	1,365.30	1,245.15
固定资产	159.93	161.33	101.97	108.92
非流动资产合计	560.06	549.54	485.31	396.91
资产总计	1,934.76	1,976.09	1,850.61	1,642.06
短期借款	100.14	84.63	62.17	86.94
应付账款	153.02	162.94	120.38	107.11
其他应付款	401.61	399.91	249.30	197.50
一年内到期的非流动负债	278.52	352.89	257.06	122.24
流动负债合计	1,158.12	1,202.49	923.62	742.23
长期借款	275.52	270.19	341.81	305.21
应付债券	94.10	85.98	164.66	222.40
非流动负债合计	476.91	466.01	604.04	594.20
负债合计	1,635.03	1,668.50	1,527.66	1,336.43
总债务	--	850.22	874.39	784.92
其中：短期债务	--	461.97	331.59	215.59
所有者权益	299.72	307.59	322.96	305.63
营业收入	30.97	241.19	241.29	239.04
营业利润	-7.41	1.10	13.40	11.48
其他收益	0.14	2.74	3.39	3.63
利润总额	-7.41	7.57	12.54	10.66
经营活动产生的现金流量净额	0.56	-5.76	-19.79	-84.92
投资活动产生的现金流量净额	-14.35	-40.61	-40.63	-89.16
筹资活动产生的现金流量净额	14.38	-36.22	47.84	147.40
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	18.70%	21.07%	19.98%	24.95%
资产负债率	84.51%	84.43%	82.55%	81.39%
短期债务/总债务	--	54.34%	37.92%	27.47%
现金短期债务比	--	0.16	0.50	0.81
EBITDA（亿元）	--	44.03	43.16	33.23
EBITDA利息保障倍数	--	1.05	1.09	1.56

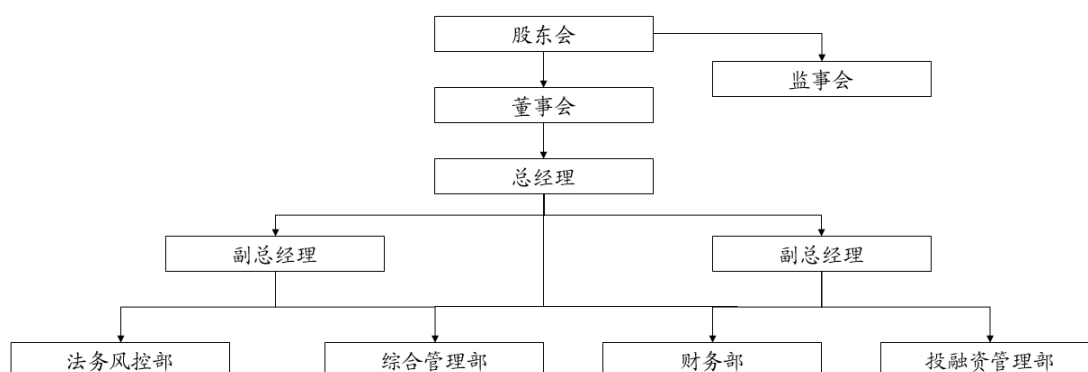
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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	41.66	100.00%	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	24.65	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
西安曲江浐陂湖投资建设有限公司	3.00	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	0.20	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
西安曲江易俗文化投资有限公司	3.24	50.88%	商务服务投资

资料来源：公司 2022 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	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。
aa	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。
a	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。
bbb	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。
bb	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	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。
ccc	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。
cc	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。
c	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
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。