



2020年第一期西安曲江文化控股有限公司 公司债券(品种一)、2021年第一期西安曲 江文化控股有限公司公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2020年第一期西安曲江文化控股有限公司公司债券(品种一)、2021年第一期西安曲江文化控股有限公司公司债券2024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 |
| 20 曲控一/20 曲文控债 01 | AAA | AAA |
| 21 曲控一/21 曲文控债 01 | AAA | AAA |

评级日期

2024 年 06 月 28 日

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：蒲德慧
pudh@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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“曲江文控”或“公司”）主体信用等级为 AAA，维持“20 曲控一/20 曲文控债 01”、“21 曲文控债 01/21 曲控一”的信用等级为 AAA，并将公司主体信用等级和“20 曲控一/20 曲文控债 01”、“21 曲文控债 01/21 曲控一”信用等级列入信用评级观察名单。
- 本次评级结果是考虑到：西安市作为陕西省省会，战略地区较高，曲江新区作为国家文化部授予的首个国家级文化产业示范区，拥有西安市众多旅游资源的管理权；公司是西安市发展旅游产业的主要抓手，公司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；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，2023 年公司各主要板块经营状况明显下滑，出现了自成立以来的首次亏损，零售超市业务和房地产业务面临较大经营风险；受累于经营亏损等影响，2023 年公司资本实力进一步削弱，当期负债规模却仍保持增长，财务杠杆高企，公司总债务规模大、结构较差，还本付息对外部融资依赖较大，2023 年以来，公司及子公司涉及多起债务兑付舆情，公司本部及主要子公司多次被纳入被执行人名单，给公司再融资能力造成一定负面影响；公司较多子公司股权因融资而质押受限、主要资产抵质押比率较高，融资弹性有限；此外，公司因对外担保存在较大或有负债风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2024.3 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产 | 2,067.32 | 2,099.54 | 1,976.09 | 1,850.61 |
| 所有者权益 | 259.34 | 268.71 | 307.59 | 322.96 |
| 总债务 | -- | 929.74 | 850.22 | 874.39 |
| 资产负债率 | 87.46% | 87.20% | 84.43% | 82.55% |
| 现金短期债务比 | -- | 0.10 | 0.16 | 0.50 |
| 营业收入 | 20.83 | 140.85 | 241.19 | 241.29 |
| 其他收益 | 0.37 | 2.28 | 2.74 | 3.39 |
| 利润总额 | -9.29 | -15.00 | 7.57 | 12.54 |
| 销售毛利率 | 18.04% | 20.06% | 21.07% | 19.98% |
| EBITDA | -- | 7.14 | 44.03 | 43.16 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.14 | 1.05 | 1.09 |
| 经营活动现金流净额 | -6.76 | -38.60 | -5.76 | -19.79 |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及 2024 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，2023 年旅游业强劲复苏，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，2023 年居民回补性出游需求旺盛，旅游业呈强势复苏态势，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，公司业务围绕文旅产业实现多元化发展。**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。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 2023 年末，公司景区基础设施建设、文化产业（工程）项目和房地产在建项目较多，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。**2023 年公司取得政府补助资金 6.56 亿元，一定程度缩小了亏损幅度；此外，曲江新区财政局给予公司 22.5 亿元的财政贴息支持，一定程度缓解了付息压力。此外，2023 年西安曲江新区携手中国人寿的百亿保债投资计划全面落地，公司作为融资方，募集资金金额共计 100 亿元，由西安城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“西安城建”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，百亿保债投资计划的落地，一定程度缓解了公司短期债务压力。

关注

- **2023 年公司出现自成立以来的首次亏损，各主要板块经营状况明显下滑，预计 2024 年亏损状况难以扭转。**2023 年公司营业收入下滑超 40%，其中文化产业（工程）项目、景区基础设施建设和房地产开发三个板块收入下降幅度均超过 50%，受零售超市和文化商业运营业务拖累，文化旅游商业经营收入亦明显下降；公司期间费用较高，2023 年期间费用率（29.16%）明显高于当期销售毛利率，当期存货等资产减值损失亦大幅增长，对利润形成进一步侵蚀；当期公司利润总额-15.00 亿元，公司成立以来首次出现亏损。2024 年一季度公司利润总额为-9.29 亿元。
- **零售超市经营存在较大经营风险，业务经营主体面临退市风险。**2023 年公司按照每股 5.88 元受让人人乐公司¹股份 1.73 亿股，完成过户登记后，公司持股人人乐公司 60.44% 股份。近年人人乐公司持续亏损，资产规模逐步下降，截至 2023 年 12 月 31 日人人乐公司累计未分配利润-34.69 亿元，归属于母公司股东权益-3.86 亿元，资产负债率为 109.90%。针对以上情况，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对人人乐公司 2023 年审计报告出具了带有与持续性经营相关的重大不确定性段落的无保留意见；希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年审计报告出具了带有强调事项的段的无保留意见。人人乐公司股票已被深圳证券交易所实施退市风险警示（*ST），若 2024 年末净资产不能回正，人人乐公司股票将被实施强制退市，人人乐公司股权流动性将大幅降低。
- **房地产业务存在较大经营风险。**2023 年公司房地产业务结转收入、开发完成投资额、签约销售金额较上年均下降约 50%，当期毛利率下降至 12.95%，公司房地产业务对利润支撑力减弱。2023 年以来，公司下属多家从事房地产开发的子公司多次被纳入被执行人名单，需关注项目投融资及去化进度。
- **2023 年公司资本实力进一步削弱。**截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益合计 259.34 亿元，较 2022 年末减少 55.48 亿元，净资产减少约 18%。一方面，受累于经营亏损，未分配利润大幅减少；2023 年公司购买人人乐公司少数股权的投资成本与相应股权比例对应的可辨认净资产价差为 8.95 亿元，故而调减资本公积 8.95 亿元；此外，随着合作开发的房地产项目竣工交付，少数股东逐步退出，少数股东权益亦持续下降。
- **公司资产流动性较弱，跟踪期内抵质押资产规模进一步上升，资产流动性进一步受到限制。**公司本部资产主要由其他应收款和长期股权投资构成，其他应收款回收时间不确定，较多子公司股权因融资而质押受限的情形，截至 2023 年末子公司股权出质数量合计 196.58 亿股/亿元。公司合并口径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，2023 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

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。

826.83 亿元，较上年增长约 50 亿元，占总资产比例为 39.39%，对公司资金形成较大占用。截至 2023 年末，公司受限资产 424.10 亿元，占期末总资产的比例 20.20%，是期末所有者权益的 1.58 倍，主要资产受限比例较高。

- **公司财务杠杆持续高企，总债务规模大、结构较差，面临还本付息压力大。**跟踪期内公司总债务规模进一步增长，2024 年 3 月末，公司资产负债率达 87.46%，2024 年 4 月末总债务 904.29 亿元，其中短期债务占比约 51%，非标债务占比约 34%，债务结构较差；公司各项偿债指标表现较差，现金短期债务比仅 0.10、EBITDA 利息保障倍数 0.14。近年公司经营活动现金流持续净流出，还本付息资金来源对外部融资依赖度较高。
- **公司本部及子公司涉及多起债务兑付舆情，对地区融资环境造成负面影响。**根据公司发布的公告，截至 2024 年 5 月 31 日，公司本部及子公司曲江文控债务逾期金额合计 2.53 亿元。公开资料显示，截至目前（2024 年 6 月）公司本部及子公司涉及众多诉讼，案由包括金融借款合同纠纷、民间借贷纠纷、借款合同纠纷、票据追索权纠纷、项目纠纷、担保合同纠纷和保证合同纠纷等，公司本部及主要子公司多次因债务兑付逾期被纳入被执行人名单，对公司及子公司再融资能力造成一定负面影响。
- **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 2023 年末，公司对外担保余额为 110.05 亿元，占同期末净资产的比例为 40.96%，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 7.65 亿元，未设置反担保措施；其中 6 家被担保企业已被纳入被执行人名单，公司对这 6 家信用有瑕疵的企业担保余额 44.38 亿元，公司代偿风险较大。
- **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 | 2,349.40 | 614.88 | 37.96 |
| 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 | 1,897.96 | 759.62 | 189.91 |
| 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 | 2,099.54 | 268.71 | 140.85 |
| 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 | 1,113.70 | 174.49 | 108.31 |

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 2023 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 |
|--------------------|--------------------|
| 基础设施投资类企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2024V1.0 |
| 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 | 6/7 | 经营&财务状况 | 经营状况 | 6/7 |
| | | | | 财务状况 | 4/7 |
| 调整因素 | ESG 因素 | | | | 0 |
| | 审计报告质量 | | | | 0 |
| | 不良信用记录 | | | | -1 |

| | |
|--------|------------|
| 补充调整 | -2 |
| 个体信用状况 | a |
| 外部特殊支持 | 5 |
| 主体信用等级 | AAA |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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 a，反映了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。

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，主要体现为以下两个方面：（1）公司与西安市政府的联系非常紧密：公司实际控制人西安曲江新区管理委员会（以下简称“曲江新区管委会”）系西安市政府的派出机构，近年曲江新区管委会在财政补贴等方面对公司支持力度较大；旅游产业是西安市重要产业之一，公司是西安市政府发展旅游产业的重要抓手，公司受政府及相关单位委托打造并运营管理西安市多处标志性旅游景点，并承担了景区配套基础设施建设，西安市政府对公司经营战略及业务管理具有绝对控制权；预计未来公司与西安市政府的关系仍然很紧密。（2）公司对西安市政府非常重要。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，公司在西安市旅游产业发展及城市品牌树立等方面发挥着重要作用，且公司及主要子公司已在公开市场发债，若公司违约或将会对西安市金融生态环境和融资成本产生实质影响。同时，中证鹏元认为西安市作为陕西省省会、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，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对经济增长形成有力支撑，叠加旅游产业优势突出，2023 年以来区域旅游业加速复苏，推动经济和综合财力提升，即西安市政府提供支持的能力极强。

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 曲控一/20 曲文控债 01 | 5.00 | 5.00 | 2023-06-28 | 2025-12-25 |
| 21 曲控一/21 曲文控债 01 | 5.00 | 5.00 | 2023-06-28 | 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”，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2024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

2023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2024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，全面负责曲江新区的规划、建设、开发、管理等工作。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，较上年无重大变化，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2023年末，公司主要子公司共5家，其详细情况见下表，2023年主要子公司净利润均为负，期末杠杆水平均较高。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2023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 | 净资产 | 资产负债率 | 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 | 1,113.70 | 174.49 | 84.33% | 108.31 | -12.73 |
| 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 | 473.46 | 46.96 | 90.08% | 14.01 | -0.23 |
| 曲江城建 | 主要负责曲江新区基础设施建设 | 229.33 | 31.64 | 86.21% | 0.11 | -0.13 |
| 楼观文旅 | 负责楼观生态文化旅游度假区开发及运营 | 46.30 | 11.53 | 75.09% | 1.36 | -0.28 |
| 易俗文化 | 主要负责西安易俗社文化街区打造等 | 21.98 | 3.83 | 82.60% | 0.52 | -1.29 |

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。

资料来源：公司提供

2023年公司合并报表范围内重大变更情况如下表所示，其中西安鑫正实业有限公司（以下简称“鑫正实业”或“目标公司”）出表的原因为：公司之子公司西安旅游投资（集团）有限公司（简称“旅游集团”）持有目标公司96.5307%的股权，西安城建与公司签订《协议书》，约定旅游集团以股权转让的

方式向西安城建提供担保，目标股权交割完成后，西安城建享有目标公司股权，旅游集团不再享有任何股东权利。2023年8月旅游集团将19枚公司相关印章移交至西安城建管理，旅游集团自2023年8月起，旅游集团不再将目标公司纳入合并范围，并将对目标公司的股权投资转入其他非流动资产核算，截至2023年末，上述目标公司的股权投资成本6.84亿元，2024年1月旅游集团将所持有目标公司股权变更至西安城建名下。

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 |
|----------------|---------|------|-------|------|
| 西安明雅置业有限公司 | 100.00% | 0.01 | 房地产业 | 新设 |
| 西安盛典自在城影城有限公司 | 100.00% | 0.02 | 广播电视业 | 新设 |
| 西安盛典时代影视文化有限公司 | 100.00% | 0.04 | 广播影视业 | 新设 |
| 西安长安乐运营管理有限公司 | 100.00% | 0.03 | 文化艺术业 | 新设 |
| 重庆创盈锦玺置业有限公司 | 50.51% | 0.99 | 房地产开发 | - |

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 |
|------------------|---------|------|-----------|--------------|
| 西安鑫正实业有限公司 | 96.53% | 4.61 | 酒店经营 | 以转让股权的方式提供担保 |
| 西安曲江大明宫房地产开发有限公司 | 100.00% | 1.00 | 房地产业 | 注销 |
| 西安盛典长安影城有限责任公司 | 70.00% | 0.01 | 广告策划;电影放映 | 注销 |

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加

快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

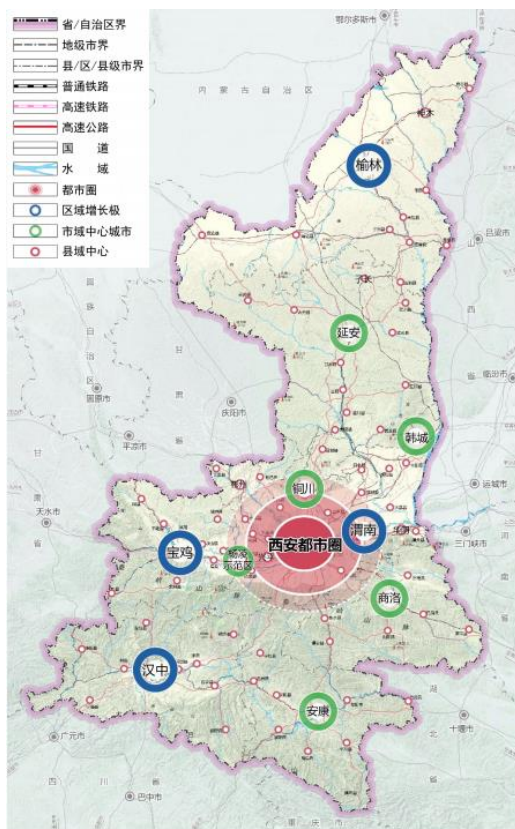
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债

券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

西安市战略定位较高，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对经济增长形成有力支撑，叠加旅游产业优势突出，2023年以来区域旅游业加速复苏，消费逐步回暖，推动经济和综合财力提升，区域政府债务余额增速放缓

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科教文组织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，截至2022年末常住人口1,299.59万人。西安市下辖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、浐灞国际港、曲江新区、阎良国家航空高技术产业基地、国家民用航天产业基地和西咸新区），其中浐灞国际港由浐灞生态区和国际港务区自2023年末合并整合形成。

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：西安市经济实力远超省内其他各市，2023年以来区域消费和工业投资回暖，但房地产投资降幅较大。近年西安市GDP持续保持增长，经济实力远超省内其他各市，2023年西安市GDP增速同比继续回升，与全国平均水平持平，其中第三产业同比增速为4.7%，较2022年的1.3%明显改善，主要系区域消费逐步回暖所致，2023年西安市服务业增加值同比增长亦达到4.7%。2023年西安市三次产业结构为2.71:34.53:62.77，第三产业是区域主导产业。2023年西安市人均GDP为9.21万元，和全国人均GDP相当。从拉动经济的三大要素来看，近年西安市投资、消费和对外贸易增速波动均较大，从2023年来看，固定资产投资与2022年基本持平，但不同行业的投资表现差异较大，其中汽车制造和航空运输业投资同比增速在50%左右，而房地产投资同比下降11.3%；消费持续恢复，社会消费品零售总额同比增长3.7%，外贸进口和出口总值均有下降。

表3 2023年陕西省主要地级市经济财政指标情况（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 | 12,010.76 | 5.2% | 9.21 | 951.92 | 1,321.44 |
| 榆林市 | 7,091.44 | 4.4% | 19.59 | 661.88 | 81.26 |
| 咸阳市 | 2,878.26 | 4.3% | 6.90 | 138.63 | 78.03 |
| 延安市 | 2,280.24 | 1.8% | 10.05 | 165.13 | 34.22 |
| 渭南市 | - | 3.3% | - | 106.73 | 39.86 |

| | | | | | |
|-----|--------|------|------|-------|------|
| 铜川市 | 510.63 | 4.3% | 7.19 | 25.14 | 9.05 |
|-----|--------|------|------|-------|------|

注：人均 GDP 根据 2022 年末常住人口计算。

资料来源：各市经济运行报告、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 | 2023 年 | | 2022 年 | | 2021 年 | |
|-----------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 12,010.76 | 5.2% | 11,486.51 | 4.4% | 10,688.28 | 4.1% |
| 固定资产投资 | - | 0.1% | - | 10.5% | - | -11.6% |
| 社会消费品零售总额 | 4,811.60 | 3.7% | 4,642.11 | -5.2% | 4,963.42 | 0.8% |
| 进出口总额 | 3,597.59 | -17.4% | 4,474.10 | 0.8% | 4,399.96 | 26.5% |
| 人均 GDP（万元） | | 9.21 | | 8.88 | | 8.37 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 103.10% | | 103.63% | | 103.35% |

注：2023 年人均 GDP 系根据 2022 年末常住人口计算。

资料来源：西安市 2021-2022 年国民经济和社会发展统计公报、2023 年西安市经济运行情况，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，对经济增长形成有力支撑；同时旅游产业优势突出，2023年以来区域旅游业加速复苏。按照集群化发展思路，西安市支柱产业企业分布在各大园区内。规划以集成电路、智能终端和新型电子元器件等为重点，打造电子信息制造产业集群，“十四五”重点项目包括三星12英寸闪存芯片二期、8英寸功率器件生产线、奕斯伟硅产业基地、比亚迪高端智能终端生产二期、西安中兴新思南科技产业基地、海康威视西安科技园等。规划以新能源汽车、节能汽车和关键零部件等为重点，打造汽车产业集群，“十四五”重点项目包括陕汽重卡扩能、开沃纯电动车和零部件产业园等。规划以飞机制造、航空发动机和航天运载动力等为重点，打造航空航天产业集群。规划以超特高压输配电设备、工程机械和轨道交通装备等为重点，打造高端装备产业集群。规划以超导材料、铝镁新材料和太阳能光伏等为重点，打造新材料新能源产业集群。规划以现代食品、生物医药和医疗器械等为重点，打造食品和生物医药产业集群。2023年西安市规模以上工业增加值同比增长9.0%，分别高于全国、全省4.4和4.0个百分点，其中汽车制造业、电子元件及电子专用材料制造业、航空、航天器及设备制造业等产业增速表现较好，支柱产业对经济增长形成有力支撑。

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。2023年西安市接待游客2.78亿人次、旅游收入3,350亿元，分别增长33.9%、

65.1%，旅游业加速复苏，推动区域交通、住宿、餐饮、零售以及其他娱乐活动消费增长，从而带动经济增速提升。

财政及债务水平：经济增长叠加退税政策趋于常态，2023年西安市一般公共预算收入和政府性基金收入均有所增长，带动综合财力提升，政府债务余额增速放缓。2023年西安市一般公共预算收入为951.92亿元，同比增长14.1%，增幅在全国15个副省级城市分别排名第3；剔除增值税留抵退税因素后，同口径增长7.7%。2023年西安市税收占比与去年持平，一般公共预算收入质量较好，财政自给率提升主要系财政增收节支所致。2023年西安市政府性基金预算收入1,321.44亿元，同比增长4.6%，主要系土地使用权出让收入增长带动，但考虑到房地产行业景气度下行以及2023年全市房地产投资降幅较大，后续仍需关注政府性基金收入的稳定性。西安市地方政府债务余额规模较大，2023年增速放缓，年末规模达到突破4,000亿元，占陕西省政府债务余额的37.10%。

表5 西安市主要财政指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|----------|----------|----------|----------|
| 一般公共预算收入 | 951.92 | 834.09 | 855.96 |
| 税收收入占比 | 72.27% | 72.45% | 79.73% |
| 财政自给率 | 55.06% | 53.02% | 58.05% |
| 政府性基金收入 | 1,321.44 | 1,262.94 | 1,460.39 |
| 地方政府债务余额 | 4,027.84 | 3,625.51 | 2,506.04 |

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2021-2023年预决算报告，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；近年曲江新区投融资平台融资活跃，多家企业出现债务兑付逾期，区域债务压力较大

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。

图2 曲江新区区位图


资料来源：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

曲江新区核心区总规划面积约 51.5 平方公里，全区常住人口约 40 万人，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。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²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。

表6 曲江新区部分管辖区域明细表

| 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 |
| 楼观生态文化旅游度假区 | 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

表7 曲江新区政策支持情况

| 区域名称 | 文件名称 | 政策内容 |
|-------------------|----------------|---|
| 曲江新区 15.88 平方公 | 《西安市人民政府办公厅关于曲 | 曲江新区 15.88 平方公里范围内所有内外资企业缴纳的工商税收及附加收入，双方按 5:5 的比例分成；西安曲江国际会展中心规划范围内原有企业缴纳的工商税收及附加 |

² 指不在曲江新区核心区规划范围内，但实际由曲江新区管委会管理的区域。

| | | |
|--------------|---|---|
| 里及曲江新区国际会展中心 | 江新区管理机制及有关问题的通知》 | 收入全部归雁塔区，新建企业缴纳的工商税收及附加收入，双方按 5:5 比例分成；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 |
| 大明宫遗址保护区 | 《大明宫遗址区保护改造实施方案》 | 大明宫遗址区保护改造规划范围内的土地管理和土地开发，由曲江新区管委会负责，土地开发收入全部留归曲江新区管委会，用于征地拆迁、基础设施和大明宫国家遗址公园建设 |
| 临潼国家旅游休闲度假区 | - | 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 |
| 楼观生态文化旅游度假区 | 《西安楼观中国道文化展示区规划建设实施方案》 | 受周至县人民政府委托，在项目规划区内享有发展改革、外经外贸、招商引资、建设规划、国土资源及房屋管理等相关县级管理权限，项目规划区内的税收全部划归周至县（契税除外）。项目规划区内的国土出让和土地、房屋权属登记由管理办公室负责，土地出让收益（含契税）全部归曲江新区管委会 |
| 浹湖水系生态文化旅游区 | 《西安浹湖水系生态文化旅游区规划建设实施方案》 | 负责浹湖旅游区建设及招商引资等相关工作，浹湖旅游区规划范围内的土地管理和土地开发由曲江新区管委会负责，土地出让金收入全部留归曲江新区管委会，浹湖旅游区规划范围内新建项目和涉及变更项目的税收收入（除契税）及附加收入，由曲江新区管委会和鄠邑区政府按 5:5 的比例分成 |
| 西渭东区 | 《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；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；2022 年渭南市政府工作报告提出，全力支持曲江新区管委会开发建设西渭东区，主动做好各项对接服务，协同完成区域规划编制、建设用地报批、征地拆迁启动等工作；目前曲江新区管委会在西渭东区的业务开发模式和财政职权尚未确定 |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经济发展水平：曲江新区第三产业占比高。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。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、房地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，2023 年曲江新区固定资产投资大幅减少，同比减少 25.8%；限额以上消费品零售额回暖，增速持续提升。

表8 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 | 3,332.55 | 8.10% | 170.19 | 230.02 |
| 西安经济技术开发区 | 1,145.95 | 1.0% | 60.30 | 46.06 |
| 西咸新区 | - | 7.90% | 126.20 | 352.10 |
| 西安航天基地（陕西航天经济技术开发区） | - | 7.20% | 20.31 | 43.39 |
| 曲江新区 | - | - | 46.19 | 27.57 |
| 浹灞生态区 | - | - | 30.94 | 19.85 |
| 西安国际港务区 | - | 6.50% | 40.74 | 108.93 |
| 西安航空基地 | - | 10.9 | 2.99 | 6.07 |

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9 曲江新区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | | 2022年 | | 2021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% |
| 固定资产投资 | - | -25.8% | - | -7.0% | - | -19.3% |
| 限额以上消费品零售额 | - | 7.7% | - | 2.4% | - | 1.6% |

注：“-”表示数据尚未披露。

资料来源：曲江新区管委会及其官方网站等，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且收入质量较好，财政自给率较高，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%。财政自给率持续上升且处于较高水平。2023年政府性基金收入大幅减少，同比下降56.7%。2023年末曲江新区政府债务余额为313.11亿元，债务压力较大。

表10 曲江新区主要财政指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|----------|---------|---------|--------|
| 一般公共预算收入 | 46.19 | 42.00 | 41.82 |
| 税收收入占比 | 84.68% | 85.31% | 90.28% |
| 财政自给率 | 127.77% | 122.01% | 94.85% |
| 政府性基金收入 | 27.57 | 63.69 | 68.59 |
| 地方政府债务余额 | 313.11 | 302.20 | 300.97 |

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等，中证鹏元整理

基础设施投资类企业：截至2023年末，曲江新区已发债的基础设施投资类企业有7家，曲江文控为曲江新区管委会下属一级企业，曲江文控直接或间接控股其他6家平台公司。曲江文控的业务主要由各子公司负责，其中曲江文投是其最重要的一级子公司，曲江产投的主营业务包括文化旅游商业项目经营、景区基础设施建设、房地产业务等，具体详见下表。区域内主要发债企业杠杆水平较高，2023年以来多家企业存在债务兑付逾期，对地区融资环境造成负面影响。

表11 曲江新区主要投融资平台（单位：亿元）

| 企业名称 | 控股股东 | 总资产 | 资产负债率 | 营业总收入 | 职能定位 |
|-------|---------|----------|--------|--------|--------------------|
| 曲江文控 | 曲江新区管委会 | 2,099.54 | 87.20% | 140.85 | 西安市重要的旅游资源综合开发运营平台 |
| 曲江文投 | 曲江文控 | 1,113.70 | 84.33% | 108.44 | 西安市文旅产业重要投资经营主体 |
| 大明宫集团 | 曲江文控 | 473.46 | 90.08% | 14.01 | 大明宫遗址景区旅游资源开发 |

| | | | | | |
|--------|------|--------|--------|-------|------------------|
| 城墙集团 | 曲江文控 | 134.73 | 77.76% | 3.26 | 西安古城墙景区旅游资源开发 |
| 城墙文化公司 | 城墙集团 | 119.21 | 75.82% | 2.77 | 西安古城墙景区旅游资源开发 |
| 国际会展控股 | 曲江产投 | 69.87 | 71.32% | 14.03 | 主营区域内会展业务 |
| 浐陂湖公司 | 曲江文控 | 80.57 | 97.10% | 0.00 | 浐陂湖生态文化旅游区旅游资源开发 |

注：（1）上述指标均为 2023 年财务数据；（2）城墙集团是西安城墙投资(集团)有限公司的简称；城墙文化公司是西安城墙文化投资发展有限公司的简称；国际会展控股是西安曲江国际会展投资控股有限公司的简称；浐陂湖是西安曲江浐陂湖投资建设有限公司的简称。

资料来源：公开评级报告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

行业经济环境

1. 房地产行业

2024年政策将转向全面宽松，中央层面从落实金融支持、压实保交楼等多角度稳定地产市场；地方层面调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间

随着居民缩表加剧、房企负面舆情散发，2023年7月中央政治局会议定调“房地产供求关系发生重大变化”后，需求端宽松政策全面展开，下半年自上而下推动需求端宽松政策落地、细化金融端监管指标。7月央行延长“金融16条”中存量和配套融资的政策使用期限；8月以来，三部门联合发文落实“认房不认贷”，两部门调整优化信贷政策，最低首付比例调整为20%、二套首付比例调整为30%，央行、金监局指导商业银行下调存量首套房贷利率，至此多地下调首付比例和贷款利率下限。金融政策方面，2023年6月，5年期以上LPR下调10个基点至4.2%；2024年2月央行下调5年期以上LPR 25个基点至3.95%，房贷利率下降空间进一步打开。中央金融工作会议、中央经济工作会议及2024年政府工作报告多次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。2024年以来，住建部和金融监管总局要求各地级以上城市要建立融资协调机制。截至3月末，商业银行对城市房地产融资协调机制推送的全部第一批白名单项目完成审查，其中审批同意项目数量超过2,100个，总金额超过5,200亿元。城市融资协调机制一定程度上能够分割集团公司的债务风险和项目公司开发运营风险，保障优质项目建设运营。

地方层面，各能级城市调控放松力度有所加大，但出台节奏及力度仍有差异。一线城市调控方向虽与全国一致，但政策力度仍有克制，以循序渐进的方式逐步放松，2023年8月末至9月初陆续落实“认房不认贷”，11月落实降低二套房首付比例和贷款利率下限、修改普宅认定标准、放松远郊限购等政策。强二线城市以限购、限贷、限售放松为主，例如杭州、西安仅保留部分限购片区，武汉、郑州、南京、厦门、青岛、成都全面放松限购，各城市首付比例、房贷利率普遍下调至下限。弱二线及三四线城市基本依照中央各部委相关文件执行放松政策，在公积金政策、购房补贴、人才政策等方面有所发力。

预计中央政策转向全面宽松，进一步落实金融支持政策，督导商业银行加快对名单内房地产项目的审批及放款；继续落实“优惠贷款利率、税收减免”等支持居民住房需求的措施，自上而下出台政策以支持首次购房者和满足居民改善性住房需求；长效政策方面，将继续加快保障房住房体系建设，加快构建房地产发展新模式。地方层面调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空

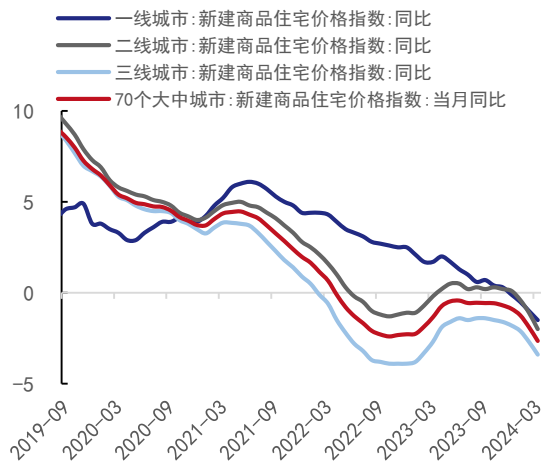
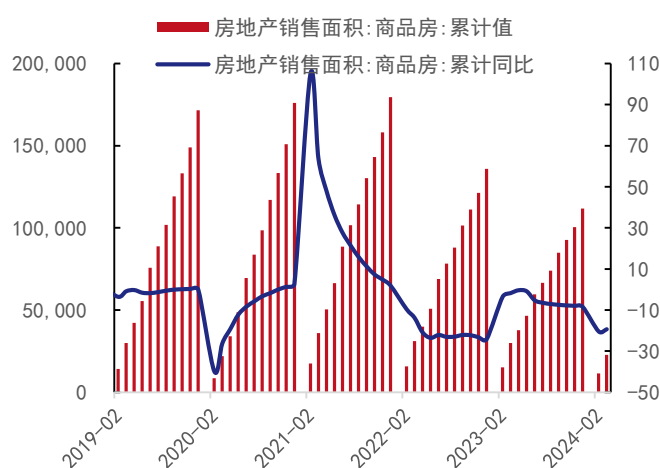
间，如限购局部松绑、远郊区域调降非户籍购房社保年限和落户门槛等；二线城市中杭州、成都、西安等城市调控政策还有所保留，未来大概率进一步调整，逐步向全面放开限购、限售靠拢。

虽然政策端积极信号持续强化，但在地产行业仍在下行趋势中，政策对销售的提振作用在边际递减。**2024年商品房销售仍有下跌压力，预计全年销售规模同比继续下降，延续筑底态势，城市间深度分化进一步加深。**

2023年房地产销售中枢再下台阶，全年商品房累计销售面积11.74亿方，同比下降8.50%；累计销售金额11.66万亿元，同比下降6.50%。一季度在需求集中释放下销售迎来短暂的“小阳春”，二季度存量积压的需求下降后市场动能迅速收缩；下半年中央和地方连续出台利好政策，9-10月份以来核心一、二线城市相继对限购和限贷政策进行松绑，而各地放松节奏频次虽多但节奏偏慢，销售在政策刺激下呈现脉冲式修复。10月以后市场热度再次转冷，市场信心修复需要政策持续加码，而政策对销售的提振作用又在边际递减，整体悲观预期蔓延，全年呈现前高后低的走势。2024年1-3月，商品房销售金额累计同比下降27.6%，销售面积累计同比下降19.4%，需求信心仍然不足，市场继续承压。

价格方面，2023年全年商品住宅销售价格总体延续下降态势，其中上半年价格有所回升，下半年开始再次进入下跌区间。分能级来看，一线城市新房价格相对稳定，二三线城市回调幅度更大。新房价格抗跌性好于二手房，2023年12月，70个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比分别下降0.89%和下降4.07%。自2023年底以来，二手房存在放量下跌的趋势，对新房销售的挤压效应可能会持续加剧。

图3 商品房销售再下台阶（单位：万平方米、%） **图4 70城住宅价格指数同比变化（单位：%）**



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

城市间持续分化，一线和部分二线城市具有一定韧性。随着四季度以来一、二线城市限制性政策加速松绑，以及年底房企降价促销，一线城市成交量逐步呈现企稳态势；从2023年全年来看，北京、上海和广州2023年成交量同比均有所回升，深圳商品房成交面积同比下降10.63%。二线城市中，成都和西安凭借着区域内产业集聚和人口流入等优势，在全国销售不振的情况下走出独立行情；而天津、郑州、昆明等二线城市表现疲软，其余三四线城市在没有产业和人口支撑的情况下房地产景气度继续下行，销售

持续探底。当前阶段，制约房地产销售复苏的根本原因是居民收入预期和房价上涨预期消失后的购房信心不足，短期来看政策利好的刺激不会推动行业反转，继续筑底震荡仍是主基调，预计2024年房地产仍有下跌压力，商品房销售将继续下跌，城市间分化进一步加深。

预计2024年房地产投资增速下行压力仍然较大，保障性住房和城中村改造等重大政策推进会对房地产开发投资形成一定支撑；在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，2024年房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，行业投资承压。2023年完成房地产开发投资额11.09万亿，同比降幅为9.6%。新开工持续低迷，全年累计新开工9.54亿方，同比降低20.40%；房企重心在保交付，2023年竣工数据修复明显，全年累计竣工面积9.98亿方，同比增长17%。2024年1-3月，地产开发投资同比下降9.5%，降幅较1-2月扩大0.5个百分点。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，预计新开工将继续承压，2024年房地产投资增速下行压力仍然较大。2023年中央政治局会议提出“三大工程”，要求加大保障房建设供给、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。随着保障性住房和城中村改造等重大政策推进落地，开发投资将有一定支撑，同比降幅有望收窄。

图5 地产开发投资持续承压（单位：亿元、%）

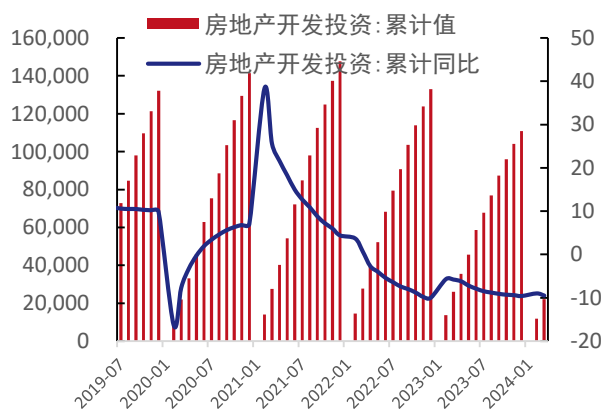
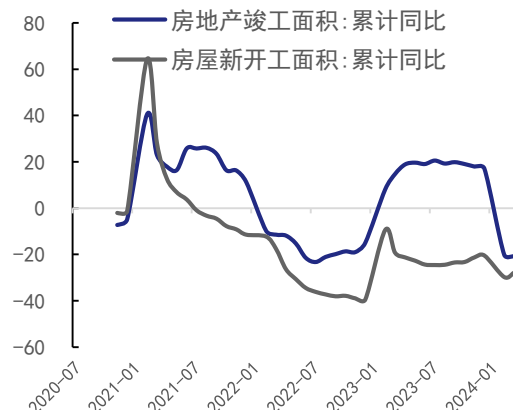


图6 新开工持续低迷（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年土地市场持续冷清，供需两端均走弱，土地成交总价和成交规划建筑面积仍在持续下行。供应方面，在冷清的市场环境下，地方政府供地更加谨慎，为降低流拍率，大多增加了核心优质地块的供应；需求方面，受市场低迷、房企资金链普遍承压的影响，土地成交规模进一步下滑，2023年100城土地成交总价和成交土地规划建筑面积同比分别下降23.18%和23.20%，从绝对值规模上看，土地成交建面降至2016年水平。土地成交价格方面，由于热点一、二线城市供地质量提升，2023年成交楼面地价较上年略有回升，房企集中布局一、二线的优质地块的策略将继续延续。在销售尚未企稳的背景下，土地限价放开对市场的提振作用较小。从自然资源部2023年9月底建议取消地价上限以来，多城已取消土拍地价上

限，但下半年以来全年溢价率仍在低位徘徊，2023年12月成交土地溢价率下降至2.61%。预计在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

图7 土地市场冷清，百城土地成交持续下降

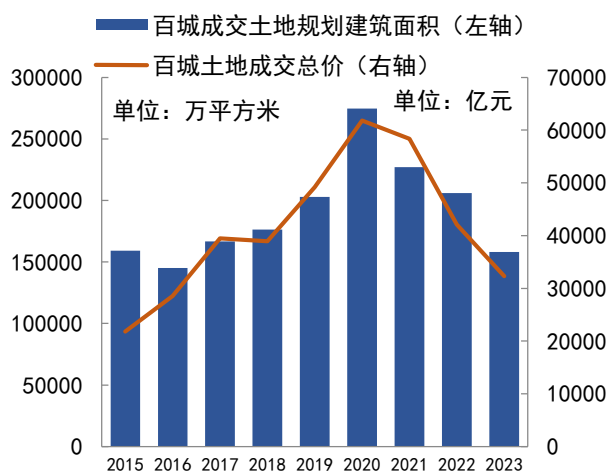
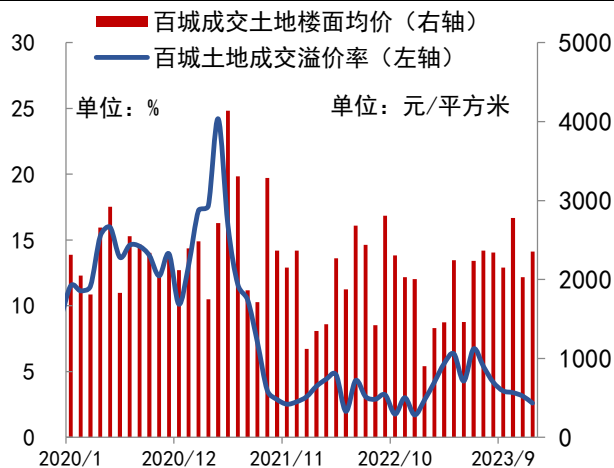


图8 土地溢价率低位徘徊，楼面均价略有回升



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

市场格局持续向央国企倾斜，随着行业供求关系转变，房地产行业仍在探索新发展模式，未来将对房企的运营管理能力提出更大挑战

自房地产行业发生信用危机以来，公开市场上的融资主体以经营稳健、具备股东背景优势的央、国企为主。凭借着资金优势，近年来央、国企逐步向核心城市扩张，对其销售业绩形成支撑。从当前的土拍市场结构来看，活跃的依然是头部央企及部分国企，根据中指研究院统计，2023年拿地金额TOP50、TOP100中七成以上为央国企，未来房地产市场由央、国企占主导的格局仍将持续。当前的房企信用风险逐渐由2021年下半年开始的现金流危机转为资产价格下跌的危机，从长期发展趋势来看，随着行业供求关系发生重大转变，房地产行业仍需探索和建立新的发展模式，而模式的转变也将对房地产企业运营和管理能力提出更高挑战和要求。

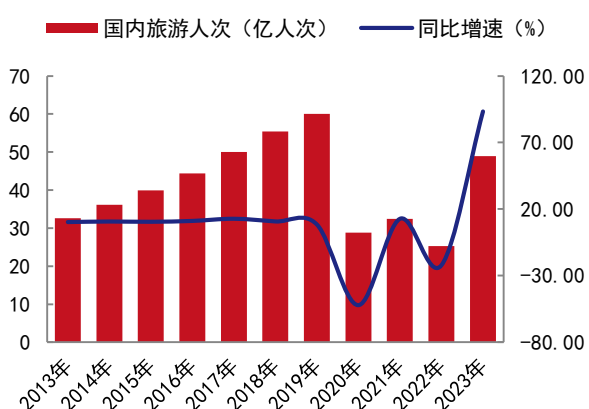
2. 旅游行业

2020-2022年旅游市场表现整体处于低谷，2023年居民回补性出游需求旺盛，旅游业呈现强劲复苏态势，旅游业步入常态化需求发展阶段，主要受宏观经济增长态势、居民消费能力、消费信心、各景区地方政府的运营管理能力、文旅企业的创新供给能力等影响

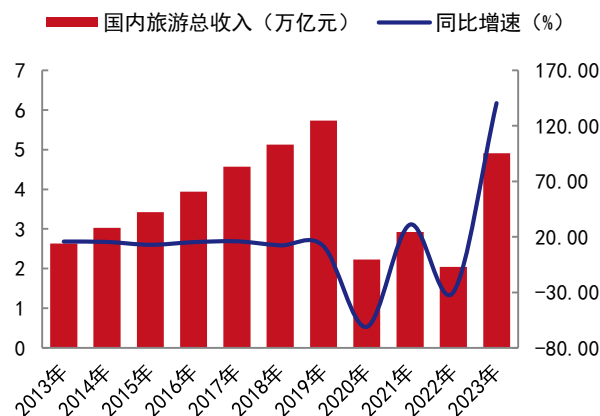
旅游行业是直接为游客提供出行、住宿、餐饮、游览、购物、娱乐等服务活动的集合，旅游景区、酒店、旅行社构成现代旅游业发展的三大支柱。从行业特点看，行业总收入随同国民经济增长、居民收入增长和消费结构升级以及旅游业政策支持、基础设施状况改善而呈现持续较快增长态势。从行业运营模式看，行业由旅游资源、旅游设施、旅游服务三大要素组成，主要包括旅游景区经营、酒店餐饮和旅行社等细分行业，每个细分行业特点不同，运营模式差异较大。

在宏观经济与居民可支配收入持续增长的背景下，人们消费水平不断提高，消费观念逐渐转变，旅游消费日趋大众化。2019年及以前，中国旅游行业呈现快速发展态势，旅游业总收入占GDP比重不断上升，2019年全年实现旅游业总收入6.63万亿元，同比增长11%，旅游经济持续保持高于GDP增速的较快增长，当期旅游业总收入占GDP比重达5.8%，旅游业对GDP的综合贡献为10.94万亿元，占GDP总量的11.05%。2020年旅游业遭受重创，当期旅游业总人次及总收入呈现断崖式下滑，分别同比下降52%、61%，当期旅游业总收入占GDP比重降至2.2%。2020-2022年，旅游业艰难前行，行业景气度很弱，旅游市场整体疲软，以承压复苏为主要基调。

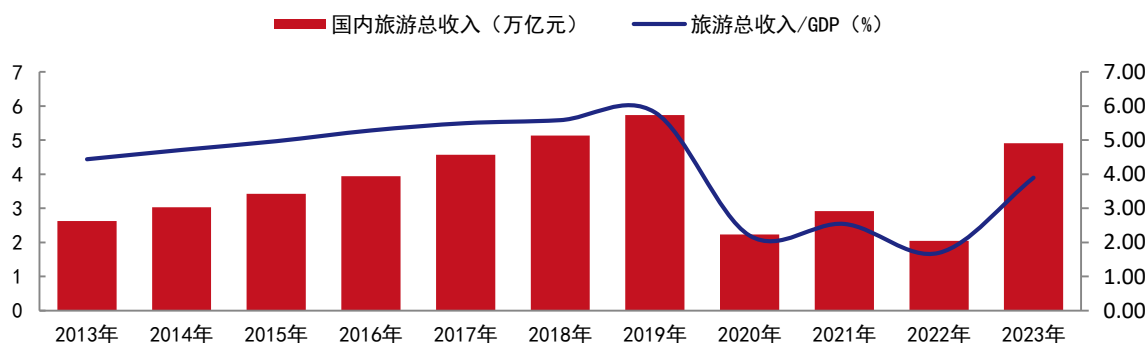
自2023年以来，伴随外部环境优化改善、各级政府政策扶持与消费促进等利好因素，国内文旅行业复苏势头显著，居民回补性出游需求旺盛。2023年国内出游48.9亿人次，同比增长93.3%，是2019年同期的81.4%，国内游客出游总花费4.91万亿元，同比增长140.3%，复苏势头强劲。未来随着回补性需求落幕，旅游行业将步入常态化需求发展阶段，彼时行业发展将依赖宏观经济增长态势，同时受居民消费能力、消费信心、各景区地方政府的管理能力、文旅企业的创新供给能力等影响。

图9 近年国内旅游人次及增长情况


资料来源：国家统计局、Wind，中证鹏元整理

图10 近年国内旅游总收入及增长情况


资料来源：国家统计局、Wind，中证鹏元整理

图11 近年国内旅游总收入及占 GDP 比重


资料来源：Wind、中华人民共和国文化和旅游部，中证鹏元整理

西安市作为十三朝古都，文化底蕴深厚，旅游资源丰富，市域内有91家A级景区，其中5A级景区有5家、4A级景区27家，5A景区包括秦始皇帝陵博物院、陕西华清宫文化旅游景区、西安大雁塔·大唐芙蓉园景区、西安城墙·碑林历史文化景区、大明宫国家遗址公园。西安市凭借其独特的文化韵味、壮观的历史遗迹持续吸引着来自国内外的游客，2023年西安市接待国内外旅游者2.78亿人次、增长33.1%，实现旅游总收入3,350.39亿元、增长65.0%。

五、经营与竞争

公司仍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；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，2023年上述业务板块收入均大幅下滑，当期营业收入下降超40%；房地产业务、零售超市业务面临较大经营风险

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共四大板块。

2023年公司营业收入下滑超40%，其中文化产业（工程）项目、景区基础设施建设和房地产开发三个板块收入下降幅度均超过50%，受零售超市和文化商业经营业务拖累，文化旅游商业经营收入亦有所下降。2023年销售毛利率较上年略有下降，其中房地产业务毛利率下滑约12个百分点至12.95%，低于行业平均水平（15.90%³），其他主营业务毛利率较上年变化不大。

表12 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 业务板块名称 | 2023年 | | | 2022年度 | | |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 主营业务收入 | 134.39 | 95.42% | 18.56% | 232.34 | 96.33% | 20.68% |
| 其中：文化旅游商业经营 | 76.33 | 54.19% | 21.79% | 85.73 | 35.55% | 22.67% |
| 景区基础设施建设 | 19.99 | 14.19% | 9.88% | 45.18 | 18.73% | 8.92% |
| 文化产业（工程）项目 | 14.76 | 10.48% | 22.49% | 32.77 | 13.59% | 22.66% |
| 房地产开发 | 23.31 | 16.55% | 12.95% | 68.66 | 28.47% | 24.98% |
| 其他业务小计 | 6.46 | 4.58% | 51.25% | 8.85 | 3.67% | 31.34% |
| 文化旅游其他 | 6.46 | 4.58% | 51.25% | 8.85 | 3.67% | 31.34% |
| 合计 | 140.85 | 100.00% | 20.06% | 241.19 | 100% | 21.07% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

³ Wind 显示 2023 年房地产（住宅地产）行业平均销售毛利率为 15.09%。

（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，负责经营的旅游景区资源较好，大多为西安市标志性旅游景点。2023年，受益于旅游业回暖，文化旅游经营业务收入有明显提升，但超市零售业务拖累，文化商业经营业务大幅缩水。此外，超市零售业务经营主体人人乐公司面临退市风险

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运营（即文化商业及超市零售）业务，2023年，受益于旅游行业回暖，文化旅游经营业务收入增长至37.06亿元、毛利率增长至25.08%；受超市零售业务拖累，文化商业经营业务收入大幅下滑至39.27亿元、毛利率下滑至18.69%，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。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，2022-2023年收入构成明细如下表所示，2023年除文化金融和出版传媒领域收入有所下滑，其余细分领域收入均有不同程度的上涨。

表13 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 | 2023年 | 2022年 |
|-------------------|-------|-------|
| 文化旅游经营 | 37.06 | 30.26 |
| 其中：旅游 | 13.82 | 9.98 |
| 出版传媒 | 4.66 | 6.03 |
| 文化金融 | 2.56 | 3.70 |
| 电视电影 | 3.74 | 2.83 |
| 会展 | 3.50 | 1.06 |
| 文化演出 | 2.23 | 1.14 |
| 其他 | 6.54 | 5.51 |
| 文化商业运营（文化商业及零售超市） | 39.27 | 55.48 |
| 合计 | 76.33 | 85.73 |

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（以下简称“曲江旅游集团”）和西安曲江文化旅游股份有限公司（股票代码：600706.SH，以下简称“曲江文旅”）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。2023年受益于旅游业回暖、大唐芙蓉园恢复收费等，公司旅游领域实现收入13.82亿元，较上年增长约38.57%，毛利率上升至18.57%。

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，由公司与曲江新区管委会签订代管协议，曲江新区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，2023年收费景点只有曲江海洋馆（全价180元/人次、半价90元/人次）和大唐芙蓉园（120元/人次），其中大唐芙蓉园（全价120元/人次）于2023年4月起重新恢复收费。

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。2023年公司实现出版传媒业务收入4.66亿元，较上年下降22.70%；当年毛利率为上升至10.84%。

（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2023年末，公司共参股公司40家，参股项目80个，资产规模94.76亿元，累计投资额达148亿元，扶持发展文化企业100家，实现文化产业增加值380亿元，投资各类基金28支，基金资产管理规模50亿元。2023年公司实现文化金融收入2.56亿元，较上年下降约30.67%，主要系曲江新欧鹏项目收益由2022年的3.17亿元减少至2023年的2.06亿元所致。公司文化金融业务毛利率为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。2023年公司实现会展收入3.50亿元，较上年增幅达230.24%，当期毛利率为26.00%。

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。2023年公司取得影视领域收入3.74亿元，较上年下降32.19%；当期毛利率为13.74%。

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。2023年实现文化演出领域收入2.23亿元，较上年增长95.06%，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-25.69%。

2、文化商业及零售超市

2023年公司实现文化商业运营收入39.27亿元，较上年下降29.22%，当期毛利率18.69%，收入来自文化商业运营（10.74亿元）和超市零售业务（28.53亿元），当期超市零售业务收入同比减少11.18亿元。

（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，2023年该模块实现收入10.74亿元，较上年下降约31.92%。

（2）零售超市业务

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、张政与曲江文投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%），2023年7月，上述股份完成过户登记，过户后永乐商管公司直接持有上市公司股份172,904,100股，占上市公司股份总数的39.2964%，成为人人乐公司第一大股东，曲江文投直接持有人人乐公司股份93,038,866股，通过永乐商管公司持有人人乐公司股份172,904,100股，合计持有人人乐公司265,942,966股股份，占人人乐公司股份总数的60.44%，人人乐公司实际控制人仍为曲江新区管委会。

人人乐公司主营业务为商品零售连锁经营，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2023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，2023年关闭门店22家、无新开业门店，截至2023年末人人乐公司实体门店91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。

近年人人乐公司扣除非经常性损益前后净利润均为负，资产规模逐步下降，2023年度人人乐公司归属于母公司所有者的净利润为-4.98亿元，截至2023年12月31日人人乐累计未分配利润-34.69亿元，归属于母公司股东权益-3.86亿元，资产负债率为109.90%。针对以上情况，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对人人乐公司出具了带有与持续性经营相关的重大不确定性段落的无保留意见审计报告，报告编号为：中审亚太审字（2024）001834号。

表14 人人乐公司主要营业指标（单位：亿元）

| 指标 | 2024年1-3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|------|-----------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5.83 | 28.53 | 39.71 | 50.96 |
| 营业利润 | -1.31 | -5.46 | -5.15 | -7.38 |

⁴ 永乐商管公司为公司子公司。

| | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 归属母公司股东的净利润 | -1.32 | -4.98 | -5.07 | -8.57 |
| 总资产 | 37.06 | 39.06 | 48.54 | 58.51 |
| 净资产 | -5.18 | -3.87 | 1.11 | 6.18 |
| 门店数量（家） | - | 91 | 113 | 117 |

资料来源：人人乐公司2021-2023年年度报告及2024年一季度报告，中证鹏元整理

人人乐公司股票已被深圳证券交易所实施退市风险警示（*ST），若2024年末净资产不能回正，人人乐公司股票将被实施强制退市。此外，我们关注到人人乐公司下属多家子公司存在被执行信息，详情见附录四。

（二）文化产业（工程）项目业务

受项目建设进度影响，2023年公司文化产业（工程）项目业务收入较上年大幅下滑；截至年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城墙集团下属的城墙文化公司、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2023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，客户主要为曲江新区管委会以及入区的文化类企业。

2023年公司确认文化产业（工程）项目板块收入14.76亿元，较上年减少18.01亿元、下降54.96%，主要系受项目建设进度影响，当期结算收入的项目主要包括曲江国际社区（9.82亿元）、金水湾项目（1.56亿元）等。

截至2023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15 截至2023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 | 19.53 | 12.45 | 8.29 | 3.02 |

资料来源：公司提供

截至2023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104.21亿元。公司主要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16 截至 2023 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 | 35.75 | 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 | 24.67 | 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 | 30.33 | 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 | 8.27 | 小雁塔历史文化片区综合改造 |
| 碑林历史文化街区项目 | 25.17 | 1.00 | 碑林历史文化街区改造 |
| 楚肆水街 | 9.27 | 4.13 | 电竞比赛，会议场地，时尚文化发布及配套区 |
| 合计 | 190.68 | 104.15 | - |

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。公司在建、拟建景区基础设施建设项目投资规模较大，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，2023年该业务收入较上年大幅下降

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（负责大明宫遗址区）、楼观文旅（负责楼观道文化展示区）、曲江城建（负责曲江新区核心区）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，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。公司景区基础设施建设业务涉及西安市多个区域，2023年公司景区基础设施建设实现收入19.99亿元，较上年减少25.19亿元、下降55.76%。

截至2023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17 截至 2023 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 | 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 | 140.96 | 68.84 |
| 东三爻北区 | 24.00 | 17.01 |
| 井上华府 | 19.00 | 18.04 |
| 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 | 2.27 |
| 大明宫遗址公园整体景观提升改造项目（EPC） | 2.96 | 2.05 |
| 合计 | 200.56 | 114.83 |

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，2023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

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重要来源；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，2023年公司房地产板块投资和销售均大幅萎缩，收入及毛利率水平大幅下降，房地产业务对公司利润支持力度减弱。公司下属多家从事房地产开发的子公司多次被纳入被执行人名单，需关注公司房地产业务经营风险

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。联合开发模式下，公司以土地作价或其他方式出资而持有项目公司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有凤凰城、久境府、久雍府等；合作开发模式的项目主要有东方传奇、曲江九里、曲江风华等。

截至2023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346.22亿元，累

计已投资306.10亿元，项目主要位于西安市、重庆市、杭州市等，跟踪期内，重庆·璧山·凤凰城的开发主体重庆璧锦地产发展有限公司和中央公园的开发主体重庆蕴鸥地产有限公司新增多条被执行信息，案由均为合同纠纷。此外，公司下属的多家其他房地产开发公司亦存在多条被执行信息，详情见附录五，公司房地产业务可能存在一定经营风险。

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，其中北海曲江新鸥鹏教育产业城项目账面价值19.09亿元，上述教育综合体项目总投资额较大，且位于三四线城市，未来需关注项目建设进度及去化情况。

表18 截至2023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 | 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 | 46.90 | 90.36% |
| 久雍府 | 杭州曲江新鸥鹏企业运营管理有限责任公司 | 杭州市余杭区 | 住宅商业配套 | 2010-2024 | 41.70 | 30.65 | 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 | 40.57 | 85.57% |
| 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 | 31.19 | 59.34% |
| 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 | 38.99 | 99.27% |
| 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 | 98.32% |
| 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 | 24.49 | 82.74% |
| 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 | 12.47 | 79.50% |
| 曲江城市树 | 西安曲江新宿置业有限公司 | 西安市曲江新区 | 住宅、商业 | 2019-2023 | 13.70 | 10.78 | 71.34% |
| 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 | 5.83 | 62.67% |
| 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 | 4.52 | 0.00% |
| 合计 | - | - | - | - | 346.22 | 306.10 | -- |

注：1) 截至2023年末曲江启夏里项目暂未完成价格备案，暂未启动预售。

资料来源：公司提供

2023年公司房地产板块开发和销售情况如下表所示，销售端和开发端均大幅萎缩，开发完成投资额、签约销售金额均较上年下降约50%。2023年公司结转销售收入23.31亿元，毛利率12.95%，收入及毛利率较上年均大幅下降，地产项目对公司利润支撑力减弱，且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，较大部分利润归属于少数股东权益。

表19 近年公司房地产项目开发及销售项目情况

| 项目 | 2023年 | 2022年 |
|-------------|-------|-------|
| 开发完成投资（亿元） | 42.72 | 89.18 |
| 新开工面积（万平方米） | 16.14 | 71.35 |

| | | |
|----------------|-------|-------|
| 竣工面积（万平方米） | 31.25 | 73.88 |
| 签约销售面积（万平方米） | 31.59 | 61.33 |
| 签约销售金额（亿元） | 37.36 | 75.18 |
| 签约销售均价（万元/平方米） | 1.18 | 1.23 |

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，继续获得较大力度外部支持

2023年公司取得政府补助资金 6.56 亿元，其中 2.28 亿元计入其他收益、4.28 亿元计入营业外收入，一定程度缩小了亏损规模；此外，曲江新区财政局给予公司 22.5 亿元的财政贴息支持，较大程度缓解了付息压力。2023 年公司收到无偿划入的兴庆宫公园停车场特许经营权，增加资本公积 0.20 亿元。

同时，中证鹏元关注到：2023 年公司购买人人乐公司少数股权的投资成本与相应股权比例对应的可辨认净资产价差为 8.95 亿元，故调减资本公积 8.95 亿元。

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 2022 年审计报告、带有强调事项段的无保留意见的 2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司 2023 年审计报告强调事项为：子公司人人乐公司 2023 年度归属于母公司所有者的净利润为 -4.98 亿元，截至 2023 年 12 月 31 日累计未分配利润 -34.69 亿元，归属于母公司的股东权益 -3.86 亿元，资产负债率为 109.90%。针对这些情况，人人乐公司已采取改善措施。这些情况表明存在可能导致对人人乐公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。2023 年末公司合并范围一级子公司无变化，仍为 12 家，详情见附录八。

资本实力与资产质量

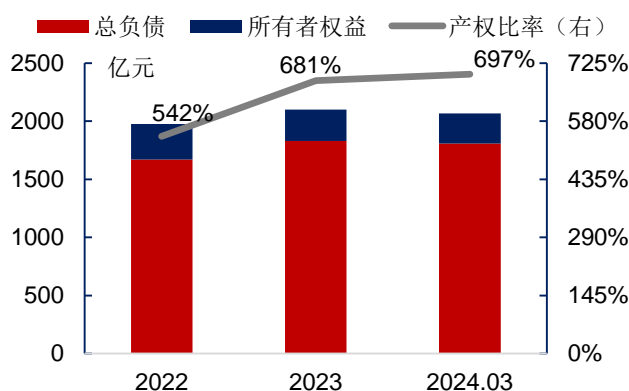
2023 年公司总资产在债务驱动下进一步增长，但净资产规模继续下降；增量资产主要为应收款项、存货等；期末公司资产中应收款项和存货合计占比 65.28%，资金回收和项目结算时间均存在不确定性，对公司资金形成较大占用，投资性房地产、固定资产等受限比率较高，部分子公司股权质押比率亦较高，资产流动性较弱。此外，中证鹏元关注到，2023 年公司计提了较大规模坏账减值准备，对利润形成较大侵蚀

2023 年及 2024 年一季度，公司净资产规模继续减少，其中 2023 年净资产减少 38.88 亿元，同比下降

12.64%，主要系5亿元永续债到期赎回、因收购人人乐少数股东权益及房地产项目竣工结算使得资本公积减少8.95亿元、经营亏损使得未分配利润减少9.58亿元、少数股东权益减少13.61亿元；2024年一季度减少9.37亿元，主要是经营亏损所致。跟踪期内，公司产权比率持续上升，截至2024年3月末，产权比率高达697%，净资产对负债的保障程度很弱。

截至2024年3月末，公司净资产259.34亿元，仍主要由实收资本（100.00亿元）、资本公积（100.73亿元）、少数股东权益（68.30亿元）构成，少数股东权益主要系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。同期末，公司未分配利润为-10.33亿元。

图12 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

在债务驱动下，2023年公司资产规模小幅增长，增量资产主要为应收款项和在建项目成本。2024年1-3月，资产规模有所下降，主要系往来款减少所致。公司作为西安市旅游资源综合开发运营平台，承担了西安曲江新区范围内的景区开发及配套基础设施建设、景点运营等职能，故公司资产主要由应收曲江新区管委会及其下属派出机构款项（应收账款和其他应收款）、在建项目成本（存货、在建工程）、已完工并对外出租或自用的物业资产（投资性房地产和固定资产）、长期股权投资构成，截至2024年3月末，上述资产合计占比约85%，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%。

2023年末公司货币资金略有增长，占总资产比重维持在3.81%，但使用受限的货币资金大幅增加至30.71亿元，主要为用于担保的定期存款或通知存款；期末公司非受限货币资金对短期债务覆盖比率为0.10。

2023年公司应收款项进一步增长，期末占总资产比重为39.39%，与上年基本持平。公司应收账款主要为应收政府部门的代建费、回购款以及相关工程款，2023年末公司应收账款较上年末增长21.34亿元，主要系当期代建业务回款情况不佳所致，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80.25亿元（当期新增6.84亿元）、西安曲江新区土地储备中心49.57亿元（当期新增7.34亿元）、

西安曲江大明宫遗址区保护改造办公室45.49亿元（当期新增8.21亿元），前五大应收账款占应收账款总额的比重为87.83%，当期公司应收账款计提坏账准备3.69亿元，较上年有所增加。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，2023年末其他应收款较上年增长31.42亿元，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212.57亿元（当期新增14.99亿元）、西安曲江新区土地储备中心72.84亿元（较上年末减少5.15亿元）、西安城墙景区管理委员会60.14亿元（较上年末新增7.06亿元）、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”）46.35亿元（较上年末新增12.40亿元），前五大应收对象应收款项合计占比为68.12%，当期其他应收款计提坏账准备0.91亿元。综上，公司应收款项规模较大、应收对象集中，且规模持续增长，对公司资金形成较大占用，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，此外，临潼旅游集团多次出现非标债务兑付逾期的情况，公司对临潼旅游集团的应收款项存在一定回收风险。

2022年3月，公司将重庆创盈锦玺置业有限公司（以下简称“创盈置业”）49.49%股权出让给陕西省国际信托股份有限公司，公司因此将创盈置业剔除2022年的合并范围，2023年公司重新将创盈置业纳入合并范围，公司通过西安曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司间接持有创盈置业50.51%股权，创盈置业主要负责鸥鹏·央著天域项目的开发及管理，截至2023年末，该项目账面价值35.54亿元，因重新将鸥鹏·央著天域项目纳入合并范围，当期年公司存货规模较上年大幅上涨。2023年末公司存货占总资产比重约25.89%，主要由在建房产项目为主的开发成本431.47亿元（较上年末增加59.44亿元）以及已竣工的各类项目为主的开发产品91.31亿元等构成，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。此外，中证鹏元关注到2023年公司对存货计提跌价准备6.58亿元，对利润形成较大侵蚀，主要系受房地产行业景气度下降影响所致。公司在建工程主要系电竞产业园配套区、小雁塔历史文化片区综合改造项目等在建自营项目，2023年在电竞产业园配套区项目等项目继续新增投资、巴川中学随创盈置业纳入合并范围、曲江新区言又几商业项目逐步转入固定资产等综合作用下，期末公司在建工程规模较上年略有减少，此外，中证鹏元关注到，公司当期对巴川中学计提了1.15亿元的减值准备。

公司固定资产主要为房屋及建筑物，2023年公司固定资产减少27.67亿元的同时新增13.81亿元，增加的固定资产主要系曲江新区言又几商业项目逐步由在建工程转入所致，减少的固定资产主要系希尔顿酒店项目、潮空间项目、锦圣邸项目等大唐不夜城步行街资产转入投资性房地产，以及曲江宾馆随西安鑫正实业有限公司股权一起转入其他非流动资产所致。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，2023年公司投资性房地产规模较上年大幅增长，当期增加31.15亿元、减少7.95亿元，增加部分主要系公司自用房产或在建项目转入、购置人人乐广州配销仓库及办公楼等所致，减少部分主要系T38曲江文化大厦等转入存货所致，公司大额投资性房地产项目主要包括大雁塔南北广场、希尔顿酒店项目、白鹿仓、芙蓉新天地等。截至期末投资性房地产的成本合计95.54亿元，公允价值变动合计27.68亿元，当期公允价值变动损益0.89亿元。

2023年末公司长期股权投资有所减少，包括对西安明澜丰邑商业运营管理合伙企业（有限合伙）投资净减少11.30亿元、对创盈置业投资减少7.31亿元、对西安曲江创意谷文化产业园区开发有限公司（以下简称“创意谷公司”）投资减少3.21亿元（转入其他非流动资产核算），其中对创盈置业的长期股权投资减少主要系将其纳入合并范围核算所致。2023年公司权益法下确认的投资损益1.13亿元、取得现金股利或利润0.05亿元。

表20 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 65.06 | 3.15% | 80.06 | 3.81% | 75.29 | 3.81% |
| 应收账款 | 217.42 | 10.52% | 215.95 | 10.29% | 194.61 | 9.85% |
| 其他应收款 | 580.33 | 28.07% | 610.88 | 29.10% | 579.46 | 29.32% |
| 存货 | 551.72 | 26.69% | 543.51 | 25.89% | 480.37 | 24.31% |
| 流动资产合计 | 1,513.44 | 73.21% | 1,548.28 | 73.74% | 1,426.55 | 72.19% |
| 固定资产 | 144.28 | 6.98% | 145.79 | 6.94% | 161.33 | 8.16% |
| 在建工程 | 44.14 | 2.14% | 43.89 | 2.09% | 46.78 | 2.37% |
| 长期股权投资 | 101.14 | 4.89% | 101.38 | 4.83% | 119.89 | 6.07% |
| 投资性房地产 | 123.11 | 5.95% | 123.21 | 5.87% | 99.56 | 5.04% |
| 非流动资产合计 | 553.89 | 26.79% | 551.26 | 26.26% | 549.54 | 27.81% |
| 资产总计 | 2,067.32 | 100.00% | 2,099.54 | 100.00% | 1,976.09 | 100.00% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2023 年末公司所有权受到限制的资产账面价值合计 424.10 亿元，占期末总资产的比例 20.20%，是期末所有者权益的 1.58 倍，资产受限规模较大。

表21 截至 2023 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 | 占各类资产账面价值的比重 | 受限原因 |
|-----------|---------------|--------------|--------------------------|
| 货币资金 | 30.71 | 38.36% | 质押借款、诉讼冻结、按揭贷款保证金、其他原因受限 |
| 应收账款 | 4.86 | 2.25% | 质押借款 |
| 存货 | 155.16 | 28.55% | 抵押借款、工程款抵押 |
| 固定资产 | 78.52 | 53.86% | 抵押借款 |
| 无形资产 | 1.72 | 16.27% | 抵押借款 |
| 在建工程 | 19.97 | 45.50% | 抵押借款 |
| 投资性房地产 | 103.83 | 84.27% | 抵押借款 |
| 长期股权投资 | 24.12 | 23.80% | 质押借款、诉讼冻结 |
| 其他权益工具投资 | 2.24 | 23.34% | 质押借款 |
| 其他非流动金融资产 | 2.98 | 16.93% | 质押借款 |
| 合计 | 424.10 | - | |

资料来源：公司 2023 年审计报告

此外，公司还存在子公司股权因融资而质押受限的情形，截至2023年末子公司股权出质数量合计

196.58亿股，详情如下表所示。

表22 截至 2023 年末公司以其持有的子公司股权质押借款情况（单位：亿股/亿元）

| 股权质押标的企业 | 出质股权数额 | 股权质押比率 |
|-----------------------|---------------|-----------|
| 西安曲江文化产业资本运营管理有限公司 | 42.50 | 85.00% |
| 西安曲江新鸥鹏文化教育控股集团有限公司 | 25.00 | 49.02% |
| 西安曲江文化产业投资（集团）有限公司 | 18.00 | 21.69% |
| 西安城桓文化投资发展有限公司 | 12.37 | 100.00% |
| 西安开元中央文化区投资发展有限公司 | 10.50 | 35.00% |
| 西安曲江建设集团有限公司 | 9.49 | 76.53% |
| 西安曲江大唐不夜城文化商业（集团）有限公司 | 8.80 | 100.00% |
| 西安曲江城市建设发展有限公司 | 8.00 | 38.50% |
| 其他 | 57.99 | -- |
| 合计 | 196.58 | -- |

注：股权质押比率=出质股权数额/认缴出资额

资料来源：公司 2023 年审计报告

跟踪期内，公司资产规模进一步增长、资产结构总体稳定，截至2023年末，资产主要由应收款项、存货、投资性房地产、固定资产、长期股权投资等构成，应收款项回收和存货结转时间均不确定，对公司造成较大的资金占用，应收款项计提坏账准备、存货计提减值损失均对当期利润形成侵蚀。此外，公司主要资产受限比较高，部分子公司股权质押比率较高。整体而言，公司资产流动性偏弱。

盈利能力

在营收大幅下滑、非经常性收益减少、信用减值损失和资产减值大幅增加等综合因素作用下，公司出现了自成立以来的首次亏损，当期利润总额-15.00亿元；当期公司仍取得较大规模财政补贴资金，一定程度缩小了亏损幅度

2023年公司各板块收入均出现了不同幅度的下滑，当期营业收入下滑超40%，销售毛利率较上年略有下降。当期收入仍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，其中房地产业务毛利率下降明显，其余业务毛利率较上年变动不大。

2023年公司期间费用大幅减少，主要系当期公司收到22.5亿元的财政贴息冲减了财务费用，此外，当期公司缩减开支，销售费用和管理费用亦有一定减少，期间费用大幅下降，但因公司当期营业收入大幅下降，期间费用率进一步上升至29.16%，明显高于当期销售毛利率。

2023年公司取得财政补贴（计入其他收益或营业外收入）6.56亿元，较上年大幅增长；当期取得投资收益3.52亿元、公允价值变动净收益2.20亿元，较上年均有所下降；2023公司对应收款项计提坏账损失4.69亿元、对债权投资计提信用减值损失1.17亿元、对存货计提跌价损失6.94亿元、对在建工程计提减值损失1.15亿元，当期公司信用减值损失和资产减值损失合计14.02亿元，对利润形成较大侵蚀。

综上，在营收大幅下滑、非经常性收益减少、信用减值损失和资产减值大幅增加等综合因素作用下，公司出现了自成立以来的首次亏损，当期利润总额-15.00亿元。

表23 公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2024年 1-3月 | 2023年 | 2022年 |
|----------|------------|--------|--------|
| 营业收入 | 20.83 | 140.85 | 241.19 |
| 期间费用 | 13.33 | 41.06 | 54.23 |
| 营业利润 | -9.30 | -19.17 | 1.10 |
| 其他收益 | 0.37 | 2.28 | 2.74 |
| 投资收益 | 0.29 | 3.52 | 4.60 |
| 公允减值变动收益 | 0.00 | 2.20 | 7.27 |
| 信用减值损失 | -0.01 | -5.86 | -4.34 |
| 资产减值损失 | -0.04 | -8.16 | -0.05 |
| 营业外收入 | 0.06 | 5.11 | 6.94 |
| 利润总额 | -9.29 | -15.00 | 7.57 |
| 销售毛利率 | 18.04% | 20.06% | 21.07% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计财务报表

偿债能力

公司总债务规模较大，2023年总债务规模进一步增长，2023年的百亿保债资金一定程度缓解了公司短期压力；公司债务结构较差，2023年以来公司及子公司存在多起非标债务兑付逾期，截至2023年末短期债务占比和非标借款占比分别为50.50%、33.81%，现金短期债务比仅0.10，债务兑付压力大

截至2023年末，公司负债合计1,830.83亿元，较上年增长162.33亿元，其中总债务增长约80亿元；公司负债中总债务和应付款项（应付账款和其他应付款之和）分别占比51.42%、35.53%，此外，还有少量因预售房产形成的合同负债，规模与上年末基本持平。

截至2024年4月末，公司总债务904.29亿元，其中银行借款、债券融资、其他融资占比分别约为43%、23%、34%，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，2023年以来，公司及子公司存在多起非标债务兑付逾期。债务结构方面，公司短期债务456.70亿元，占总债务比重约50.50%。整体而言，公司债务规模大，且结构较差，非标借款和短期债务占比均偏高。

2023年西安曲江新区携手中国人寿的百亿保债投资计划全面落地，此次“中国人寿-曲江文控基础设施债权投资计划”的融资主体为公司，由西安城建提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，募集资金金额共计100亿元，期限为10（3+4+3）年，募集资金的60%用于项目建设、40%用于补充公司的营运资金，上述百亿保债资金的落地一定程度缓解了公司短期债务压力。

表24 截至 2024 年 4 月 30 日公司总债务情况（单位：亿元）

| 债务类型 | 1年以内 | 1-2年 | 2-3年 | 3年以上 | 合计 |
|------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 银行借款 | 199.23 | 95.25 | 42.08 | 50.35 | 386.91 |

| | | | | | |
|-----------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 债券融资 | 120.89 | 71.49 | 13.25 | 6.00 | 211.62 |
| 其他融资 | 136.58 | 49.70 | 5.15 | 114.34 | 305.77 |
| 合计 | 456.70 | 216.43 | 60.48 | 170.68 | 904.29 |

注：以上债务情况为公司按照自身的口径统计而得，与中证鹏元对于总债务的认定口径存在一定差异。

资料来源：公司提供

表25 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 156.66 | 8.66% | 149.06 | 8.14% | 84.63 | 5.07% |
| 应付账款 | 163.87 | 9.06% | 166.46 | 9.09% | 162.94 | 9.77% |
| 合同负债 | 132.17 | 7.31% | 132.03 | 7.21% | 131.77 | 7.90% |
| 其他应付款 | 466.15 | 25.78% | 484.08 | 26.44% | 399.91 | 23.97% |
| 一年内到期的非流动负债 | 254.91 | 14.10% | 264.52 | 14.45% | 352.89 | 21.15% |
| 其他流动负债 | 70.01 | 3.87% | 72.10 | 3.94% | 39.24 | 2.35% |
| 流动负债合计 | 1,280.41 | 70.82% | 1,305.48 | 71.31% | 1,202.49 | 72.07% |
| 长期借款 | 341.29 | 18.88% | 322.65 | 17.62% | 270.19 | 16.19% |
| 应付债券 | 83.75 | 4.63% | 98.58 | 5.38% | 85.98 | 5.15% |
| 长期应付款 | 27.84 | 1.54% | 31.18 | 1.70% | 32.32 | 1.94% |
| 非流动负债合计 | 527.57 | 29.18% | 525.35 | 28.69% | 466.01 | 27.93% |
| 负债合计 | 1,807.98 | 100.00% | 1,830.83 | 100.00% | 1,668.50 | 100.00% |
| 总债务 | -- | -- | 929.74 | 51.42% | 850.22 | 46.44% |
| 其中：短期债务 | -- | -- | 474.09 | 26.22% | 461.98 | 25.23% |
| 长期债务 | -- | -- | 455.65 | 25.20% | 388.24 | 21.21% |

注：2022-2023年公司租赁负债（含一年内到期的租赁负债）分别为22.96亿元、21.15亿元，上表总债务不包含租赁负债。

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

应付款项方面，公司应付账款主要为应付工程款，规模与上年基本持平；其他应付款较上年大幅增长，截至2023年末，公司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、曲江新区财政局的政府专项债及其他单位的往来款。

跟踪期内，公司资产负债率很高且进一步上升。从短期偿债指标来看，2023年末公司账面货币资金受限规模较大，扣除受限后，对短期债务覆盖比率仅0.10；2023年公司在收入大幅下滑、资产减值损失和信用减值损失对利润形成进一步侵蚀、非经常性项目收入下降等多重因素影响下，EBITDA大幅下滑至7.14亿元，是当期利息支出的0.14倍。整体而言，公司债务负债不断加重，还本付息压力大。

表26 公司偿债能力指标

| 项目 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 |
|---------------|---------|--------|--------|
| 资产负债率 | 87.46% | 87.20% | 84.43% |
| 现金短期债务比 | -- | 0.10 | 0.16 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.14 | 1.05 |

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。

治理方面，2024年1月，公司总经理由黄顺绪变更为柳三洋，黄顺绪仍任公司董事长。近1年公司本部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；2024年4月26日，商洛市商州区监察委员会对公司重要子公司曲江文投副总经理耿琳签发《立案通知书》，耿琳同时曲江文旅董事长。公司下属子公司较多，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2021年1月1日至报告查询日(2024年6月5日)，公司本部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，相关还款责任信息显示公司本部“保证人/反担保人”责任类型中，被追偿业务还款责任余额5.44亿元，目前公司正在沟通展期以及和解中；其他借贷交易还款责任关注类余额53.19亿元，主要为被担保债务展期、借新还旧、或预警系统关联等所致。

从2021年1月1日至报告查询日(2024年4月28日)，重要子公司曲江文投未结清信贷中存在7个关注类账户，关注类余额6.84亿元，主要系到期借款展期或因展期等原因导致部分未到期借款出现预警而自动关联至关注类账户所致；已结清信贷中存在2个关注类账户，主要系委托贷款展期以及银行扣款迟滞所致；相关还款责任信息显示曲江文投“保证人/反担保人”责任类型中，其他借贷交易关注类余额22.73亿元，主要为被担保债务展期、借新还旧、或预警系统关联等所致；不良类余额2.68亿元，目前正在沟通展期以及和解。截至本次评级报告出具日，公司暂未提供部分子公司的征信报告，无法获取相关征信情况。

2024年5月31日，公司发布了《西安曲江文化控股有限公司关于公司及子公司西安曲江文化产业投资（集团）有限公司相关债务进展情况的公告》（以下简称“公告”），公告显示：截至目前，曲江文控及子公司曲江文投债务逾期金额合计2.53亿元，其中单次逾期金额超过1,000万元的债务具体情况以及处置方案见附录六。

或有事项分析

1、对外担保

截至2023年末，公司对外担保余额为110.05亿元，占同期末净资产的比例为40.96%，被担保企业均为公司关联方。

被担保企业中存在3家民营企业，即重庆北鹏教育科技有限公司、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7.65亿元，上述三家民营企业均属房地产类企业的子公司，其中曲江复地文化存在被执行信息和法定代表人为限制消费令对象，截至2024年6月18日，曲江复地文化被执行总金额155.11万元。

其余被担保其余虽为国企，但部分企业存在信用瑕疵，截至2024年6月18日，临潼旅游集团尚存6条被执行信息，被执行总金额24,754.26万元；西安开元临潼投资发展有限公司尚存9条被执行信息，被执行总金额938.44万元，该企业还因其他有履行能力而拒不履行生效法律文书确定义务而被列入了严重违法失信企业名单；西安曲江临潼文化旅游发展有限公司尚存5条被执行信息，被执行总金额17,866.83万元；西安曲江文化园区建设开发有限公司尚存2条被执行信息，被执行总金额3,454.19万元；西安曲江恒创文化产业发展有限公司尚存7条被执行信息，被执行总金额18.94万元。

整体而言，公司对外担保规模较大，且被担保的部分企业为民营企业或存在信用瑕疵的国有企业，公司面临较大或有负债风险。

表27 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

| 被担保方 | 担保余额 |
|----------------------|-------|
| 西安曲江杜邑文旅科技投资（集团）有限公司 | 28.00 |
| 西安曲江文化金融控股（集团）有限公司 | 21.68 |
| 西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司 | 21.65 |
| 西安开元临潼投资发展有限公司 | 18.24 |
| 重庆北鹏教育科技有限公司 | 5.14 |
| 西安城墙开发管理有限公司 | 4.07 |
| 西安曲江延和文化传媒有限公司 | 3.72 |
| 西安曲江临潼文化旅游发展有限公司 | 1.68 |
| 西安曲江复地文化商业管理有限公司 | 1.36 |
| 西安曲江文化园区建设开发有限公司 | 1.17 |
| 深圳市中集产城发展集团有限公司 | 1.15 |
| 西安曲江华清文教有限公司 | 0.85 |
| 西安曲江斯迈特农业博览园有限公司 | 0.58 |
| 重庆建筑工程职业学院 | 0.41 |
| 西安曲江恒创文化产业发展有限公司 | 0.28 |
| 西安曲江楼观旅游农业开发有限公司 | 0.08 |

| | |
|-----------|---------------|
| 合计 | 110.05 |
|-----------|---------------|

资料来源：公司提供

2、诉讼情况

2023年4月以来，公司本部及曲江文投、大明宫集团、曲江旅游集团等子公司持续出现多起债务兑付舆情、诉讼事项及票据逾期事项，公司及子公司多次被纳入被执行人名单，相关案件详情见附录七。截至2024年6月19日，公司及主要子公司尚存的被执行信息如下表所示。

表28 公司本部及主要子公司尚存的被执行案件

| 被执行人 | 案号 | 执行标的（亿元） | 立案时间 |
|-------------------|-------------------|-------------|------------|
| 曲江文控，西安曲江绿恒置业有限公司 | (2024)陕0113执5958号 | 0.80 | 2024-4-10 |
| 曲江文投，曲江旅游集团 | (2024)沪0104执3919号 | 0.40 | 2024-6-18 |
| 大明宫集团 | (2024)陕01执1487号 | 0.58 | 2024-06-05 |
| 大明宫集团 | (2024)陕01执恢110号 | 3.56 | 2024-04-17 |
| 大明宫集团 | (2024)陕0112执1415号 | 0.58 | 2024-01-11 |
| 曲江旅游集团 | (2024)沪74执800号 | 2.19 | 2024-5-24 |
| 合计 | - | 8.11 | - |

资料来源：企查查，中证鹏元整理

其他

根据公开信息查询，2023年以来公司本部及多家子公司出现债务兑付逾期，公司本部及主要子公司多次因债务逾期被纳入被执行人名单；重要子公司曲江文投征信报告（报告查询日为2024年4月28日）中未结清信贷中存在7个关注类账户，关注类余额6.84亿元，已结清信贷中存在2个关注类账户，相关还款责任信息显示曲江文投“保证人/反担保人”责任类型中，其他借贷交易关注类余额22.73亿元、不良类余额2.68亿元；此外，公司对外担保规模较大，部分被担保企业存在信用瑕疵，公司本部的征信报告（查询日为2024年6月5日）显示相关还款责任信息显示公司本部“保证人/反担保人”责任类型中，被追偿业务还款责任余额5.44亿元，其他借贷交易还款责任关注类余额53.19亿元。即公司本部及多家子公司存在债务违约或欠息等不良记录、公司本部存在担保违约记录，基于此，在公司指示信信用评分的基础上，下调一个级别。

公司是西安市重要文旅平台，西安市核心旅游景点由公司打造，但是公司不由西安市政府直接持股，公司控股股东为曲江新区管委会，据曲江新区预测数据测试打分，公司个体信用状况为a，故补充下调2个小级别使得公司的个体信用状况为a。

本次评级公司个体信用状况为a，较上次评级下调3个级别，主要基于以下3个方面：1）评级方法模型变更所，上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》(版本号:cspy_ffmx_2022V1.0)、《外部特殊支持评价方法和模型》(版本号:cspy_ffmx_2022V1.0)；2）公司净资产规模下降、偿债指标弱化等因素引起公司财务状况评分下降；3）公司及子公司存在信贷违约或欠息等不良信用记录。

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。公司实际控制人曲江新区管委会系西安市政府的派出机构，近年曲江新区管委会在财政补贴等方面对公司支持力度较大；旅游产业是西安市重要产业之一，公司是西安市政府发展旅游产业的重要抓手，公司受政府及相关单位委托打造并运营管理西安市多处标志性旅游景点，并承担了景区配套基础设施建设，西安市政府对公司经营战略及业务管理具有绝对控制权；预计未来公司与西安市政府的关系仍然很紧密。

(2) 公司对西安市政府非常重要。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，公司在西安市旅游产业发展及城市品牌树立等方面发挥着重要作用，且公司及主要子公司已在公开市场发债，若公司违约或将会对西安市金融生态环境和融资成本产生实质影响。

经评估，西安市人民政府对公司提供支持的意愿较上次评级未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调3个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加3个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），外部特殊支持由上次评级的“+2”调整为“+5”。

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。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；且公司在财政补贴等方面取得外部支持力度仍较大。但2023年公司各主要板块经营状况明显下滑，出现了自成立以来的首次亏损，零售超市业务和房地产业务面临较大经营风险。受累于经营亏损等影响，2023年公司资本实力进一步削弱，当期负责规模却仍保持增长，财务杠杆高企，公司总债务规模大、结构较差，还本付息对外部融资依赖较大；2023年以来，公司及子公司涉及多起债务兑付舆情，公司本部及主要子公司多次被纳入被执行人名单，给公司再融资能力造成一定负面影响；公司较多子公司股权因融资而质押受限、主要资产抵质押资产比率较高，可为债务偿付腾挪的空间有限；此外，公司对外担保存在较大的或有负债风险。我们预计2024年公司零售超市和房地产业务仍面临较大经营风险，扭亏压力较大，公司再融资面临一定挑战，还本付息压力大。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持“20曲控一/20曲文控债01”、“21曲文控债

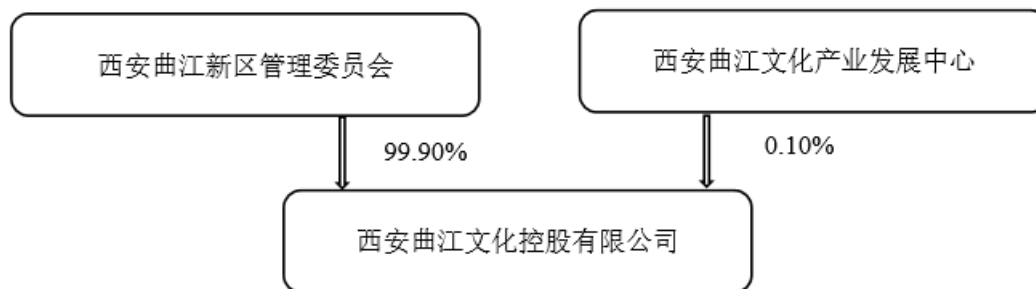
“01/21曲控一”的信用等级为AAA，并将公司主体信用等级和“20曲控一/20曲文控债01”、“21曲文控债01/21曲控一”信用等级列入信用评级观察名单。

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） | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金 | 65.06 | 80.06 | 75.29 | 163.46 |
| 应收账款 | 217.42 | 215.95 | 194.61 | 144.58 |
| 其他应收款 | 580.33 | 610.88 | 579.46 | 504.41 |
| 存货 | 551.72 | 543.51 | 480.37 | 473.99 |
| 流动资产合计 | 1,513.44 | 1,548.28 | 1,426.55 | 1,365.30 |
| 固定资产 | 144.28 | 145.79 | 161.33 | 101.97 |
| 投资性房地产 | 123.11 | 123.21 | 99.56 | 89.16 |
| 非流动资产合计 | 553.89 | 551.26 | 549.54 | 485.31 |
| 资产总计 | 2,067.32 | 2,099.54 | 1,976.09 | 1,850.61 |
| 短期借款 | 156.66 | 149.06 | 84.63 | 62.17 |
| 应付账款 | 163.87 | 166.46 | 162.94 | 120.38 |
| 合同负债 | 132.17 | 132.03 | 131.77 | 177.20 |
| 其他应付款 | 466.15 | 484.08 | 399.91 | 249.30 |
| 一年内到期的非流动负债 | 254.91 | 264.52 | 352.89 | 257.06 |
| 流动负债合计 | 1,280.41 | 1,305.48 | 1,202.49 | 923.62 |
| 长期借款 | 341.29 | 322.65 | 270.19 | 341.81 |
| 应付债券 | 83.75 | 98.58 | 85.98 | 164.66 |
| 长期应付款 | 27.84 | 31.18 | 32.32 | 39.37 |
| 非流动负债合计 | 527.57 | 525.35 | 466.01 | 604.04 |
| 负债合计 | 1,807.98 | 1,830.83 | 1,668.50 | 1,527.66 |
| 总债务 | -- | 929.74 | 850.22 | 874.39 |
| 其中：短期债务 | -- | 474.09 | 461.97 | 331.59 |
| 所有者权益 | 259.34 | 268.71 | 307.59 | 322.96 |
| 营业收入 | 20.83 | 140.85 | 241.19 | 241.29 |
| 营业利润 | -9.30 | -19.17 | 1.10 | 13.40 |
| 其他收益 | 0.37 | 2.28 | 2.74 | 3.39 |
| 利润总额 | -9.29 | -15.00 | 7.57 | 12.54 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -6.76 | -38.60 | -5.76 | -19.79 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -6.07 | -12.04 | -40.61 | -40.63 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -2.99 | 26.70 | -36.22 | 47.84 |
| 财务指标 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
| 销售毛利率 | 18.04% | 20.06% | 21.07% | 19.98% |
| 资产负债率 | 87.46% | 87.20% | 84.43% | 82.55% |
| 短期债务/总债务 | -- | 50.22% | 53.24% | 37.12% |
| 现金短期债务比 | -- | 0.10 | 0.16 | 0.50 |
| EBITDA（亿元） | -- | 7.14 | 44.03 | 43.16 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.14 | 1.05 | 1.09 |

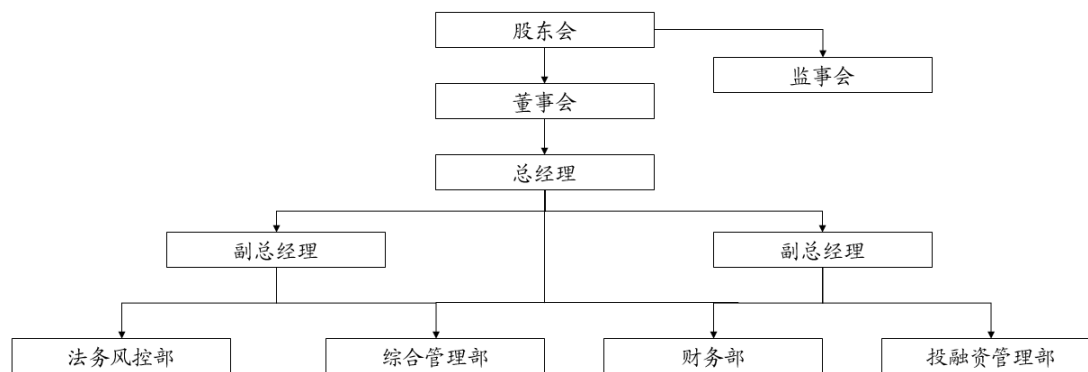
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 人人乐公司及下属子公司被执行情况

| 序号 | 案号 | 被执行人 | 执行标的（万元） | 立案日期 |
|-----------|--------------------|-----------------|---------------|------------|
| 1 | (2024)粤0306执11852号 | 人人乐连锁商业集团股份有限公司 | 139.22 | 2024-05-29 |
| 2 | (2024)津0102执3240号 | 人人乐连锁商业集团股份有限公司 | 189.73 | 2024-05-24 |
| 3 | (2024)粤0305执5310号 | 人人乐连锁商业集团股份有限公司 | 5.06 | 2024-04-03 |
| 4 | (2024)川0116执4236号 | 成都市人人乐商业有限公司 | 1.22 | 2024-06-11 |
| 5 | (2024)渝01执1211号 | 重庆市人人乐商业有限公司 | 0.18 | 2024-04-19 |
| 6 | (2024)津0102执3612号 | 天津市人人乐商业有限公司 | 63.44 | 2024-06-18 |
| 7 | (2024)津0102执3593号 | 天津市人人乐商业有限公司 | 7.81 | 2024-06-18 |
| 8 | (2024)津0106执2593号 | 天津市人人乐商业有限公司 | 54.27 | 2024-06-11 |
| 9 | (2024)津0102执3498号 | 天津市人人乐商业有限公司 | 9.79 | 2024-06-11 |
| 10 | (2024)津0102执3431号 | 天津市人人乐商业有限公司 | 0.50 | 2024-06-06 |
| 11 | (2024)津0102执3364号 | 天津市人人乐商业有限公司 | 118.26 | 2024-06-03 |
| 12 | (2024)津0102执3240号 | 天津市人人乐商业有限公司 | 189.73 | 2024-05-24 |
| 13 | (2024)津0102执3181号 | 天津市人人乐商业有限公司 | 28.01 | 2024-05-21 |
| 14 | (2024)陕0117执1426号 | 西安市人人乐超市有限公司 | 22.56 | 2024-05-17 |
| 15 | (2024)粤0305执5310号 | 深圳市人人乐商业有限公司 | 5.06 | 2024-4-3 |
| 16 | (2024)桂0305执2693号 | 南宁市人人乐商业有限公司 | 3.78 | 2024-06-03 |
| 17 | (2024)桂0103执2746号 | 南宁市人人乐商业有限公司 | 0.10 | 2024-01-26 |
| 合计 | - | - | 838.73 | - |

注：上表被执行信息查询时间为2024年6月19日；数据四舍五入时存在尾差情况。

资料来源：企查查，中证鹏元整理

附录五 公司下属从事房地产开发的子公司被执行情况

| 序号 | 案号 | 被执行人 | 执行标的（万元） | 立案日期 |
|----|-------------------------|-----------------|----------|------------|
| 1 | (2024) 陕 0112 执 2449 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 0.98 | 2024-01-26 |
| 2 | (2024) 陕 0112 执 2445 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 1.04 | 2024-01-26 |
| 3 | (2024) 陕 0112 执 2454 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 1.15 | 2024-01-26 |
| 4 | (2024) 陕 0112 执 2451 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 0.79 | 2024-01-26 |
| 5 | (2024) 陕 0112 执 2452 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 1.09 | 2024-01-26 |
| 6 | (2024) 陕 0112 执 2444 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 1.25 | 2024-01-26 |
| 7 | (2024) 陕 0112 执 2450 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 1.15 | 2024-01-26 |
| 8 | (2024) 陕 0112 执 2446 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 1.06 | 2024-01-26 |
| 9 | (2024) 陕 0112 执 2447 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 1.01 | 2024-01-26 |
| 10 | (2024) 陕 0112 执 2453 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 1.02 | 2024-01-26 |
| 11 | (2024) 陕 0112 执 2448 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 1.07 | 2024-01-26 |
| 12 | (2024) 陕 0112 执 1415 号 | 西安曲江瑞和房地产开发有限公司 | 5,835.99 | 2024-01-11 |
| 13 | (2023) 陕 0102 执 11417 号 | 西安曲江明安雅居置业有限公司 | 1.11 | 2023/12/11 |
| 14 | (2024) 陕 0112 执恢 3188 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 760.51 | 2024-05-29 |
| 15 | (2024) 陕 0112 执 8519 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.39 | 2024-05-14 |
| 16 | (2024) 陕 0112 执 5310 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.42 | 2024-03-21 |
| 17 | (2024) 陕 0112 执恢 1942 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 5,689.51 | 2024-03-14 |
| 18 | (2024) 陕 0112 执 3672 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 3.06 | 2024-02-29 |
| 19 | (2024) 陕 0112 执 3066 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.42 | 2024-02-18 |
| 20 | (2024) 陕 0112 执 3067 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.56 | 2024-02-18 |
| 21 | (2024) 陕 0112 执 3065 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.41 | 2024-02-18 |
| 22 | (2024) 陕 0112 执 2996 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.51 | 2024-02-04 |
| 23 | (2024) 陕 0112 执 2997 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.40 | 2024-02-04 |
| 24 | (2024) 陕 0112 执 2995 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.45 | 2024-02-04 |
| 25 | (2024) 陕 0112 执 2096 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.21 | 2024-01-19 |
| 26 | (2024) 陕 0112 执 1623 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.53 | 2024-01-12 |
| 27 | (2024) 陕 0112 执 432 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.56 | 2024-01-03 |
| 28 | (2023) 陕 0112 执 25370 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.44 | 2023-11-01 |
| 29 | (2023) 陕 0112 执 25126 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.55 | 2023-10-23 |
| 30 | (2023) 陕 0112 执 22104 号 | 西安唐泽房地产开发有限公司 | 0.57 | 2023-10-07 |
| 31 | (2024) 陕 0104 执恢 394 号 | 陕西春天房地产开发有限公司 | 2.11 | 2024-04-29 |
| 32 | (2024) 陕 0104 执 1181 号 | 陕西春天房地产开发有限公司 | 203.48 | 2024-02-06 |
| 33 | (2024) 渝 0105 执 6325 号 | 重庆曲江新鸥鹏置业有限公司 | 26.23 | 2024-05-09 |
| 34 | (2024) 渝 0105 执 6323 号 | 重庆曲江新鸥鹏置业有限公司 | 33.35 | 2024-05-09 |
| 35 | (2024) 渝 0151 执 1936 号 | 重庆新鸥鹏远观地产有限公司 | 3.57 | 2024/5/30 |
| 36 | (2024) 渝 0152 执 1715 号 | 重庆蕴鸥地产有限公司 | 2.68 | 2024-05-28 |

| | | | | |
|-----------|-------------------|--------------|------------------|------------|
| 37 | (2024)渝0152执1686号 | 重庆蕴鸥地产有限公司 | 2.53 | 2024-05-27 |
| 38 | (2024)渝0152执1666号 | 重庆蕴鸥地产有限公司 | 11.50 | 2024-05-23 |
| 39 | (2024)渝0152执1460号 | 重庆蕴鸥地产有限公司 | 58.19 | 2024-05-06 |
| 40 | (2024)渝0152执368号 | 重庆蕴鸥地产有限公司 | 0.85 | 2024-01-25 |
| 41 | (2024)渝0152执恢35号 | 重庆蕴鸥地产有限公司 | 1,455.22 | 2024-01-18 |
| 42 | (2024)渝0120执1810号 | 重庆璧升地产发展有限公司 | 5.00 | 2024/4/15 |
| 43 | (2024)渝0120执1252号 | 重庆璧升地产发展有限公司 | 5,295.22 | 2024/3/14 |
| 44 | (2024)渝0120执1810号 | 重庆璧升地产发展有限公司 | 5.00 | 2024-04-15 |
| 45 | (2024)渝0120执1252号 | 重庆璧升地产发展有限公司 | 5,295.22 | 2024-03-14 |
| 合计 | - | - | 24,708.33 | - |

注：上表被执行信息查询时间为2024年6月19日
 资料来源：企查查，中证鹏元整理

附录六 截至 2024 年 5 月 31 日公司本部及子公司曲江文投单次逾期金额超过 1,000 万元的债务具体情况以及处置方案（单位：万元）

| 债务人 | 债权人 | 借款金额 | 债务余额 | 原债务起止日期 | 逾期类型 | 债务逾期日期 | 历史逾期金额 | 发生逾期原因 | 截至公告出具之日的处置进展 |
|--------------------|----------------|-----------|-----------|-------------------------|------|-----------|----------|---|--|
| 曲江文控 | 陕西省国际信托股份有限公司 | 22,770.00 | 0.00 | 2022/4/8 至 2024/5/20 | 本金 | 2024/4/30 | 2,390.00 | | 截至本公告日，公司已支付相关款项 |
| 曲江文投 | 中铁信托有限责任公司 | 50,000.00 | 48,448.00 | 2022/9/30 至 2025/3/23 | 本金 | 2024/4/30 | 6,785.00 | | 截至本公告日，曲文投与中铁信托有限责任公司已经签署展期协议 |
| 曲江文投 | 陕西长安汇通融资租赁有限公司 | 20,000.00 | 20,000.00 | 2023/1/18 至 2024/12/27 | 本息 | 2024/3/28 | 1,556.11 | 受近年来宏观因素对文旅行业造成的不利影响，债务人经营情况不及预期，资金面临一定流动性压力，因此导致未能按期偿还相关债务 | 截至本公告日，曲文投与陕西长安汇通融资租赁有限公司已经签署展期协议 |
| 西安曲江文化产业资本运营管理有限公司 | 中交雄安融资租赁有限公司 | 22,000.00 | 10,658.05 | 2021/8/27 至 2024/8/26 | 本息 | 2024/3/27 | 7,011.97 | | 截至本公告日，西安曲江文化产业资本运营管理有限公司与中交雄安融资租赁有限公司已经签署展期协议 |
| 国际会展控股 | 长城国兴金融租赁有限公司 | 30,000.00 | 7,947.00 | 2021/9/17 至 2024/9/16 | 本金 | 2024/3/27 | 2,397.50 | | 截至本公告日，国际会展控股与长城国兴金融租赁有限公司达成初步和解方案，近期签署和解协议 |
| 国际会展控股 | 华夏金融租赁有限公司 | 25,000.00 | 10,797.00 | 2020/10/12 至 2025/10/12 | 本息 | 2024/4/15 | 2,598.93 | | 截至本公告日，国际会展控股与华夏金融租赁有限公司正在沟通展期 |
| 陕西锋双实业有限公司 | 重庆银行股份有限公司西安分行 | 2,900.00 | 1,300.00 | 2019/10/29 至 2024/4/29 | 本金 | 2024/4/29 | 1,300.00 | | 截至本公告日，陕西锋双实业有限公司已支付相关款项 |

资料来源：《西安曲江文化控股有限公司关于公司及子公司西安曲江文化产业投资（集团）有限公司相关债务进展情况的公告》

附录七 2023年4月以来公司及主要子公司涉及的司法案件（单位：亿元）

| 序号 | 案件名称 | 案件类型 | 案由 | 进程日期 | 案件进程 | 案件身份 | 案号 | 案件金额 |
|----|---|------|----------|------------|--------|------|-----------------------|------|
| 1 | 临潼旅游集团，曲江文控与交银金融租赁有限责任公司融资租赁合同纠纷的案件 | 民事案件 | 融资租赁合同纠纷 | 2024-06-18 | 民事一审 | 被执行人 | (2024)沪0115民初25903号 | - |
| 2 | 长城国兴金融租赁有限公司与西安曲江国际会展投资控股有限公司，曲江文控融资租赁合同纠纷的案件 | 民事案件 | 融资租赁合同纠纷 | 2024-06-12 | 民事一审 | 被告 | (2024)新0102民初4209号 | - |
| 4 | 曲江文控执行案件 | 执行案件 | - | 2024-06-06 | 财产保全执行 | 被执行人 | (2024)新0102执保913号 | - |
| 5 | 山东省国际信托股份有限公司与大明宫集团，曲江文控，西安曲江观骊置业有限公司借款合同纠纷的案件 | 民事案件 | 借款合同纠纷 | 2024-05-09 | 民事一审 | 被执行人 | (2024)鲁01民初63号 | - |
| 6 | 曲江文控，西安曲江绿恒置业有限公司执行案件 | 执行案件 | - | 2024-04-10 | 首次执行 | 被执行人 | (2024)陕0113执5958号 | 0.80 |
| 8 | 临潼旅游集团，曲江文控执行案件 | 执行案件 | - | 2024-02-18 | 首次执行 | 被执行人 | (2024)浙0102执595号 | 0.26 |
| 9 | 临潼旅游集团，曲江文控执行案件 | 执行案件 | - | 2023-11-07 | 首次执行 | 被执行人 | (2023)津0116执26339号 | 0.06 |
| 10 | 临潼旅游集团，曲江文控执行案件 | 执行案件 | - | 2023-11-01 | 首次执行 | 被执行人 | (2023)津0116执26337号 | 0.14 |
| 11 | 曲江文控民事案件 | 民事案件 | - | 2023-08-29 | 诉前调解 | 被执行人 | (2023)浙0102民诉前调14080号 | - |
| 12 | 镇江市京口区阳光农村小额贷款有限公司与上海鑫拓恒供应链有限公司，中燕兴企集团有限公司，曲江文投等票据追索权纠纷的案件 | 民事案件 | 票据追索权纠纷 | 2024-06-25 | 民事一审 | 被告 | (2024)苏1191民初1227号 | - |
| 13 | 国药控股（中国）融资租赁有限公司与曲江文投融资租赁合同纠纷的案件 | 民事案件 | 融资租赁合同纠纷 | 2024-06-19 | 民事一审 | 被告 | (2024)沪0115民初27027号 | - |
| 14 | 曲江文投，曲江旅游集团执行案件 | 执行案件 | - | 2024-06-18 | 首次执行 | 被执行人 | (2024)沪0104执3919号 | 0.40 |
| 15 | 浙江京牧建设工程有限公司与上海鑫拓恒供应链有限公司，厦门禾景供应链管理有限公司，尚都里（宁海）置业有限公司等票据追索权纠纷的案件 | 民事案件 | 票据追索权纠纷 | 2024-04-30 | 民事一审 | 被告 | (2024)浙0226民初2016号 | - |
| 16 | 清江浦千家装饰服务中心与淮安蓝马人新型建材工程有限公司，曲江文投票据追索权纠纷的案件 | 民事案件 | 票据追索权纠纷 | 2024-04-18 | 民事一审 | 被告 | (2024)苏0813民初1301号 | - |
| 17 | 江苏银行股份有限公司杭州分行与曲江文化产业发展（杭州）有限公司，曲江文投，西安曲江文化产业资本运营管理有限公司等金融借款合同纠纷的案件 | 民事案件 | 金融借款合同纠纷 | 2024-03-28 | 民事一审 | 被告 | (2024)浙0109民初2552号 | - |
| 18 | 安徽宜通塑业有限公司与石家庄全柴欧波管业有限公司，曲江文投票据追索权纠纷的案件 | 民事案件 | 票据追索权纠纷 | 2024-02-26 | 民事一审 | 被告 | (2024)冀0104民初838号 | - |

| | | | | | | | | |
|----|--|-----------|----------|------------|------|------|---------------------|------|
| 19 | 西安曲江大唐不夜城文化商业（集团）有限公司，曲江文投执行案件 | 执行案件 | - | 2024-02-21 | 首次执行 | 被执行人 | (2024)津0116执5870号 | 0.33 |
| 20 | 绍兴柯桥汇金小额贷款股份有限公司与张廷波，彭海涛，毛晓峰等金融借款合同纠纷的案件 | 民事案件 | 金融借款合同纠纷 | 2024-02-07 | 民事一审 | 被告 | (2024)浙06民初17号 | - |
| 21 | 平安国际融资租赁有限公司与曲江文投，大明宫集团融资租赁合同纠纷的案件 | 民事案件 | 融资租赁合同纠纷 | 2023-11-09 | 民事一审 | 被告 | (2023)沪0115民初97056号 | - |
| 22 | 大明宫集团执行案件 | 执行案件 | - | 2023-11-23 | 首次执行 | 被执行人 | (2023)陕0112执24398号 | 0.58 |
| | | | | 2024-04-11 | 恢复执行 | 被执行人 | (2024)陕0112执恢2533号 | |
| | | | | 2024-06-05 | 首次执行 | 被执行人 | (2024)陕01执1487号 | |
| 23 | 西安曲江大明宫建设开发有限公司，大明宫集团，西安曲江建强建设开发有限公司与保亿置业集团有限公司借款合同纠纷的案件 | 执行案件、民事案件 | 借款合同纠纷 | 2023-05-09 | 民事二审 | 上诉人 | (2023)陕民终318号 | 3.56 |
| | | | | 2024-03-18 | 首次执行 | 被执行人 | (2023)陕01执2853号 | |
| | | | | 2024-05-10 | 恢复执行 | 被执行人 | (2024)陕01执恢110号 | |
| 24 | 西安曲江大明宫建设开发有限公司，大明宫集团执行案件 | 执行案件 | - | 2023-08-20 | 首次执行 | 被执行人 | (2023)沪0115执27904号 | 0.25 |
| | | | | 2024-04-26 | 恢复执行 | 被执行人 | (2024)沪0115执恢1478号 | |
| 25 | 北京爱尔斯生态环境工程有限公司与大明宫集团借款合同纠纷的案件 | 民事案件 | 借款合同纠纷 | 2024-03-26 | 民事一审 | 被告 | (2024)陕0112民初6201号 | - |
| 26 | 陕西建工第三建设集团有限公司与大明宫集团，西安曲江大明宫置业有限公司借款合同纠纷的案件 | 民事案件 | 借款合同纠纷 | 2024-03-21 | 民事一审 | 被告 | (2024)陕0103民初2271号 | - |
| 27 | 临潼旅游集团，大明宫集团执行案件 | 执行案件 | - | 2024-03-04 | 首次执行 | 被执行人 | (2024)京02执196号 | 2.82 |
| 28 | 大明宫集团，西安曲江瑞和房地产开发有限公司执行案件 | 执行案件 | - | 2024-01-11 | 首次执行 | 被执行人 | (2024)陕0112执1415号 | 0.58 |
| 29 | 西安曲江大明宫建设开发有限公司，大明宫集团执行案件 | 执行案件 | - | 2023-08-20 | 首次执行 | 被执行人 | (2023)沪0115执27901号 | 0.33 |
| 30 | 西安曲江大明宫建设开发有限公司，大明宫集团执行案件 | 执行案件 | - | 2023-08-20 | 首次执行 | 被执行人 | (2023)沪0115执27903号 | 0.33 |
| 31 | 平安国际融资租赁有限公司与大明宫集团融资租赁合同纠纷的案件 | 民事案件 | 融资租赁合同纠纷 | 2023-04-10 | 民事一审 | 被告 | (2023)沪0115民初21810号 | - |
| 32 | 曲江旅游集团执行案件 | 执行案件 | - | 2023-10-12 | 首次执行 | 被执行人 | (2023)陕0113执10853号 | 1.46 |
| | | | | 2024-05-30 | 恢复执行 | 被执行人 | (2024)陕0113执恢611号 | |
| 33 | 曲江旅游集团执行案件 | 执行案件 | - | 2024-05-24 | 首次执行 | 被执行人 | (2024)沪74执800号 | 2.19 |

注：上表中统计的司法案件以借款合同纠纷、融资租赁合同纠纷及未明确案由的为主，明确为商品房销售合同纠纷、建设工程施工合同纠纷等未统计。

资料来源：企查查，中证鹏元整理

附录八 2023 年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 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录九 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 | $\text{短期债务} + \text{长期债务}$ |

附录十 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。 |