



# 西安高新技术产业风险投资有限责任公司 2023年度第一期中期票据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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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

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

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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

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

# 西安高新技术产业风险投资有限责任公司2023年度第一期中期票据 2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
23西高投 MTN001	AAA	AAA

## 评级日期

2023年07月27日

## 联系方式

**项目负责人:** 宋歌  
songg@cspengyuan.com

**项目组成员:** 张新宇  
zhangxy@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持西安高新技术产业风险投资有限责任公司（以下简称“西高投”或“公司”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“23西高投 MTN001”的信用等级为 AAA。
- 上述等级的评定是考虑到公司作为西安高新区管委会直属、唯一面向科技型企业进行创业投资的平台，在基金募资及项目投资等方面获得当地政府的支持；基金股权投资项目逐步退出，带动项目投资收益大幅增长，盈利能力较强；资本结构保持稳健，财务杠杆水平低，偿债压力小；西安高新控股有限公司（以下简称“西安高新”）对本期债券的还本付息提供担保，显著提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到 2022 年以来我国 IPO 节奏放缓，公司股权投资项目退出压力有所加大；投资资产公允价值变动较大，盈利水平稳定性需要继续观察等风险因素。

## 展望

- 预计公司业务保持稳健发展。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.03	2022	2021	2020
资产总额	31.70	27.12	24.62	20.00
负债总额	10.11	6.45	6.23	5.64
所有者权益合计	21.59	20.67	18.39	14.36
营业收入	0.83	2.47	2.15	1.88
投资收益	0.00	0.01	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.50	1.07	1.62	0.00
净利润	0.92	2.15	2.31	0.66
净资产收益率	-	11.00%	14.11%	4.71%
资产负债率	31.91%	23.77%	25.30%	28.22%
流动比率	412.59%	367.76%	1128.58%	771.27%
EBITDA 利息保障倍数 (X)	-	15.02	15.64	4.72

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **作为西安高新区管委会直属、唯一面向科技型企业进行创业投资的平台，公司在基金募资、项目投资等方面获得当地政府的支持。**公司实际控制人为西安高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“西安高新区管委会”），且作为地方投资平台，管理地方新兴产业投资基金，通过直投和股权投资子基金的形式有效带动和引导社会投资，对当地经济发展具有较为突出的重要性，在基金募资和项目投资方面均可获得地方政府支持。
- **公司基金股权投资项目逐步退出，带动项目投资收益大幅持续增长，盈利能力较强。**由于公司基金部分股权投资项目逐步进入退出阶段，带动 2022 年项目投资收益大幅增长 50.87% 至 1.33 亿元，使得营业收入同比增长 14.76% 至 2.47 亿元；2022 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 8.31% 和 11.00%，盈利能力较强，未来随着股权投资项目逐步退出，公司获得的收益规模可能进一步增长。
- **资本结构保持稳健，杠杆水平低，偿债压力小。**受益于自身利润的积累，公司所有者权益持续增长，截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益合计 21.59 亿元，较 2021 年末增长 17.37%；总债务规模 6.07 亿元，为应付中期票据（即本期债券）及短期银行借款，债务规模较小，资本结构保持稳健；资产负债率为 31.91%，财务杠杆水平低，偿债压力小。
- **西安高新对本期债券的还本付息提供担保，显著提升了本期债券的安全性。**西安高新对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券的信用水平。

## 关注

- **2022 年以来我国 IPO 节奏放缓，公司股权投资项目退出压力有所加大。**受中美监管政策和港股低迷等因素影响，2022 年以来境内外 IPO 节奏有所放缓，国内私募股权投资行业项目退出压力有所加大，给公司股权投资业务和项目退出带来更大压力。
- **投资资产公允价值变动较大，盈利水平稳定性有待加强。**公司资产以股权类资产为主，持有上市公司股份的公允价值变动较大，公司盈利指标受项目投资收益和投资资产公允价值变动影响较大，在经济形势下行、资本市场波动、行业竞争加剧等背景下，未来盈利表现可能存在较大变动。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
金融企业通用信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
金融企业外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评价要素	评分结果	评价要素	评分结果
支柱 1：经营与竞争	3/7	支柱 3：盈利能力	10/17
支柱 2：治理和管理	4/7	支柱 4：偿债能力及流动性	17/17
特殊事项调整	无	调整幅度	0
个体信用状况			<b>a+</b>
外部特殊支持			+1
主体信用等级			<b>AA-</b>

## 本次跟踪债券概况

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

23 西高投 MTN001                      2.90                      2.90                      2023-01-17                      2028-03-31

注：本期债券附第 3 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AAA	2023-01-17	杨怡然、梁华欣	<a href="#">金融企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">金融企业外部特殊支持评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 债券募集资金使用情况

公司于2023年3月发行5年期2.90亿元中期票据“23西高投MTN001”，募集资金计划全部用于偿还到期债务融资工具“18西安高新MTN001”，以优化公司债务结构，降低企业财务成本。截至2023年6月30日，“23西高投MTN001”募集资金专项账户余额为54,417.36元，为结息余额。

## 跟踪期受评主体信用状况分析

**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。

**私募股权投资基金行业政策法规的出台推动行业规范性提升；2022年大型政策性基金、基础设施投资基金集中设立，募资总量保持稳定，投资集中于信息技术、半导体、生物医药及机械制造等行业，IPO仍为主流退出渠道，但近年占比有所下降**

私募股权投资行业相关法律、部门规章和自律规则持续出台，促进行业运行机制进一步规范，推动私募股权投资市场的良性发展。伴随改革的深入推进，股权投资、创业投资等对于经济结构调整、培育产业新动能的作用进一步凸显，我国持续出台了若干鼓励股权投资发展的政策措施。科创板成功落地，创业板注册制施行以及北京交易所的成功开市，进一步引导私募股权投资机构对创新型企业的价值投资，促进股权投资市场的良性发展。创投机构得以更好地实现“募-投-管-退”的良性循环，大大加强创新资本的流动性，进而能够为更多的企业提供支持，进一步提高服务实体经济的能力。

从募资情况来看，2022年大型政策性基金、基础设施投资基金集中设立，我国股权投资市场整体平稳发展，募资总量保持稳定，新募基金数量为 7,061 支，同比增长 1.2%，募资规模为 21,582.55 亿元人民币，同比小幅下滑 2.3%。从市场募资情况来看，大多数机构选择募集标的明确、出资灵活的小型产业基金和项目基金。2022 年股权投资市场中 92.4% 的新设基金募资金额在 10 亿元以下，仅占市场整体募资金额的 36.5%，而剩余 7.6% 的中大型基金（10 亿元以上）吸纳了市场 63.6% 的募资金额。基金类型方面，成长基金和创业基金仍为主要类型。从投资情况来看，2022 年中国股权投资市场回归平稳，投资案例数和投资金额均有所降低，信息技术、半导体、生物医药及机械制造等行业赛道持续受到投资机构关注。国有资本深度参与并发挥导向作用。

从退出情况来看，2022 年中国股权投资市场共发生 4,365 笔退出案例，同比小幅下降 3.7%。IPO 仍为最主要的退出渠道，但随着更多的行业逐渐进入调整与整合阶段，叠加 IPO 项目溢价降低、上市不确定性持续增强的影响，占比有所下降，2022 年 IPO 案例数共 2,696 笔，同比下降 13.0%。境内受益于注册制改革持续深化以及多层次资本市场的建设成效，新股发行仍保持着良好稳定的态势，全年上市企业数量 424 家，同比下降 18.8%，首发融资额合计 5,784.21 亿元，同比上升 8.2%；境外因欧美多国货币政策趋紧、全球流动性收缩以及二级市场整体表现不佳，2022 年境外上市的内地企业共 84 家，融资金额约合人民币 814.96 亿元，同比分别下降 31.7%、74.7%，处于历史低位。同时并购交易热度明显提升；VC 和 PE 渗透率创历史新高，且境内 IPO 回报倍数首次超越境外回报倍数。

**2022年以来公司基金管理规模较稳定，在管基金包括西安高新区政府新兴产业投资基金和十余支市场化股权投资基金；随着部分基金投资项目进入退出阶段，未来公司获得的投资收益有望保持增长**

公司管理的基金包括政府职能类基金和市场化基金，其中政府职能类基金为代西安高新区管委会出资设立的西安高新新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“新兴产业投资基金”），该基金旨在发挥财政资金扶持引导作用，带动西安高新区高新产业发展。截至 2023 年 3 月末，新兴产业投

资基金认缴规模 50.00 亿元，实缴规模 25.26 亿元，主要通过直投和股权投资子基金的方式进行投资。其中，新兴产业投资基金作为母基金共投资设立 12 支子基金，子基金认缴规模合计 114.09 亿元、实缴规模合计 103.81 亿元，新兴产业投资基金认缴规模合计 25.91 亿元、实缴规模合计 24.18 亿元。子基金管理人多为陕西省本地基金管理公司，主要投资方向为集成电路、航天和核工业及其上下游产业链中高端装备制造、新材料、新能源军民融合项目及相关企业等，单个项目投资规模为 500-5,000 万元不等。直投方面，新兴产业投资基金直接投资的在投资企业共 74 家，累计投资规模为 5.74 亿元，单个企业投资规模主要集中在 300-1,000 万元，投资分散度较高；投资行业集中于高端制造、生物医药、数字金融等新兴产业。截至 2023 年 3 月末，新兴产业投资基金投资设立的 12 支子基金中已有 6 支已进入退出期，合计退出本金 8,681.15 万元，退出收益 1.05 亿元，投资收益情况较好；直接投资项目累计退出 55 个，退出投资额 3.20 亿元，退出收益率为 2.38-5.23%，收益水平偏低。

市场化基金方面，截至2023年3月末，公司在管市场化基金共计11支，基金认缴总规模79.26亿元，实缴总规模51.88亿元，其中公司认缴规模、实缴规模分别为13.89亿元和4.24亿元。从募资和投资策略来看，公司争取国家和区域政府引导基金的支持，同步对接社会资本，包括国有企业、银行系投资公司、保险公司、高净值自然人等，逐步建立募资渠道。公司重点关注陕西省内电子信息、新材料、智能制造、医疗健康、新能源和军民融合等行业细分领域中的领军企业；投资阶段倾向于成长期及成熟期企业。截至2023年3月末，公司市场化基金累计投向50个标的项目，累计投资额为49.93亿元。

**表1 市场化基金投资概况（单位：个、亿元）**

	2023年3月	2022年	2021年	2020年
当期投资项目数量合计	2	9	11	6
当期投资项目金额合计	0.07	1.80	3.02	1.40

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从退出情况来看，2022年公司市场化基金投资股权项目退出实现投资收益合计0.78亿元，其中杨凌美畅新材料股份有限公司于2020年8月在创业板上市，2021年开始逐步退出，2022年实现退出收益0.58亿元，累计实现投资收益为2.15亿元；2022年公司对所持有的通源石油科技集团股份有限公司股份完成减持，实现投资收益0.20亿元；西安炬光科技股份有限公司于2021年12月在科创板挂牌上市，公司持有的股份已于2022年12月解禁并开始步入退出阶段。截至2023年3月末，市场化基金投资标的处于C轮或Pre-IPO阶段的项目合计有15个，整体项目股权估值远高于投资成本，目前投资浮盈良好。未来随着基金投资项目逐步进入退出阶段，公司获得的投资收益有望保持增长，但需关注宏观经济政策和资本市场环境变化等因素给项目退出收益带来的不确定性。

**公司股权直投项目逐步进入退出期并实现资金回流，有望为公司带来一定的投资收益，但受退出方式、宏观经济政策和资本市场环境等因素影响，未来项目退出收益情况仍存在一定不确定性**

公司早期利用自有资金开展股权直投业务，自2019年以来，投资方式逐步调整为对基金份额的投资，

新增股权直投项目较少。投资领域集中于电子信息、半导体、新材料、健康医疗、军民融合等行业，主要投向成长期或成熟期（C轮或Pre-IPO）项目，投资金额集中于2,000.00万元以上，投资阶段相对中后期，投资分散程度较高，且主要通过股权转让和IPO实现退出收益。截至2023年3月末，公司累计投资股权直投项目84个，累计投资金额合计13.82亿元，在投项目为46个，在投项目投资金额合计9.00亿元。

退出方面，截至2023年3月末，公司合计退出39个股权直投项目，其中通过回购、上市、股转成功退出27个，清算退出12个项目，累计回收投资本金4.81亿元，实现退出收益合计3.41亿元，平均退出收益率为70.82%，已退出项目的投资年限集中于2-8年。从上市退出情况来看，截至2023年3月末，公司累计实现IPO退出项目6个（含部分退出），8个股权直投项目仍处于IPO申报阶段（其中4个项目已过会），另有10个项目计划于2023-2024年申报IPO，未来项目的持续退出有望对公司收入和盈利形成较好支撑，但受退出方式、宏观经济政策和资本市场环境等因素影响，未来公司直接股权投资项目退出收益情况仍存在一定不确定性。未来需持续关注直投项目业绩波动对公司投资收益的影响。

**表2 截至2023年3月末公司股权直投项目整体退出情况（单位：个、万元）**

退出方式	项目数量		投资金额		退出收益小计
	个数	占比	金额	占比	
股权转让	14	35.90%	21,804.04	45.31%	13,805.66
回购退出	10	25.64%	8,488.71	17.64%	1,342.17
上市退出	3	7.69%	6,691.02	13.90%	13,627.92
清算退出	12	30.77%	11,136.00	23.14%	5,302.80
<b>合计</b>	<b>39</b>	<b>100.00%</b>	<b>48,119.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>34,078.54</b>

注：个别项目为部分退出，因此退出项目和在管项目存在重合。

资料来源：公司提供

**公司2022年基金管理费收入较为稳定，项目投资收益大幅提升带动公司营收增长，盈利能力保持较好水平<sup>1</sup>**

公司营业收入主要包括基金管理费收入、项目投资收益以及来自并表子公司的其他主营业务收入。2022年公司实现营业收入2.47亿元，同比增长14.76%。其中基金管理费收入为公司根据基金协议约定按期收取的收入，费率标准通常为投资期内按基金实缴出资额的1-2%/年收取，退出期和延长期内按照尚未退出的投资本金的1%/年收取，截至2023年3月末，公司12支在管基金认缴总规模为129.31亿元，实缴总规模77.14亿元。2022年实现基金管理费收入0.55亿元，同比基本保持稳定；项目投资收益主要是公司股权直投或基金投资形成的投资资产持有期间取得的投资收益、处置收益以及基金管理享有的超额收益，

<sup>1</sup> 以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表。因股权对外转让，2022年公司合并范围减少子公司西安高新区金服投资咨询有限公司和西安高新誉达金融信息服务有限公司。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共8家，具体情况见附录三。

受新增投资项目和投资资产公允价值变动的综合影响，截至2022年末权益工具投资余额同比增长至18.92亿元，占资产总额的69.76%。2022年公司实现项目投资收益1.33亿元，同比显著增长50.87%，带动公司营业收入增长，主要系包括退出收益和分红收益在内的项目投资收益随着部分股权投资项目进入退出期逐渐显现所致；其他主营业务收入主要为合并子公司协同软件的工程服务收入、产品销售收入和房租收入等，收入规模同比有所下降。

**表3 公司营业收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
项目投资收益	1.33	53.85%	0.88	40.96%	0.55	29.09%
基金管理费收入	0.55	22.19%	0.51	23.80%	0.54	28.68%
其他主营业务收入	0.59	23.88%	0.72	33.31%	0.79	42.07%
<b>主营业务收入</b>	<b>2.47</b>	<b>99.92%</b>	<b>2.11</b>	<b>98.07%</b>	<b>1.88</b>	<b>99.84%</b>
其他业务收入	0.00	0.08%	0.04	1.93%	0.00	0.16%
<b>营业收入</b>	<b>2.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.15</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.88</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司营业成本主要为子公司协同软件开展业务时产生的销售成本和工程服务成本，2022年公司营业成本0.38亿元，因销售业务规模收缩导致较上年有所下降；管理和销售费用主要为员工薪酬，随着公司业务规模扩大同比增长。

截至2022年末，公司有息负债规模3.14亿元，主要是当年新增0.10亿元短期借款和应付2018年发行的“18西安高新MTN001”中期票据3.04亿元，票面利率6.5%。2022年公司利息支出0.19亿元，较上年保持相对稳定，因当年利息收入同比下降25.45%，使得财务费用增加至0.04亿元，为2021年的3.48倍。2023年3月，公司发行2.90亿元“23西高投MTN001”中期票据，票面利率6.5%，期末总债务规模进一步增加至6.07亿元，未来利息支出将有所提升。总体来看公司融资成本较高。

公司股权直投或基金股权投资形成的权益工具投资以公允价值计量，变动计入当期损益。出于谨慎考虑，投资项目未上市前将投资成本作为其公允价值的最佳估计，待所投项目完成上市并通过解禁期后按公允价值调整其账面价值并确认变动收益。2022年公司公允价值变动收益为1.07亿元，同比下降34.20%，主要包括公司持有西安炬光科技股份有限公司股份解禁后受市值上升影响确认变动收益1.66亿元，持有西安铂力特增材技术股份有限公司股份受二级市场波动影响确认变动损失0.38亿元。

综合影响下，2022年公司实现净利润2.15亿元，同比下降6.95%，公司总资产收益率和净资产收益率分别为8.31%和11.00%，同比分别下滑2.04、3.11个百分点，但整体盈利能力仍保持较高水平。但同时公司盈利指标受权益工具投资资产公允价值变动影响较大，需持续关注公司盈利水平稳定性。

**表4 公司主要盈利指标情况（单位：亿元）**

指标名称	2023年 1-3月	2022年	2021年	2020年
------	------------	-------	-------	-------

营业收入	0.83	2.47	2.15	1.88
营业成本	(0.06)	(0.38)	(0.47)	(0.58)
销售费用	(0.04)	(0.25)	(0.21)	(0.20)
管理费用	(0.04)	(0.24)	(0.23)	(0.21)
财务费用	(0.00)	(0.04)	(0.01)	0.04
投资收益	0.00	0.01	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.50	1.07	1.62	0.00
营业利润	1.20	2.60	2.83	0.74
利润总额	1.20	2.60	2.83	0.77
净利润	0.92	2.15	2.31	0.66
净资产收益率	-	11.00%	14.11%	4.71%
总资产收益率	-	8.31%	10.35%	3.38%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

得益于利润留存，公司所有者权益规模持续增长，资本结构稳健，现阶段杠杆水平低，偿债压力小，流动性风险可控

2022年以来公司未向股东进行现金分红，受益于自身经营积累，公司所有者权益持续增长，截至2023年3月末公司所有者权益规模为21.59亿元，较2021年增长17.37%。

表5 公司主要权益构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	7.81	36.20%	7.81	37.80%	7.81	42.48%	7.81	54.41%
资本公积	2.42	11.21%	2.42	11.70%	2.42	13.15%	2.42	16.85%
未分配利润	8.69	40.25%	7.78	37.61%	6.12	33.26%	2.61	18.17%
<b>归母所有者权益合计</b>	<b>19.77</b>	<b>91.60%</b>	<b>18.86</b>	<b>91.23%</b>	<b>17.06</b>	<b>92.77%</b>	<b>13.63</b>	<b>94.89%</b>
少数股东权益	1.81	8.40%	1.81	8.77%	1.33	7.23%	0.73	5.11%
<b>所有者权益合计</b>	<b>21.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.36</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2023年3月末，公司资产负债率为31.91%，整体杠杆维持在较低水平。流动比率为412.59%，流动资产主要为货币资金8.38亿元和以权益工具投资为主的交易性金融资产8.83亿元，无受限情况；流动负债主要为一年内到期的应付债券3.09亿元和短期借款0.10亿元；资产流动性较好，对短期债务的覆盖程度较高，流动性压力小。2022年，公司EBITDA利息保障倍数为15.02倍，盈利对利息的覆盖程度很高，整体偿债压力较小。

表6 公司杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
资产负债率	31.91%	23.77%	25.30%	28.22%
流动比率	412.59%	367.76%	1,128.58%	771.27%

EBITDA 利息保障倍数 (X)	-	15.02	15.64	4.72
总债务	6.07	3.14	2.90	3.39

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 其他事项分析

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（2023年7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；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 外部支持分析

公司系西安高新区管委会直属、唯一面向科技型企业进行创业投资的国有投资平台，负责管理地方产业投资基金，对当地经济发展具有较为突出的重要性，在资金注入、基金募资和项目投资等方面获得股东及当地政府的支持

公司实际控制人为西安高新区管委会，公司系西安高新区管委会直属、唯一面向科技型企业进行创业投资的国有投资平台，负责管理地方产业投资基金，有效带动和引导社会投资，对当地经济发展具有较为突出的重要性，在基金募资和项目投资方面均可获得地方政府支持。2019年，公司获得来自股东西安高新金融控股有限公司（以下简称“西安高新金控”）的2.00亿元资金注入，资本实力有所增强。公司控股股东西安高新金控作为西安高新区管委会直接管理的金融资产运营集团，其下属企业涉及融资担保、产业投资等金融领域相关业务，在西安高新区管委会系统内具有重要战略地位。总体来看，公司在资金注入、基金募资及项目投资等方面获得股东和当地政府的支持。

## 债券偿还保障分析

### 西安高新提供的连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平

西安高新为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律规定应由西安高新支付的费用。西安高新承担保证责任的期间为本期债券存续期及到期之日起两年；本期债券持有人在此期间内未要求西安高新承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在诉讼时效届满之前向西安高新追偿，西安高新可免除保证责任。

西安高新是经西安高新区管委会批准，成立于2003年10月的国有企业。截至2022年末，西安高新注册资本和实收资本均为11.30亿元，西安高新区管委会持有西安高新70%股权，为西安高新的控股股东和实际控制人；西安高新技术产业开发区科技投资服务中心（以下简称“科投中心”）持有西安高新30%

股权。

西安高新是西安高新区最重要的基础设施建设主体，承担区域内基础设施以及其他相关配套的建设任务。收入主要来源于基础设施建设、房屋租赁业务等。近年基础设施建设收入逐年下滑，主要系自2021年以来根据收入准则对基础设施建设业务逐步采用净额法结算所致。得益于西安高新收取的较大规模学校资产占用费，近年房屋租赁收入大幅提高，成为西安高新收入和毛利润的主要来源之一。2022年西安高新拓展材料销售业务和安置房业务，使得当年营业收入大幅增加，其中材料销售业务主要为丝路科学城项目建设提供材料支持，收入规模为9.33亿元，占营业收入的比重接近25%，成为西安高新主要收入来源之一，但材料销售业务处于微利状态，利润贡献有限。此外，西安高新还经营着校车运营、代收水电费、劳动外包等业务，业务多元化程度较高。2021年西安高新销售毛利率显著提升，主要系西安高新新增的代建管理业务以及学校设施租赁业务的毛利率较高所致；2022年由于新增的材料销售业务和安置房业务现阶段处于薄利水平，导致销售毛利率同比有较明显下滑。

**表7 西安高新营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	3.39	6.70%	11.50	53.32%	30.66	4.61%
代建管理费	3.43	100%	2.42	100.00%	-	-
房屋租赁	15.46	72.28%	16.13	70.29%	3.09	74.95%
材料销售	9.33	1.95%	-	-	-	-
商品化安置房	5.28	6.86%	-	-	-	-
其他	1.77	32.73%	1.10	40.66%	1.41	33.77%
<b>合计</b>	<b>38.68</b>	<b>41.27%</b>	<b>31.15</b>	<b>65.29%</b>	<b>35.15</b>	<b>11.92%</b>

资料来源：西安高新 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着融资规模扩大以及政府注入资金、划转股权，近年西安高新资产规模不断增长，截至2022年末资产总额为2,152.36亿元，但代建项目和委托投资款规模较大，未来回款情况需要关注。2022年因新增安置房建设以及贸易板块收入，西安高新营业收入规模有所增长，但毛利率有所下滑；近年西安高新非经营性收益以及政府补助较大程度上提升了利润水平。随着融资规模不断扩大，近年来西安高新总债务保持增长；得益于当地政府向西安高新注入资金、划转股权等，所有者权益增加较多。近年西安高新资产负债率保持相对稳定，但整体资产负债水平较高。西安高新在建、拟建项目包括基础设施建设、保障房、园区项目，资金来源多依赖于外部融资，资金缺口较大，未来债务负担水平或进一步上升。截至2023年3月末，西安高新对外担保余额合计59.00亿元，与所有者权益总额的比例为9.13%，担保对象均为高新区内其他国有企业，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。2022年末西安高新现金短期债务比较小，现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱。由于西安高新债务利息偿付规模较大，2022年EBITDA利息保障倍数较低，EBITDA对债务利息保障能力有待提升。

**表8 西安高新主要财务数据和指标（单位：亿元）**

项目	2022	2021	2020
资产总额	2,152.36	2,005.79	1,861.85
所有者权益合计	646.3	602.49	567.12
总债务	1,434.71	1,365.53	1,242.37
资产负债率	69.97%	69.96%	69.54%
现金短期债务比	0.12	0.19	0.30
营业收入	38.68	31.15	35.15
其他收益	1.05	0.91	3.84
利润总额	4.31	8.98	2.23
销售毛利率	41.27%	65.29%	11.92%
EBITDA	22.51	34.19	17.37
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.29	0.38	0.21
经营活动现金流净额	(7.46)	12.90	0.53

资料来源：西安高新 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

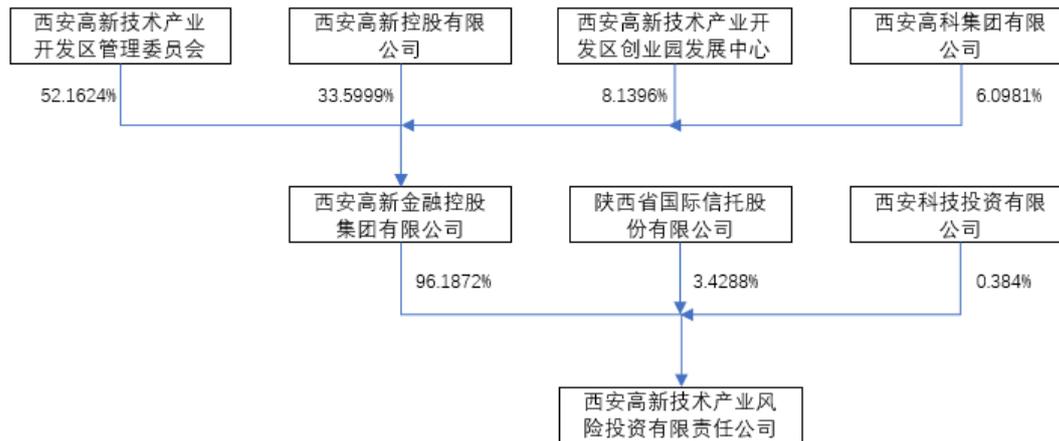
整体来看，西安市经济财政实力较强，先进制造业和文化旅游业发展较好；西安高新区在国家级高新区中排名前列，聚集了大批高新技术企业，为西安高新提供了良好的发展环境；西安高新承担高新区内基础设施及相关配套等重大项目的建设任务，在区域内具有较强垄断性；西安高新是西安高新区基础设施开发建设最重要的主体，战略定位高，获得较大力度的外部支持。中证鹏元也关注到，西安高新代建项目形成的资金沉淀规模较大，回款进度较慢，需关注后续回款情况；西安高新委托投资款用于西安高新区内科技产业项目的投资，后续收益情况尚待观察；西安高新在建、拟建项目包括基础设施建设、保障房、园区项目，资金来源多依赖于外部融资，资金缺口较大；西安高新债务压力较大，且存在一定的或有负债风险。

经中证鹏元综合评定，西安高新主体信用等级为AAA，其为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本期债券的安全性。

## 结论

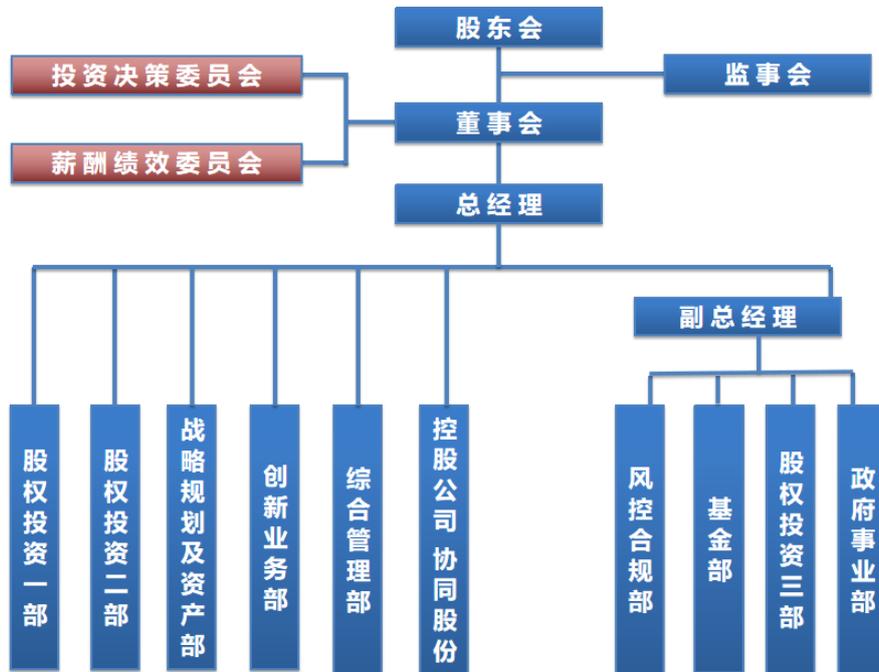
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“23西高投MTN001”的信用等级为AAA。

## 附录一 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录二 公司组织架构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

### 附录三 截至 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	西安高新区创业中小企业服务有限公司	5,000.00	100.00%	投资咨询
2	西安西高投基石投资基金合伙企业（有限合伙）	48,334.00	60.00%	投资咨询
3	西安西高投盈石投资基金合伙企业（有限合伙）	4,600.00	44.00%	投资咨询
4	宝鸡西高投凤石高技术产业投资基金（有限合伙）	20,000.00	0.05%	投资咨询
5	西安高投嘉赢股权投资合伙企业（有限合伙）	1,350.00	7.41%	投资咨询
6	西安西高投雍德投资合伙企业（有限合伙）	4,821.90	2.07%	投资咨询
7	西安西高投拓石投资合伙企业（有限合伙）	3,180.00	3.14%	投资咨询
8	协同软件集团股份有限公司	10,221.00	48.79%	投资咨询

资料来源：公司 2022 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

## 附录四 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	8.38	4.13	4.27	4.42
交易性金融资产	8.83	8.16	6.35	0.00
流动资产合计	19.36	14.79	12.86	7.95
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	10.36
其他非流动金融资产	10.78	10.76	10.09	-
非流动资产合计	12.34	12.33	11.76	12.05
资产总额	31.70	27.12	24.62	20.00
一年内到期的非流动负债	3.09	3.04	0.00	0.00
流动负债合计	4.69	4.02	1.14	1.03
应付债券	2.88	0.00	2.90	3.39
其他非流动负债	1.01	1.01	1.06	1.06
非流动负债合计	5.42	2.42	5.09	4.61
负债总额	10.11	6.45	6.23	5.64
总债务	6.07	3.14	2.90	3.39
所有者权益	21.59	20.67	18.39	14.36
营业收入	0.83	2.47	2.15	1.88
净利润	0.92	2.15	2.31	0.66
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
总资产收益率	-	8.31%	10.35%	3.38%
净资产收益率	-	11.00%	14.11%	4.71%
资产负债率	31.91%	23.77%	25.30%	28.22%
流动比率	412.59%	367.76%	1,128.58%	771.27%
EBITDA 利息保障倍数 (X)	-	15.02	15.64	4.72

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 附录五 西安高新主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	56.09	102.16	106.00
非受限货币资金	45.73	102.11	103.90
其他应收款	236.82	239.31	231.58
存货	1,145.80	1,143.96	1,092.32
流动资产合计	1,667.47	1,613.70	1,533.43
非流动资产合计	484.89	392.09	367.55
资产总额	2,152.36	2,005.79	1,900.90
短期借款	118.55	53.42	29.34
一年内到期的非流动负债	265.34	438.78	321.09
流动负债合计	481.21	560.69	397.45
长期借款	519.01	400.83	495.85
应付债券	444.27	372.38	299.13
长期应付款	11.28	0.21	0.32
非流动负债合计	1,024.84	842.61	908.47
负债总额	1,506.05	1,403.30	1,305.92
总债务	1,434.71	1,365.53	1,242.37
所有者权益	646.30	602.49	567.12
营业收入	38.68	31.15	35.15
营业利润	4.31	8.92	5.05
其他收益	1.05	0.91	3.84
利润总额	4.31	8.98	5.36
净利润	3.01	6.44	4.47
经营活动产生的现金流量净额	(7.46)	12.90	0.53
投资活动产生的现金流量净额	(47.94)	(37.82)	(80.73)
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	41.27%	65.29%	11.92%
资产负债率	69.97%	69.96%	69.54%
现金短期债务比	0.12	0.19	0.30
EBITDA	22.51	34.19	19.19
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.29	0.38	0.21

资料来源：西安高新 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
总债务	短期债务+长期债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数(X)	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
总资产收益率	(净利润×2) / [(期末资产总额+期初资产总额)] ×100%
净资产收益率	(净利润×2) / [(期末所有者权益合计+期初所有者权益合计)] ×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产/流动负债×100%
销售毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%

## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
<b>A</b>	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
<b>B</b>	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
<b>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

#### 四、展望符号及定义

类型	定义
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。