

信用等级公告

联合〔2019〕2257号

西安投资控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对西安投资控股有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2019 年第一期西安投资控股有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

西安投资控股有限公司主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为“稳定”

西安投资控股有限公司拟发行的 2019 年第一期西安投资控股有限公司公司债券信用等级为 AA⁺_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2019 年第一期西安投资控股有限公司 公司债券信用评级报告

本次债券信用等级: AA+
公司主体信用等级: AA+
评级展望: 稳定
本期发行规模: 不超过 15.00 亿元 (含)
债券期限: 7 年
还本付息方式: 按年付息、到期一次还本
评级时间: 2019 年 9 月 27 日
主要财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	394.42	435.04	473.85
所有者权益 (亿元)	204.95	240.19	273.42
长期债务 (亿元)	40.34	68.10	54.33
全部债务 (亿元)	115.14	118.05	127.93
营业收入 (亿元)	32.37	33.20	29.72
净利润 (亿元)	10.08	10.04	3.28
EBITDA (亿元)	16.87	16.73	9.65
经营性净现金流 (亿元)	-9.94	8.33	20.45
营业利润率 (%)	73.83	72.93	82.08
净资产收益率 (%)	4.92	4.18	1.20
资产负债率 (%)	48.04	44.79	42.30
全部债务资本化比率 (%)	35.97	32.95	31.87
流动比率 (倍)	174.33	205.21	154.46
EBITDA 全部债务比 (倍)	6.83	7.05	13.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.49	3.81	2.09
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.12	1.12	0.64

注: 1. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成;
3. 除特别说明外, 均指人民币

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对西安投资控股有限公司 (以下简称“西投控股”或“公司”) 的评级反映了公司作为西安市政府唯一的综合性投资控股公司和财政产业扶持资金运作主体, 在西安市经济发展中具有重要作用, 在资本金注入、股权划拨及发展定位等方面得到西安市财政局的有力支持。公司业务涵盖信托、产业投资、融资租赁等多领域, 近年来资产规模大幅增加, 整体盈利能力较强。同时, 联合评级也关注到公司投资收益波动较大且对当期利润有较大影响、期间费用对利润形成侵蚀、经营性现金流波动较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券的发行对公司现有债务有一定影响。

未来, 随着大西安产业基金的设立及相关产业基金投资体系的搭建完成, 公司金融产业布局将进一步完善, 收入及利润规模有望提升。联合评级对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是西安市政府金融领域和财政扶持产业的投资主体和出资人代表, 在西安市经济发展中具有重要作用, 在资本金注入、股权划拨及发展定位等方面得到西安市财政局的有力支持。

2. 公司将由西安市政府授权作为出资代表, 分别设立大西安产业基金的引导基金 (以下简称“引导基金”) 法人主体和引导基金管理机构, 并履行引导基金的出资人和日常管理等职能。随着引导基金的设立及相关产业基金投资体系搭建的完成, 公司在西安市经济建设中的地位将进一步增强, 收入及利润规模亦有望提升。

3. 公司业务涵盖信托、产业投资、融资租赁等多领域，已形成多元化的金融业态。

4. 公司子公司长安国际信托有限公司（以下简称“长安信托”）信托业务发展良好，经营规模较大。

关注

1. 公司利润对投资收益依赖较大，且公司投资收益近年来波动较大，未来利润的实现存在一定的不确定性。2018 年，公司利润总额大幅下降 59.28%至 5.07 亿元，主要系子公司长安信托当期计提资产减值损失 6.79 亿元，以及公司投资收益同比下降至 4.34 亿元所致。

2. 公司对外担保及融资租赁业务主要依赖外部融资运营，近年来公司投资性现金流呈持续净流出且规模较大，随着上述业务规模的不断增长，公司对外融资压力将持续增加。

3. 截至 2019 年 3 月底，公司对外担保金额为 6.95 亿元（除去西安投融资担保有限公司担保业务外），存在一定或有负债风险。

4. 公司期间费用率较高，对公司利润有一定侵蚀。

分析师

王进取

电话：010—85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010—85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010—85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师:



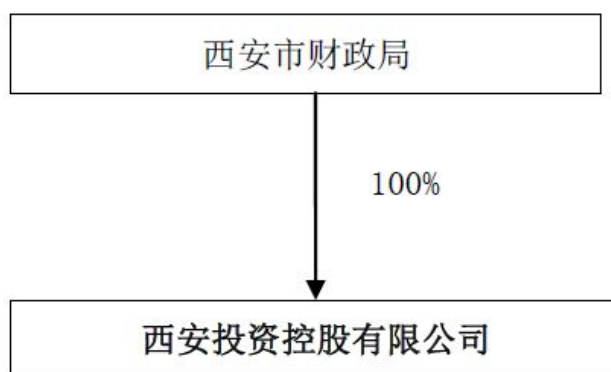
联合信用评级有限公司

罗山岭

一、主体概况

西安投资控股有限公司（以下简称“西投控股”或“公司”）是经西安市人民政府（下称“西安市政府”）《西安市人民政府关于同意组建西安市财政投资管理平台的批复》（市政发〔2009〕81号）批准，由西安市财政局出资，由西安市政府直管的国有独资企业，成立于2009年8月，初始注册资本10.68亿元，由西安市财政局于2011年11月缴足。自成立以来，西安市财政局对公司进行数次增资，截至2018年底，公司注册资本142.30亿元，实收资本142.30亿元，西安市财政局持股100%，实际控制人为西安市财政局。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司是西安市政府在金融和财政扶持主导产业领域的投资主体和出资人代表，主营业务涉及金融、产业投资、置业等领域，主要经营区域为西安地区，经营范围：投资业务、项目融资、资产管理、资产重组与购并、财务咨询、资信调查，及其他市政府批准的业务（以上经营范围凡涉及国家有专项专营规定的从其规定）。

公司作为投资管理型企业，截至2018年底，下辖全资子公司6家和控股子公司10家，涉及产业基金、小额贷款、信托、融资担保、融资租赁、农业科技等多个领域，此外，还有参股公司10家，涉及投资、典当、期货、农业、旅游等领域；公司本部下设董事会办公室、监事会办公室、党群工作部、纪检监察室、审计部、办公室（信息中心）、人力资源部、战略规划部、运营管理部、资金财务部、法律事务部、风险合规部、投资部、金融管理部、资本运营部和基金管理部（中小中心）等部门。

截至2018年底，公司资产总额473.85亿元，其中货币资金14.83亿元；负债总额200.44亿元，所有者权益合计273.42亿元，其中归属母公司所有者权益为212.76亿元；2018年，公司实现营业总收入29.72亿元，实现净利润3.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.71亿元；经营活动现金流量净额20.45亿元，现金及现金等价物净增加额4.92亿元。

公司注册地址：西安市高新区科技五路8号数字大厦四层；法定代表人：巩宝生。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司 2019 年已获批发行公司债券额度不超过 40 亿元，本次计划发行 2019 年度第一期公司债券（以下简称“本期债券”），发行额度为 15 亿元，期限为 7 年；本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

（1）资金募集用途及使用计划

本期债券募集资金为 15 亿元，拟全部用于出资大西安产业基金。具体情况如下：

表 1 本期募集资金用途（单位：亿元、%）

募集资金用途	使用募集 资金额度	基金总规模	募集资金占比
全部用于出资大西安产业基金	15.00	100.00	15.00

资料来源：公司提供

发起设立“西安产业投资基金有限公司”项目概况

大西安产业基金系由西安市政府批准设立的政府出资产业投资基金，该基金的引导基金设立形式为公司制，注册公司名为“西安产业投资基金有限公司”。西安产业投资基金有限公司成立于 2018 年 4 月 26 日，注册资本为 100 亿元，公司直接持股 100%并认缴 100 亿元，资金主要来自于西安市财政局注入公司的注册资本及公司自筹资金。法人为刘建利，注册地址为陕西省西安市高新区科技五路 8 号数字大厦 216 室，经营范围为实业投资、股权投资、投资咨询、投资管理（不得以公开方式募集资金，仅限以自有资产投资）。公司作为西安产业投资基金有限公司的唯一出资人，为丰富大西安产业基金募集资金渠道，促进相关重大项目投资落地，充分发挥产业基金的经济效益，计划以本期债券募集资金 15 亿元出资大西安产业基金。

项目设立的相关决策文件

根据《政府投资基金暂行管理办法》（财预[2015]210 号）、《关于财政资金注资政府投资基金支持产业发展的指导意见》（财建[2015]1062 号）、《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规[2016]2800 号）等法律法规规定，经西安市政府第 36 次常务会议审议通过，西安市人民政府办公厅于 2017 年 12 月 26 日下发了《大西安产业基金设立方案》（市政办函[2017]353 号）（以下简称“设立方案”），批准设立大西安产业基金。授权公司作为出资代表，分别设立引导基金的法人主体及管理机构，履行引导基金出资人和日常管理等职能。

项目的必要性

大西安产业基金的设立有利于加快实现西安市十三次党代会“聚焦‘三六九’、振兴大西安”的奋斗目标，全面构建以战略性新兴产业为引领、先进制造业为支撑、现代服务业为主体的大西安特色现代产业体系，全力培育打造西安市三大万亿级产业带和十大特色千亿产业集群，更好推进政府支持产业发展方式改革，充分发挥政府投资基金对社会资本支持产业发展的引导撬动作用，更好地发展西安市重点投资项目，加快硬科技产业集群落地。

项目的经济效益

基金从事投资业务，实现资本增值，产业基金以母基金的形式通过设立“子基金”模式进行运

作，少量采取直接投资模式。产业基金的引导基金第一个存续期为 7 年，7 年到期后待债券募集资金退出后，母基金再以重新募资的方式实现长期存续。产业基金投资方向符合西安市的发展政策，预计在基金存续期时会获得良好的收益。

项目运作模式

大西安产业基金采用“引导基金+产业发展基金群”的双层结构设计。由公司作为出资人，设立初始规模为 100 亿元的引导基金，引导基金采取公司制组织形式；引导基金吸引其他金融资本组建工业、战略新兴产业、科技创新创业、服务业、文化、旅游、农业（产业扶贫）等产业发展基金群，各产业基金群由向下各细分领域产业子基金群组成。

大西安产业基金的投资方式包括两种：

（一）投资子基金。以股权投资方式，围绕产业发展基金群框架布局，结合各产业领域内细分行业或企业发展阶段，以市场化方式，采取公司制或有限合伙制的组织形式，联合其他社会资本共同发起设立“天使基金”“种子基金”“创投基金”“区域基金”“并购基金”等各类子基金。

（二）直接投资西安市委、市政府确定的重大产业项目。重大产业项目是指由市委、市政府确定的，需要全市筹措出资支持的重点招商引资、产业投资示范项目。

基金管理人

大西安产业基金由公司的全资子公司西安产业投资基金管理有限公司（以下简称“基金管理公司”）作为管理人，具体负责基金的管理和运营。

基金管理公司是经西安市政府批准成立的国有法人独资基金管理公司，成立于 2018 年 4 月，注册资本 1 亿元人民币，私募基金管理人登记编号为 P1070032，主营股权投资、项目投资、资产管理、基金管理、投资管理咨询等业务。

项目进展情况

截至 2018 年 12 月 31 日，基金管理公司共对接子基金 26 支，大西安产业基金已到位资金 35.35 亿元。

（2）基金投资运作

基金治理结构和组织架构

西安产业投资基金有限公司不设董事会，设执行董事 1 人，由股东任命产生，执行董事兼任公司法定代表人及公司经理。执行董事任期三年，任期届满，经任命可连任。公司不设监事会，设监事 1 人，由股东任命产生。监事的任期为每届三年，任期届满，经任命可连任。

大西安产业基金实设 1 名执行董事，执行董事兼任公司经理，1 名监事，1 名财务负责人。

投资领域

基金重点围绕战略性新兴产业、工业发展、科技创新创业、服务业、文化、旅游、农业（产业扶贫）等产业发展基金群框架布局，结合各产业领域内细分行业或企业发展阶段，以市场化方式，采取公司制、有限合伙制等组织形式，联合社会资本共同发起设立产业子基金。

基金投资决策程序

①公开征集。基金管理公司向社会公开发布年度基金申报指南，申报人根据申报指南要求进行申报；

②初步筛选。基金管理公司对申报人进行初步筛选，筛选出合格合规者；

③尽职调查。基金管理公司（会同第三方机构）对经初步筛选的合格合规申报人进行尽职调查，并形成尽职调查报告及投资建议书；

④专家评审。基金管理公司组织专家评审委员会对尽职调查报告及投资建议进行独立评审，提

出评审意见；

⑤投资决策。产业基金群管委会根据专家评审委员会评审结果、基金管理公司提交的尽调报告和投资建议书，对大西安产业基金的投资进行决策；

⑥出资复核。引导基金办公室对通过产业基金群管委会决策的出资方案进行复核；

⑦社会公示。对通过引导基金办公室复核的投资方案予以公示 5 个工作日；

⑧方案实施。基金管理公司具体组织实施投资方案。

基金退出流程

大西安产业基金在子基金存续期满或存续期内达到预期目标时，按照章程或合伙协议约定的条件退出，具体退出方式可采取股份或份额回购、股份或份额转让、清算等方式，会聘请具备资质的中介机构对所持基金份额或股权进行专项审计和资产评估，作为确定退出价格的依据。涉及国有产权转让的，按照国有产权转让相关规定确定退出程序和退出价格。

投资风险防范

公司实施投资后，将设专人与被投资企业保持信息沟通，全面、及时了解被投资企业的发展状况，并按照约定的方式为其提供发展战略咨询、资本市场运作等方面的增值服务。

激励机制

由引导基金办公室会同各产业基金群管委会按年度对基金政策目标实现（包括社会资金方大作用、产业带动效果等）和投资运营情况等进行绩效评价。

基金存续期限

2019 年 1 月 25 日，公司作为大西安产业基金 100%持股的股东，就大西安产业基金的期限问题作出股东决定，大西安产业基金将以续期的方式长期存在，第一个存续期为 7 年，7 年到期后待债券募集资金退出后，母基金再以重新募资的方式实现长期存续。同时，按照设立方案的要求，各产业基金群内产业子基金存续期不超过 7 年，且各子基金的退出时间均不晚于本次公司债券的到期偿付日。

基金运作情况的披露

公司作为大西安产业基金的出资人，且作为基金管理人的股东，公司将在每一会计年度结束之日起 4 个月内和每一会计年度的上半年结束之日起 2 个月内，对外披露基金的运营情况。

(3) 募集资金使用计划及管理制度

公司将严格按照国家发展改革委关于债券募集资金使用的相关制度和要求对债券募集资金进行严格的使用管理。公司将加强业务规划和内部管理，努力提高整体经济效益水平，严格控制成本支出。本期债券的募集资金将严格按照募集说明书承诺的投资项目安排使用，实行专款专用。

募集资金的存放

为方便募集资金的管理、使用及对使用情况进行监督，公司将实行募集资金的专用账户存储制度，在银行设立募集资金使用专户。

募集资金的使用

公司将严格按照募集说明书承诺的投向和投资金额安排使用募集资金，实行专款专用。公司承诺募集资金不参与全国中小企业股份转让系统场内交易，不作为劣后资金。公司在使用募集资金时，将严格履行申请和审批手续，在募集资金使用计划或公司预算范围内，由使用部门或单位提出使用募集资金的报告，禁止公司实际控制人及其关联方占用募集资金。

募集资金使用情况的监督

公司资金财务部负责本期债券募集资金的总体调度和安排，对募集资金支付情况及时做好相关

会计记录。资金财务部将不定期对各募集资金使用项目的资金使用情况进行现场检查核实，确保资金做到专款专用。使用募集资金的项目，公司将确保抓好项目管理和投资回报，严格控制成本，积极提高收益，力争降本增效。公司将定期对债券项目资金使用和投资回报情况进行监督检查。如出现影响公司经营的重大情况，公司将积极采取改进措施。

公司承诺事项

公司不承担政府融资职能，本期债券的募集资金用途不涉及偿还地方政府债务或公益类项目，发行本期债券不涉及新增地方政府债务。

公司承诺大西安产业基金所享有的基金收益优先用于偿还本期债券本息；承诺按相关要求披露债券资金使用情况、下一步资金使用计划、募集资金投资项目进展情况等；承诺如变更募集资金用途，将按照相关规定履行变更手续。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投

资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国 and 东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投

投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

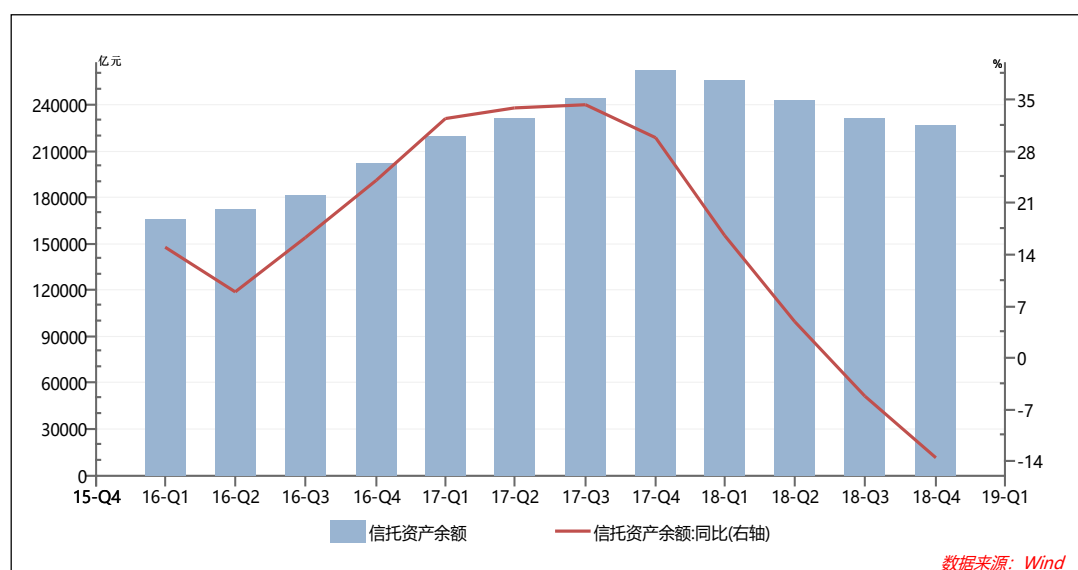
四、行业及区域经济环境

1. 信托行业

(1) 行业概况

信托行业为中国第二大金融子行业，其资产管理业务规模仅次于银行理财产品，业务发展受宏观经济和监管环境影响较大。2018年以来，监管部门持续加强对通道业务的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务明显规模减少，多数信托公司主动控制规模和增速，导致信托行业整体资产规模有所下降；同时，在宏观经济增速放缓、实体经济去杠杆化、经济发展方式转变和增长动力转换的背景下，信托行业作为金融业中的重要组成部分，面临较大转型压力。截至2018年末，中国68家信托公司管理的信托资产规模为22.70万亿元，较2017年末减少13.50%。

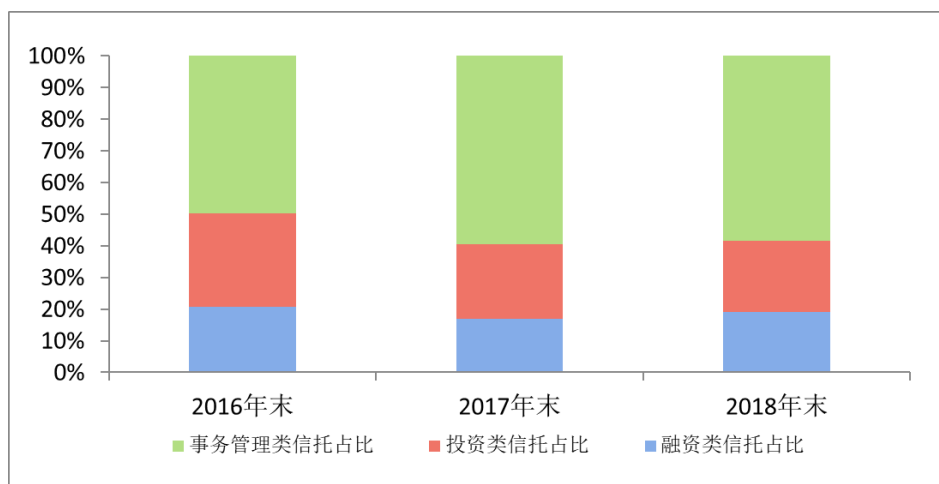
图2 2016年Q1—2018年Q4各季度信托资产及其同比增速



从信托资产功能看，2018年，融资类信托占比有所回升；受资本市场波动较大的影响，投资

类信托占比呈下降趋势，未来随着市场趋于平稳，投资类信托占比将有所回升；受通道业务受限收缩影响，事务管理类信托规模明显下降，占信托资产总额的比重有所下滑。截至 2018 年末，中国信托公司融资类信托资产规模为 43,468.23 亿元，占比 19.15%；投资类信托资产规模为 51,060.03 亿元，占比 22.49%；事务管理类信托规模为 132,484.36 亿元，占比 58.36%。未来，随着信托公司不断转型发展，提升资产管理能力，以及监管机构加强对通道业务的监管，事务管理类信托占比将进一步下降。

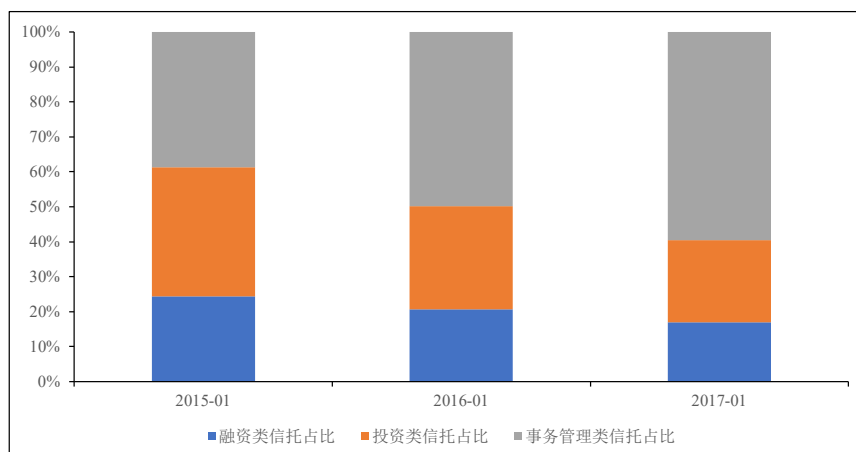
图 3 2016—2018 年信托资产按功能分类占比



数据来源：中国信托业协会，联合评级整理

从信托资产来源看，2018 年以来，受传统银信通道业务收缩的影响，单一资金信托占比进一步下降，集合资金类信托和财产管理类信托占比稳定上升，上述变化表明信托行业转型发展初步取得成效，信托公司的主动管理能力逐步增强，业务结构不断优化。同时，随着中国家族财富的不断积累，高净值客户日益增多，对财富管理的需求持续上涨，未来以家族信托为代表的财产管理类信托预计保持快速的增长趋势，占比将进一步上升。截至 2018 年末，中国信托公司单一资金信托余额为 98,366.36 亿元，占比 43.33%；集合资金信托余额为 91,080.32 亿元，占比 40.12%；财产管理类信托余额为 37,565.95 亿元，占比 16.55%。

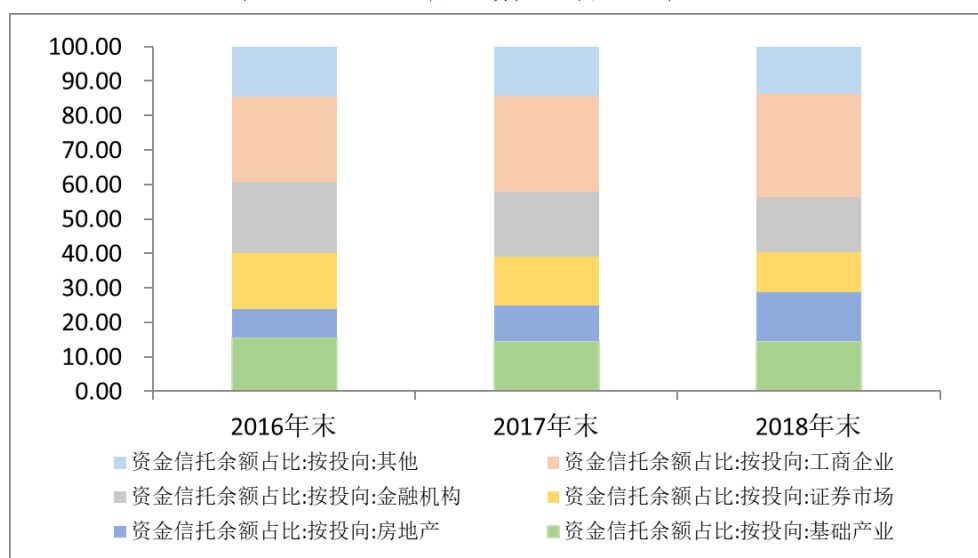
图 4 2016—2018 年信托资产按资金来源分类占比



数据来源：中国信托业协会

从信托资金的投向看，信托资金主要投向工商企业、基础产业、证券投资、金融机构和房地产五大领域，2018 年末上述行业分别占比 29.90%、14.59%、11.59%、15.99%和 14.18%，其他领域合计占比 13.74%（见图 4）。从趋势上看，2018 年以来，受服务实体经济的政策导向和供给侧改革逐步深化的影响，工商企业领域占比进一步上升，仍为信托资金的第一大配置领域，信托资金脱虚向实的效果逐步凸显；基础产业领域的信托资金占比略有回升，主要是由于 2018 年下半年政府机构要求扩大基础设施领域投资力度所致；受证券市场低迷影响，证券投资占比进一步下降；由于信托在与银行等金融机构合作时主动性较低、通道化明显，在银信通道业务监管力度不断加大的环境下，金融机构领域占比有所下降；由于房地产企业融资渠道收紧，信托凭借灵活、变通的优势成为房地产融资需求的有效补充，信托产品的流动性和多样化在一定程度上缓解了房地产开发商的风险，房地产领域信托资金占比明显上升，但需关注房地产融资环境及行业政策变化对该类信托资产质量产生的影响。

图 5 2016—2018 年信托资产投向占比（单位：%）



数据来源：中国信托业协会，联合评级整理

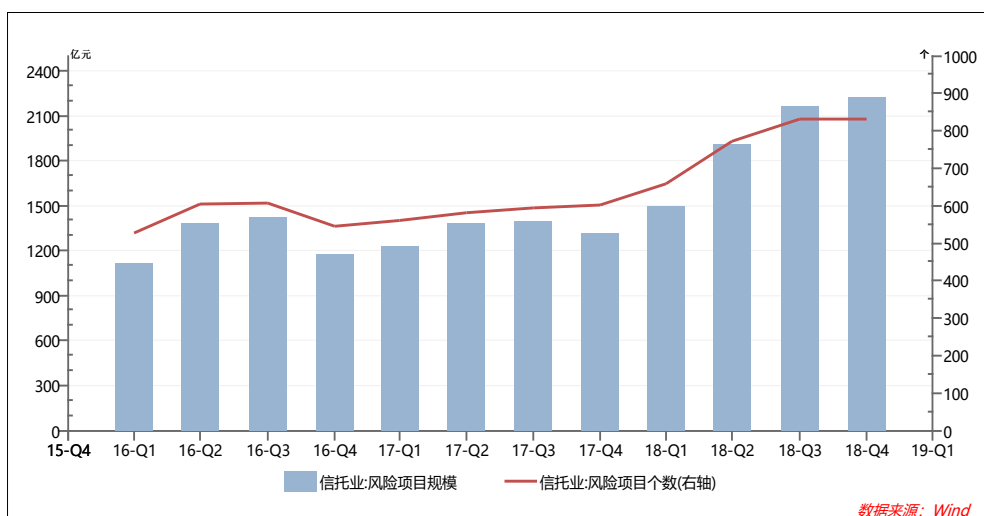
固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一。信托公司固有资金主要支持资本市场投资、股权投资以及信托业务的发展。近年来，信托公司资本实力的提升和主动负债水平的上升，为固有业务发展提供充足的资金基础。截至 2018 年末，信托行业固有资产规模为 7,193.15 亿元，较上年末增长 9.34%。其中，信托公司货币类资产、贷款和投资类资产分别占固有资产总额的 8.48%、4.93%和 77.79%；投资类资产的投资品种主要包括信托产品投资、股权投资、基金和资产管理计划等。从固有资产质量来看，近年来，在宏观经济下行和监管政策趋严的背景下，受信托公司固有业务风险偏好较高和信托业务风险持续上升的影响，未来固有业务资产质量变化情况值得关注。从净资产的构成来看，得益于信托公司的增资扩股，信托行业的实收资本呈稳步上升趋势，占净资产的比重保持在 40%以上，信托公司的资本实力不断提升，为信托业务的稳健发展提供了较好的基础，2018 年末信托行业实收资本总额 2,654.15 亿元，占净资产的 46.16%。此外，《信托公司管理办法》要求信托公司每年提取税后利润的 5%作为赔偿准备金，近年来信托赔偿准备规模不断扩大，占净资产的比重持续提升，行业的风险防范能力逐步提高，2018 年末信托赔偿准备余额 260.71 亿元，占净资产的 4.53%。

信托公司通过向金融同业机构和信托业保障基金公司借入资金主动提升负债水平，在支持固有业务发展的同时，满足流动性管理需要。2018 年以来，货币市场流动性偏紧，同业机构资金渠道受限，信托公司项目发行难度不断加大，固有资金在投资信托产品、支持信托业务发展方面发挥了较大作用，同时也占用了一部分流动性；然而从整体行业来看，信托行业的固有资产负债率仍处于较低水平。截至 2018 年末，信托公司固有负债总额为 1,443.85 亿元，资产负债率为 20.07%。

信托公司经营收入来源于固有业务和信托业务，其中固有业务带来的收益包括利息收入和投资收益。2018 年以来，在强监管、去杠杆的背景下，通道业务带动信托资产规模收缩，且信托行业处于转型发展阶段，新型业务尚未形成规模化收入，信托行业经营收入较上年有所下降。2018 年，信托行业实现经营收入 1,140.63 亿元，较上年减少 4.23%。从信托行业平均报酬率来看，2018 年，在银行控制同业投资规模的影响下，市场资金面偏紧，报酬率较高的主动管理类信托产品资金募集困难，导致平均年化综合信托报酬率进一步下降，2018 年平均年化综合信托报酬率为 0.35%。从盈利能力来看，2018 年，信托业人均利润为 275.02 万元，较上年有所减少，整体盈利能力进一步下滑。在监管政策持续收紧的作用下，信托公司传统通道业务和信政合作业务发展受阻，信托公司面临较大业务转型压力，尤其是以通道业务为主的信托公司，在强监管的环境下，通过压低费率、扩大业务规模来提高绝对收益的手段将受到制约，未来盈利水平存在一定的不确定性。

随着信托行业发展速度的趋缓，相应的风险也逐步显现，信用风险伴随着宏观经济下行和刚性兑付的打破逐渐暴露。由于信托行业在高速发展阶段时，将信托资金大多投向房地产和地方政府融资平台领域，2018 年以来，政府加大了对房地产和地方政府融资的政策调控力度，收紧了融资渠道，导致地方政府偿债能力有所下降，部分地区的房地产销售遭到严格调控，因此对部分信政合作项目和房地产信托项目产生一定的流动性影响；同时，在金融去杠杆的影响下，银行抽贷断贷导致企业融资环境恶化，流动性紧张，致使工商企业类信托产品违约风险有所上升；此外，由于部分信托产品以债券作为基础资产，债券市场违约事件频发亦对信托产品的信用风险造成较大冲击。整体看，2018 年以来，信托行业风险资产规模明显增长，信托业务不良率有所上升，但与其他行业相比仍处于较低水平。截至 2018 年末，中国信托业的风险项目个数为 872 个，较 2017 年末新增 271 个，风险资产规模为 2,221.89 亿元，较 2017 年末增长 69.05%，增幅明显，其中集合类信托占比 61.74%，单一类信托占比 36.56%，财产管理权信托占比 1.69%；信托业务不良率为 0.98%。从净资产覆盖倍数来看，2018 年 6 月末净资产对风险资产的覆盖倍数为 2.59 倍，行业抗风险能力较强。

图6 2016Q1—2018年Q4各季度信托行业风险项目个数及规模



数据来源：WIND，联合评级整理

（2）政策与监管

近年来，监管部门对信托行业出台了多项政策，监管政策对信托行业发展的保护性和约束性愈发加强。

2017年1月，银监会下发了《信托公司监管评级办法》，关注信托公司单体法人风险（占比80%）和系统性风险（占比20%）两个层面，评级要素包括资本要求、资产质量、风险治理、盈利能力、跨业纪律、从属关系、投资者关系和外部评价八个方面，评级办法由定量指标和定性指标共同组成，其中定量指标包括监管定量指标和行业评级指标；根据评级结果，信托公司将被分为创新类（A+、A-）、发展类（B+、B-）和成长类（C+、C-）三类六个级别。由于监管评级与信托公司的业务范围相挂钩，且会成为同业合作的主要参考，监管评级办法的实施会对信托公司的同业授信和声誉产生一定影响，同时，有助于引导信托公司向监管导向的方向发展；从应对措施看，信托公司需要提升净资本规模和降低风险项目以获取较高的评级分数。

《信托公司信托业务监管分类指引》和《信托公司信托业务监管分类表》（征求意见稿）制定完成后，中国信托业年会提出信托八大业务分类，即债权信托、股权信托、标品信托、同业信托、财产信托、资产证券化信托、公益（慈善）信托和事务信托。2017年4月，银监会下发《信托业务监管分类试点工作实施方案》，正式启动了信托业务监管分类试点工作，首批试点包括十家信托公司。信托业务监管分类试点的推进将推动信托公司传统业务的升级和创新业务的拓展；同时，提高信托业务风险识别和计量的真实性和准确性，防止监管套利，提高监管的有效性；提高业务的规范化和阳光化进程，从而推动信托行业持续健康发展。

继2016年12月中国信托登记有限责任公司（以下简称“中信登”）正式挂牌成立后，2017年5月，中信登下发了《信托登记管理规则暂行细则（征求意见稿）》，规定信托登记包括预登记、初始登记、变更登记、终止登记、更正登记等类别，登记内容涵盖信托产品信息、信托受益权信息等，未来可能逐步实现信托业务监管信息化，有利于实施穿透监管，同时，信托登记将提升现有业务的透明性，完善信托产品的信息披露，对受托人的履职情况形成更好的监督；2017年9月1日起，信托登记系统正式上线运行，将提高信托产品的流动性，有望形成一个规模化的信托产品二手交易市场。

2017年4月，银监会先后发布了有关“三违反”、“三套利”和“四不当”等方面专项治理

的 7 份监管文件（以下简称“三三四”），全面规范银行业发展，防控银行业风险，同时对信托公司的信政合作业务、房地产业务和同业业务产生较大冲击。信政合作业务方面，针对涉及变相新增地方政府债务的业务模式加强监管，同时进一步要求金融机构为融资平台公司等企业提供融资时，不得要求或接受地方政府及其所属部门以任何形式提供担保；房地产业务方面，监管要求加强合规性管理，严禁资金违规流入房地产领域；同业业务方面，监管要求禁止开展存在监管套利、空转套利的通道业务，并规定新开展的同业投资业务不得进行多层嵌套，信托公司获得同业机构资金的难度大幅增加，同业业务是受“三三四”影响最大的信托业务。

2017 年 12 月，银监会下发《关于规范银信类业务的通知》（55 号文）（以下简称“55 号文”），对银信类业务及银信通道业务的定义进行了明确，并对银信类业务中商业银行和信托公司的行为进行了规范。“55 号文”将表内外资金和收益权同时纳入银信类业务的定义范畴，扩大了银信类业务及银信通道业务的定义，并要求商业银行按照实质重于形式原则，将其实际承担信用风险的业务纳入统一授信管理并落实授信集中度监管要求；同时，强调不得通过信托通道将表内资产虚假出表，不得将信托资金投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制领域；此外，“55 号文”要求商业银行对信托公司实施名单制管理，审慎选择交易对手。“55 号文”的实施将引导商业银行作为业务发起端主动减少银信通道业务，预计短期内银信通道业务规模会有所下降，有利于促进信托公司回归信托本源。

2018 年 4 月，银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价结果的公告》，包括华润信托在内的 6 家信托公司获得银行间市场债券承销业务资格，实现了信托参与银行间市场债券承销业务的破冰，对于信托行业开拓业务空间，实现转型发展具有战略意义。

2018 年 4 月 27 日，由人民银行、银保监会、证监会及外汇管理局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式落地。具体来说，第一，资管新规要求金融机构开展资管业务时不得承诺保本保收益，且出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付，刚性兑付的彻底打破将对信托公司的资产管理能力提出更高要求，短期内，将使信托公司面临客户流失、资金募集能力减弱、经营压力增大等困难；第二，资管新规要求资管产品可以投资一层资管产品，禁止多层嵌套，信托公司通道业务模式将有所变化，从而对通道业务规模将产生较大影响；第三，资管新规要求金融机构对资管产品的资金进行单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或参与资金池业务，进一步细化了对资金池业务的管理，严格限制了信托公司资金池业务的开展；第四，资管新规提高了合格投资者准入标准，对信托产品的销售渠道带来一定负面影响；此外，资管新规对信托产品的结构设计、代销、风险处置和托管等方面带来一定影响。

2018 年 8 月 17 日，银保监会下发了《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（信托 37 号文）（以下简称“通知”），对信托行业实施资管新规的细则进行了明确。具体来看，“通知”明确了资管新规主要适用于资金信托，公益（慈善）信托、家族信托等信托本源业务不属于资产管理产品的范畴；对于事务管理类信托业务实施区别对待，强调严控为委托人监管套利、违法违规提供便利的事务管理类业务的同时，支持符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务，并强调资管产品嵌套情况下，受托人需对其进行主动管理，对严控通道业务的态度有一定缓和；制定了过渡期的整改计划，为接续存量产品所投资的未到期资产，信托公司可以发行存量产品对接以减缓流动性压力。

总体看，受“三三四”“55 号文”“资管新规”和“通知”等监管文件的影响，短期内信托公司的受托管理资产规模和盈利能力在通道业务收缩的压力下将面临较大冲击，长期看，信托公司

须顺应资管新时代下标准化、净值化管理、统一监管的发展趋势，加速回归信托本源，提升主动管理能力，打造核心竞争力，实现可持续健康发展。

2. 融资租赁行业

(1) 行业概况

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自己的特点和优势，在国际上已发展成为仅次于资本市场、银行信贷的第三大融资方式。

目前中国有两类融资租赁公司：一类是由银监会批准成立的金融租赁公司，按出资人不同，可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司，属于非银行金融机构。另一类是由商务部批准成立的租赁公司，主要是由非金融机构设立，注册资本相对较小；按企业形式划分，该类租赁公司可分为内资、中外合资以及外资独资；按公司背景划分，还可划分为厂商系和独立第三方租赁公司。

截至 2017 年末，据中国租赁联盟和天津滨海融资租赁研究院统计，中国各类融资租赁公司（不含单一项目公司、分公司、SPV 公司和收购海外的公司）总数约为 9,090 家，较年初增加 1,954 家，增长 27.4%。其中，金融租赁公司 69 家，较年初增加 10 家；内资租赁公司 276 家，较年初增加 72 家；外资租赁公司 8,745 家，较年初增加 1,862 家。

(2) 行业竞争

资本市场融资、银行贷款以及融资租赁是企业融资的主要渠道。融资租赁是一种以实物为载体的融资手段和营销方式，与银行传统信贷业务和资本市场融资有着明显的区别，具有自身的优势和特点。首先，企业选取融资租赁方式进行融资时，无须一次性筹措引进设备的所有资金，且能够根据自身财务状况，灵活地选取定期付款的额度、付款周期等。其次，融资租赁具有一定成本优势，担保和抵押的方式灵活变通，融资条件相对比较宽松。再次，企业在整个融资租赁期满时，可以自由地选择退出方式，既可以退租、续租，也可以购买。最后，作为一种新型的企业融资渠道，融资租赁使得企业融资不再局限于传统的融资渠道，可以根据自身的需求，在不同的情况下采取不同的租赁方式来满足自身对于资金的需求。

由于商务部下辖的融资租赁公司缺乏稳定的长期资金来源，融资途径主要依靠股东增资和银行借款，对信托、租赁投资基金、资产证券化等新型融资方式未充分利用，融资渠道狭窄，且融资成本较高，相对于银行的渠道优势和良好的客户资源，商务部下辖的融资租赁公司面临相当大的挑战。

银行系金融租赁公司依托于母行，具有资金实力雄厚、融资成本低、信用信息完善、客户群体多等优势，银行系金融租赁公司将其业务发展定位于交通、船舶、大型设备制造业等行业，业务发展更加突出，资产扩张迅速。由于受到资本金和融资渠道的限制，非银行系金融租赁公司多将业务定位于印刷、医疗设备、教育、工程机械等行业。上述行业对融资租赁业务需求旺盛，且相对于飞机、船舶等大型设备来说，一次性投入资金量较小，适合资本金规模较小和融资渠道有限的金融租赁公司。

据中国租赁联盟和天津滨海融资租赁研究院测算，截至 2017 年末，全国融资租赁合同余额约为 6.06 万亿元人民币，同比增长 13.7%。其中，金融租赁约为 2.28 万亿元，同比增长 11.8%；内资租赁约为 1.88 万亿元，同比增长 16.0%；外商租赁约为 1.90 万亿元，同比增长 13.8%。

总体看，作为三大融资手段之一的租赁，具有一定的融资优势，在一定程度上与银行贷款以及

资本市场形成了互补。在融资租赁行业内部，金融租赁公司和商务部批准成立的租赁公司在业务定位上存在着较为明显的差别。随着融资租赁行业的不断发展，行业规模的不断扩大，融资租赁行业竞争将日趋激烈。

（3）发展前景

中国融资租赁行业仍处于起步阶段，在欧美等发达国家，融资租赁渗透率约为 15%，有的国家甚至可达到 30%。中国目前的融资租赁渗透率较发达国家仍然有很大的上升空间。

融资租赁行业的不断发展为解决中国中小企业贷款难等问题提供了一条新的解决途径。融资困难是制约中国中小企业发展的重要因素之一，虽然国内商业银行推出了一系列的措施以缓解该问题，但是并没有从根本上解决中小企业融资难的问题。随着金融租赁行业的不断发展，租赁产品范围的不断扩大，中小企业对租赁行业认知度的不断加深，融资租赁公司可以为中小企业提供更为便捷、经济的融资服务，并在一定程度上可以替代银行贷款。

融资租赁行业在中国仍然处于起步阶段，法律法规、税收政策等方面均不够完善。在融资租赁发达的国家，政府对融资租赁行业大都给予了特殊优惠政策，包括税收、保险、信贷和财政补贴等。目前，中国还没有制定专门针对融资租赁的税法及相应的税收优惠政策。2016 年 3 月 23 日《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》颁布，全面“营改增”之后，对于融资租赁交易的分类征税更加科学合理，对融资租赁企业的资本要求更加严格，整体上有利于融资租赁行业的长期良性发展。

目前中国租赁公司的资金来源主要包括资本金、银行贷款、同业拆借、股东定期存款、资本市场以及回购业务。对于非银行系融资租赁公司来讲，实收资本金规模较小，拆借资金不具备成本优势，资本市场准入门槛较高，票据市场流通发达程度低，在一定程度上限制了非银行系融资租赁公司的发展。

相较于 2007 年的管理办法，2014 年发布的新办法拓宽了金融租赁公司的业务范围和融资渠道，将吸收非银行股东的定期存款由原来的 1 年（含）以上调整为 3 个月（含）以上，将原来的发行金融债券调整成为发行债券，放宽了发债品种的限制，并新增了资产证券化业务，上述几点对解决金融租赁公司的资金瓶颈问题意义重大，对金融租赁公司的长期发展产生了积极影响。

总体看，融资租赁行业在中国仍然处于发展初期，相关法律、税收政策仍需完善。但是，该行业仍拥有广阔的发展前景，并且为解决中小企业融资难等问题提供了新的解决途径，未来该行业仍将保持较快的发展速度。

3. 产业投资行业

产业投资是对市场前景广阔、管理规范、财务透明的公司进行的长期的战略性投资。既可以投资于规模性增长的传统行业，如能源、生物和公共设施建设等行业；也可以投资于高速成长的新兴行业，如电子、通信和网络等。产业投资为企业提供股权投资，帮助企业实现股权和资产结构优化，并且参与企业管理，协助企业制定中长期发展战略及营销战略规划，评估投资和经营计划等一系列方案，使所投资企业得到长足发展，获取超额利润。

近年来，随着中国经济的快速发展，中国资本市场日益完善，产业投资行业发展迅猛，各地政府也设立产业投资引导基金来扶持当地经济和产业的发展。如北京大力发展“1+3+N”模式股权投资，主要对准新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种、信息产业等领域；广东省出台的《关于加快经济发展方式转变的若干意见》指出，要制定实施战略性新兴产业发展规划，培育 100 个战略性新兴产业项目。

未来中国的产业投资行业将会迎来进一步发展壮大的机会。一方面，产业投资行业的资金渠道将更加多元化。随着政策逐步放开，养老保险资金可以逐步进入产业投资基金市场，为中国产业投资基金公司的发展提供机遇。同时，政府支持中小企业的创业基金、证券公司以及部分实力雄厚的大型国有企业的部分资金都可以作为资金来源的一部分。另一方面，随着产业投资行业的发展，所关注的行业将进行进一步细分，在细分行业中将会挖掘出更多的可投资的优质企业。

2010年8月31日国务院出台《国务院关于中西部地区承接产业转移的指导意见》(国发[2010]28号)，提出陕西省应该因地制宜地承接发展优势、特色产业。其中包括：在高科技产业，承接发展电子信息、生物、航空航天、新材料、新能源等战略性新兴产业，加强与东部沿海地区创新要素对接，支持建立高新技术产业化基地和产业“孵化园”，促进创新成果转化；在现代服务业，适应新型工业化和居民消费结构升级的新形势，大力承接发展商贸、物流、文化、旅游等产业，积极培育软件及信息服务、研发设计、质量检验、科技成果转化等生产性服务企业，发展相关产业的销售、财务、商务策划中心，推动服务业与制造业有机融合、互动发展；在加工贸易业，改善加工贸易配套条件，提高产业层次，拓展加工深度，推动加工贸易转型升级，鼓励加工贸易企业进一步开拓国际市场，加快形成布局合理、比较优势明显、区域特色鲜明的加工贸易发展格局；在农产品加工业，发挥农产品资源丰富的优势，积极引进龙头企业和产业资本，承接发展农产品加工业、生态农业和旅游观光农业，推进农业结构调整和发展方式转变，加快农业科技进步，完善农产品市场流通体系，提升产业化经营水平。

在承接产业转移的大背景下，陕西省大力发展产业投资行业。公司代表政府来履行产业投资职能，积极发掘市场空间广阔的优势产业项目，围绕优势产业链，培育产业龙头和产业集群，合理调配产业上下游相关资源，发挥协同效应和规模效应。

4. 区域经济环境

西安市是陕西省省会，地处渭河平原中部，是中国陆地版图中心和中国中西部两大经济区域的结合部，是西北通往西南、中原、华东和华北的门户和交通枢纽，是中国六大国家区域中心城市之一，交通畅达、区位优势。西安市是陕西省政治、经济、文化中心，辖10区3县，总面积10,108平方公里，2018年底常住人口1,000.37万人。西安市拥有“五区一港两基地”，即国家级西安高新技术产业开发区、国家级西安经济技术开发区、西安曲江新区、西安浐灞生态区、西安沣东新城、西安国际港务区、西安阎良国家航空高技术产业基地、西安国家民用航天产业基地。

近年来，西安市凭借其资源优势和地理优势，综合经济实力实现稳步提升，财政收入持续增长，地方财政实力显著增强。根据西安市2018年《国民经济和社会发展统计公报》及西安市财政局披露的数据，2018年，西安市实现地区生产总值8,349.86亿元，同比增长8.20%。其中，第一产业增加值258.82亿元，同比增长3.30%，第二产业增加值2,925.61亿元，同比增长8.50%，第三产业增加值5,165.43亿元，同比增长8.30%。三次产业构成为3.10:35.00:61.90。

2018年，西安市规模以上工业中，战略性新兴产业总产值比上年增长9.7%，占规模以上工业比重为39.8%；高技术制造业总产值增长8.5%，占规模以上工业比重为24.4%，其中，电子及通信设备制造业总产值增长5.4%，占高技术制造业的比重为54.2%，信息化学品制造业增长9.2%，航空、航天器及设备制造业增长17.0%，计算机及办公设备制造业增长35.0%。2018年，西安市全社会固定资产投资同比增长8.40%。2018年全年地方财政一般公共预算收入684.71亿元，比上年增长10.80%，其中，税收收入556.58亿元，增长24.00%。全年地方财政一般公共预算支出1,151.61亿元，比上年增长10.20%。

总体看，近年来，西安市经济快速发展，财政实力较强；公司作为西安市政府直管的投资主体

和国有资产运营机构，能够获得较好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年底，公司注册资本142.30亿元，西安市财政局持股100%，实际控制人为西安市财政局。

2. 企业规模及竞争力

公司唯一股东是西安市财政局，实际控制人是西安市财政局，公司是西安市政府在金融和财政扶持主导产业领域的投资主体和出资人代表，是西安市政府唯一的综合性投资控股公司和财政产业扶持资金运作主体，在西安市经济发展中具有重要作用，得到了西安市财政局在资产划转、财政补贴等方面的有力支持。

公司借助一带一路建设、新一轮西部大开发带来的产业转移及升级再造、关中-天水经济区建设、西安（咸阳）国际化大都市建设规划、陕西自贸区建设等机遇，围绕打造新产业、形成新业态、建设新城市的核心，以实现政府产业政策和财政政策为目标，以资产管理和资本运营为核心，以主导产业和重大建设项目投融资为重点，形成了以地方财政创新投入方式承接平台为重要职责，以金融、产业基金、置业为核心业务，以咨询、服务等为补充的业务格局。

金融板块，公司按照全面布局、重点培育、协同发展的步骤打造金融全产业链，公司控股的金融资产重点在银行、信托、租赁方面，同时涵盖了担保、证券、小额贷款、投资等众多金融行业。其中，子公司长安国际信托有限公司（以下简称“长安信托”）经营规模较大，截至2018年底，长安信托注册资本金33.30亿元，净资产规模65.07亿元，管理信托资产规模达5,200亿元。

产业投资板块，公司是西安市财政支持产业的承接平台，西安市政府的创投引导基金等各类政府主导产业基金均交由公司管理运作。公司在产业领域的战略合作伙伴包括水务集团有限责任公司、陕西鼓风机集团有限公司、陕西黄河集团有限公司等企业；此外还与长安、户县、蓝田等区县建立了战略合作伙伴关系。

总体看，公司借助当地的多项发展机遇，围绕西安市经济发展战略和产业政策开展投资业务，承担着国有投资控股公司在投资和结构调整等方面的重要导向作用，目前金融板块产业链齐全，在西安市的产业基金管理方面处于垄断地位。

3. 人员素质

截至2018年底，公司拥有董事、监事及高级管理人员合计13人，均在公司工作多年，具有丰富的管理工作经验，整体素质高。

公司董事长巩宝生，男，1963年出生，硕士学历，注册会计师，高级会计师。曾任西安大明会计师事务所副所长，西安市财政局收费处副处长，西安市财政投资评审中心主任等职。2009年12月至2015年5月任公司总经理，2012年2月至2015年5月兼任西安西投置业有限公司（以下简称“西投置业”）有限公司董事长，2015年5月至今任公司董事长。

公司总经理赵泉，男，1970年出生，大学本科学历。曾任西安市财政局办公室主任，陕西省信用再担保有限责任公司总经理等职。2015年9月至今任公司董事、总经理，负责主持公司全面经营工作。

截至2018年底，公司（母公司口径）从业人员218人；从学历来看，硕士及以上学历占56.00%、本科及以下占44.00%；从年龄来看，40岁以下占76.10%、40岁以上占23.90%；具备中级以上技术职称人员超过40%，具备证券、基金从业资格人员超过20%。

总体看，公司高层领导大多具有深厚的专业技术背景和丰富的管理经验；公司员工学历水平较高，管理人员占比较高，符合公司投资管理型业务的特点。

4. 政府支持

公司是西安市政府在金融领域和财政扶持产业发展的投资主体，在资本金注入、股权划拨及发展等方面一直得到西安市财政局的有力支持。

（1）资本金注入

公司自2009年成立后，西安市财政局对其进行了多次增资。2016—2018年增资情况如下：

2016年11月23日，公司注册资本增至51.25亿元（本次增资总额为7.31亿元，全部为货币出资）。2018年11月13日，公司注册资本增至142.30亿元（本次增资总额为91.05亿元，其中现金方式增资13.08亿元，其他方式增资77.97亿元）。截至2018年底，公司注册资本142.30亿元，实收资本142.30亿元。

（2）设立大西安产业基金

公司是西安市政府在金融和财政扶持主导产业领域的投资主体和出资人代表，主要职责为对符合西安市产业发展规划的企业实施投资引导及为西安市经济发展提供融资服务等。2017年12月26日，根据设立方案，西投控股将由西安市政府授权作为出资代表，分别设立引导基金法人主体和引导基金管理机构并履行引导基金的出资人和日常管理等职能。

大西安产业基金是由西安市政府批准设立的政府出资产业投资基金，将通过“引导基金+产业发展基金群”的双层结构，整合设立目标规模千亿级的大西安产业发展基金。其中政府引导基金，授权公司作为出资人，出资不低于100亿元，撬动社会资本投向西安市战略性新兴产业、工业发展、科技创新创业、服务业、文化、旅游、农业（产业扶贫）等重点产业领域，最终形成撬动产业投资规模不低于1,000亿元的产业基金集群。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1061011301683000A），截至2019年5月31日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，企业信用记录良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是西安市财政局全资控股企业。公司独立经营，与西安市财政局之间保持业务、资产、人员、财务、机构独立，具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。公司实行董事会领导下的总经理负责制，具有完整的法人治理结构，自2009年成立以来，公司已逐步建立健全董事会、监事会、经理层分权制衡的治理结构。

公司不设股东会，由唯一的股东西安市财政局对公司的国有资产实施监督管理并行使股东会职权：决定公司的经营方针和投资计划；委派非由职工代表担任的董事、监事，并指定董事长和监事会主席；修订公司章程，审议董事会、监事会的议事规则等重要规章制度；审议批准董事会报告、监事报告、年度财务预决算方案以及利润分配方案和弥补亏损方案；决议公司增减资、发行公司债

券、合并、分立、解散、清算或变更公司形式等事项；审议批准超过公司自营净资产10%（含10%）的重大投资、重大担保、重大资产转让等重大事项等；西安市财政局划转至公司持有的股权资产的对外出资、对外担保、抵押、转让等均由西安市财政局审批。未经西安市财政局同意，公司董事、监事、高级管理人员不得在其他经济组织兼职。

公司设董事会，为公司决策机构，成员为7人。其中非独立董事5人（含职工代表董事2人），由西安市财政局委派；独立董事2人，由公司董事会或监事会提名，报西安市财政局同意后，向公司董事会推荐。董事每届任期三年，任期届满可连任。董事会设董事长1人，由市财政局从董事会成员中指定，董事长担任公司法定代表人。董事会下设风险管理委员会、审计委员会、人事薪酬委员会、战略管理委员会共4个专门委员会。按照股东授权审议批准公司自营净资产10%以下的项目投资、对外担保、资产转让等事项，并定期向股东报备授权执行情况。

公司设立监事会，监事会成员5人，其中职工代表监事2人，非职工代表监事由西安市财政局委派。董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。监事依据《公司法》、《公司章程》等规定履行职权，包括：检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等，近年来能较有效发挥监事会的作用。

公司日常经营实行董事会领导下的总经理负责制，高级管理层主要包括总经理1名、副总经理2~4名、财务负责人1名等，由董事会聘任或者解聘，每届任期3年，可以连任。高级管理人员均具备丰富的金融监管或金融行业经营管理经验，近年来，公司管理团队较为稳定，能够保障公司的持续稳定运作。

总体看，公司按照现代企业制度建立了公司治理结构，法人治理分工明确，运行情况良好。

2. 管理水平

公司目前设置有董事会办公室、监事会办公室、党群工作部、纪检监察室、审计部、办公室（信息中心）、人力资源部、战略规划部、运营管理部、资金财务部、法律事务部、风险合规部、投资部、金融管理部、资本运营部和基金管理部等。公司各部门职责划分明确，内部组织机构设置合理，能够满足公司当前业务发展的需要。

公司实行全面风险管理制度，由董事会及其风险管理委员会、监事会、经营层、内审风控部、业务部门以及其他职能部门共同组成风险控制的组织体系。董事会是公司风险控制的最高决策机构，董事会风险管理委员会主要负责和监督公司日常风险管理工作，内审风控部具体负责风险控制和管理的工作。

公司参照中国银监会发布的《非银行金融机构资产风险分类指导原则（试行）》进行资产风险管理，采用资产风险分类法，把各项资产分为正常、关注、次级、可疑和损失五类，后三类合称为不良资产。风险分类涉及的资产包括债权类资产、权益类资产和其他资产。

子公司管理方面，公司根据权属各子公司的战略地位、资源相关度、发展阶段、市场变化特征、市场竞争情况、业务领域的专业化程度、行业成熟度、核心资源能力等因素确定相应的、具有不同的管理重点及深度的差异化的管理方式，主要有运营操作型、战略经营型、战略设计型、财务控制型四种管控模式。

对外担保管理方面，公司制定了《担保事项管理办法》，规范对外担保行为，以控制风险。公司可为全资子公司、控股子公司、参股公司，及因业务发展需要或具备互保条件的符合公司担保条件的企业提供担保，但严格规定了担保额度，且被担保人原则上必须提供经公司认可的反担保措施，公司不得为非企业法人或个人提供担保。

投融资和担保项目风险管理方面，由经办部门（单位）开展项目前期调查及立项审批工作，按照要求撰写尽职调查报告，分别提交内审风控部和法律事务部进行初步审查，初审通过后启动项目专项风控评审流程。项目业务评审分为会议评审和会签评审，对项目风险较高、金额较大、交易结构复杂的业务采取会议评审的方式；对方案较简单、金额较小、风险较低的项目，经项目风控委主任批准，可采取会签评审方式；对重大项目，风控评审中应有外部专家参与。内审风控部负责整体统筹公司的项目风险预警工作，项目预警管理工作按债权类、股权类、证券投资类等类型分类管理。

股权投资业务管理方面，公司业务部门参与项目的全流程管理，主要负责项目的开发、筛选、立项、尽职调查、投资及项目投后管理工作，实行项目经理责任制。完成尽职调查后的项目提交内审风控部组织召开项目投融资风险控制委员会会议进行审议，审议通过的项目交由战略发展部组织召开项目决策委员会会议审议，审议通过的项目按照《公司章程》及《授权管理办法》的权限划分，由股东、总经理、董事长、董事会各自依权限完成最终的决策流程。投后管理工作实行项目经办部门与职能部门相结合的双线管理方式进行，各自按照不同的分工和工作重点进行独立的投后管理。

总体看，公司已建立了规范的法人治理结构，内部管理制度比较健全，建立了完善健全的投融资管理、风险管理、资金管理机制。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为西安市政府在金融和财政扶持产业领域的投资主体和出资人代表，主要从事金融股权投资管理、产业投资引导并为西安市经济发展提供融资服务等。目前公司的主要业务板块有金融、产业投资和置业板块

表 2 2016—2018 年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
金融板块	27.23	84.11	28.30	85.27	26.68	89.77
其中：信托业务	17.08	52.77	17.98	54.15	18.16	61.10
融资租赁业务	5.99	18.50	5.86	17.66	3.71	12.48
融资担保业务	1.91	5.90	1.87	5.63	1.21	4.07
小额贷款业务	0.64	1.97	0.58	1.74	1.67	5.62
其他金融业务	1.61	4.96	2.02	6.08	1.93	6.49
置业板块	2.68	8.27	2.72	8.20	0.11	0.37
其他板块	2.47	7.62	2.17	6.54	2.93	9.86
合计	32.37	100.00	33.20	100.00	29.72	100.00

注：1.公司信托业务自营部分收入不计入营业收入中，计入投资收益及公允价值变动损益；2.因公司产业投资板块收益计入投资收益，故表中未反映产业投资板块相关情况

资料来源：公司提供

公司营业收入包括金融板块、置业板块和其他板块。2016—2018 年，公司营业收入分别为 32.37 亿元、33.20 亿元和 29.72 亿元。其中，金融板块为公司的主要收入来源，2016—2018 年，该板块收入分别为 27.23 亿元、28.30 亿元和 26.68 亿元，其中信托业务收入占比最大，三年分别占比 52.77%、54.15%和 61.10%；融资租赁业务收入占比分别为 18.50%、17.66%和 12.48%，呈下降趋势；金融板块中的融资担保和小额贷款业务占比较小；2016—2017 年，置业板块亦为公司营业收入的重要组成部分，但受承揽项目的减少及项目周期较长的影响，收入占比呈下降态势。2018 年，公司置业板块

收入规模大幅下降主要系工程施工主要经营实体陕西明泰工程建设有限责任公司（以下简称“明泰工程”）不再纳入合并范围所致。公司其他业务包括管理咨询及投融资服务和园艺产品种植与销售等零星业务，规模较小。

从毛利率情况来看，2016—2018 年，由于金融板块的业务成本增幅略高于营业收入的增幅，公司该板块毛利率呈逐年小幅下降趋势，三年分别为 87.22%、85.97%和 84.46%；受毛利率较高的金融服务板块占比快速提升影响，近三年公司整体毛利率呈波动增长趋势，2018 年为 83.00%。

2. 产业投资板块

公司产业投资板块的经营主体包括公司本部、西安恒信资本管理有限公司（以下简称“恒信资本”）和基金管理公司。公司产业投资板块业务分为股权直投和基金运作两个业务分支，投资领域主要集中在旅游、农业、生物医药、人工智能、新能源、芯片、半导体、高端智能装备制造等多个领域。该板块收益计入投资收益，主要来源于①长期持有的参股公司的经营利润②阶段性持有的，通过转让实现的股权增值收益。

（1）股权直投

按照西安市产业发展规划，公司通过积极发掘市场空间广阔的优势产业项目，按照市场化原则，以股权投资方式为主，主要通过收缴股息、现金分红及项目处置实现收益。公司对已投项目实行差异化管理，通过 IPO、并购、协议转让、股东收购、企业回购等方式择机退出。

表 3 截至 2018 年底公司主要股权投资项目（单位：万元、%）

项目名称	总投资金额	持股比例	投资时间	投向产业方向
西安秦岭朱雀太平国家森林公园旅游发展有限公司	13,200.00	33.00	2012 年	山区旅游
西安秦岭生态保护有限公司	20,000.00	25.00	2011 年	旅游规划及开发
西安秦岭终南山世界地质公园旅游发展有限公司	19,800.00	33.00	2011 年	山区旅游
西安航空航天投资股份有限公司	15,000.00	10.00	2018 年	航空航天
西安富阎移动能源有限公司	5,000.00	2.17	2018 年	新能源
浙江遂网电子商务有限公司	4,500.00	14.24	2018 年	互联网
西安西测电子技术服务有限公司	800.00	5.05	2017 年	环境与可靠性检测试验
西安天一生物技术股份有限公司	480.00	3.07	2015 年	植物提取物
西安农业科技孵化器有限公司	300.00	60.00	2010 年	农业项目孵化
西安开米股份有限公司	6,709.58	7.93	2011 年	生活用精细化工
西安园区发展投资管理中心（有限合伙企业）	200.00	40.00	2010 年	投资管理、股权投资
小计	85,989.58	--	--	--

资料来源：公司提供

公司作为西安市财政各项支持产业发展资金股权投资的执行机构，截至 2018 年底，公司参与的财政出资股权投资项目 4 个，投资规模 53,300.00 万元，单个项目的最小资金量为 300 万元，最大资金量为 20,000.00 万元，投向行业主要分布在山区旅游及旅游规划开发等。

以自有资金直接投资的股权项目，公司参与被投资企业的经营管理，支持并促进企业按照既定目标发展，确保投资资金的安全及投资收益的最大化。公司充分发挥自身资源优势，以市政府确定的五大主导产业、八大优势产业为主线，结合公司自身实际情况，不断发掘、筛选符合国家与地方政策的优质项目。截至 2018 年底，公司以自有资金直接投资的股权项目 7 个，投资规模 32,689.58 万元，单个项目的最小资金量为 480 万元，最大资金量为 15,000.00 万元，投向行业主要分布在航空航天、新能源、互联网等。

(2) 基金运作

2011年4月，公司出资1,000万元成立恒信资本，该公司现作为西投控股商业化基金GP（含存量基金管理），并且可承接大西安产业子基金受托管理。截至2018年底，恒信资本总资产3,698.68万元，所有者权益3,495.17万元；2018年恒信资本实现营业总收入1,051.16万元，净利润433.88万元。根据西安人民政府办公厅2017年12月26日下发的设立方案，西安市将采用新增出资的方式设立大西安产业基金，公司将由西安市政府授权作为大西安产业基金的出资人代表，负责设立引导基金法人主体和引导基金管理机构，履行引导基金的出资人和日常管理职能。大西安产业基金作为市政府批准设立的政府出资产业投资基金，采用“引导基金+产业发展基金群”的结构，由西安市财政通过新增出资的方式，西投控股作为出资人出资100亿元成立引导基金，通过引导基金吸引社会及金融资本在西安市战略性新兴产业、工业发展、科技创新创业等重点领域共同组建产业发展基金，最终形成产业基金群。成立引导基金管理办公室，负责引导基金的制度建立、统筹管理、综合协调、政府出资调度等工作。主要包括：研究和制定引导基金相关制度办法；制定引导基金出资年度预算，筹措落实政府出资；复核各产业基金群内产业子基金的出资方案；对引导基金投资项目运作情况进行监督检查和绩效管理；向市政府上报引导基金管理运行情况及重大事项；完成市政府交办的引导基金管理相关工作。引导基金管理办公室设在市财政局，主任由市财政局局长担任，采取公司制组织形式。引导基金由基金管理公司作为管理人，具体负责基金的管理和运营。

引导基金资金来源主要为西投控股自有资金，主要来自于市财政局注入西投控股的注册资本及西投控股自筹资金。

引导基金未来将以市场化方式联合社会和金融资本共同发起设立公司制、有限合伙制等组织形式的产业子基金，产业子基金原则上以股权投资等方式直接投资于各行业细分领域内的企业和项目，或者直接投资市委、市政府确定的重大产业项目。

表4 截至2018年底公司管理运营基金概况（单位：亿元、%）

类别	基金名称	基金规模	持股比例	设立时间	存续期限	投资领域	运营主体
引导基金	合作发展基金	50.00	100.00	2016年8月	长期	基础设施建设	西投控股
	大西安产业基金	100.00	100.00	2018年4月	长期	高新技术、新能源、旅游、文化等	基金管理公司
商业基金	汉能基金	21.02	35.73	2018年1月	7年	新能源	恒信资本
	西安君创投资有限公司	4.00	50.00	2014年4月	长期	高新技术产业、优势产业	恒信资本

资料来源：公司提供

表5 截至2018年底公司管理运营基金概况（单位：亿元、%）

类别	基金名称	资金到位情况	基金管理人	管理费
引导基金	合作发展基金	出资15.50亿元	西安财金合作发展基金投资管理有限公司	根据不同的子基金分别收取
	大西安产业基金	出资35.35亿元	西安产业投资基金管理有限公司	实际投资额的千分之五
商业基金	汉能基金	已全部到位	恒信资本+中睿资产管理有限公司	各收取0.4%
	西安君创投资有限公司	已全部到位	恒信资本	1.5%~2%

注：西安富阎移动能源产业股权投资中心（有限合伙）即汉能基金于2018年1月19日完成工商注册，定向投资于汉能西安移动能源产业园项目。同年2月汉能基金完成首期实缴规模21.02亿元，截至2018年6月底已完成投资20.00亿元

资料来源：公司提供

分行业看，公司管理运营基金的投资项目主要分布在现代能源和汽车产业等领域。截至 2019 年 3 月底，公司存量投资项目 36 个。公司投资项目行业分布明细如表 6 所示。

表 6 2019 年 3 月底公司运作基金在投项目行业分布（单位：个、万元、%）

投资领域	投资企业个数	投资金额	占比
现代能源	2	215,000.00	44.64
汽车产业	1	200,000.00	41.53
航空航天	1	12,500.00	2.60
生物医药	4	2,900.00	0.60
高端制造	10	23,086.53	4.79
新材料	3	5,200.00	1.08
节能环保	1	200.00	0.04
高新技术服务	9	19,300.00	4.01
其他	5	3,400.00	0.71
合计	36	481,586.53	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司产业投资业务模式较为成熟，但所投资领域主要集中在现代能源和汽车产业，需关注潜在的行业风险。

3. 金融板块

（1）信托板块

公司信托板块业务的运营主体为长安信托。长安信托的前身为西安市信托投资公司，是经中国人民银行批准设立的国有独资非银行金融机构，成立于 1986 年 8 月；1999 年 12 月，增资改制为有限责任公司；2008 年 1 月，更名为西安国际信托有限公司；2011 年 11 月，更名为长安国际信托股份有限公司。2016 年 2 月，长安信托新增注册资本 19.84 亿元。截至 2018 年底，长安信托股本总额 33.30 亿元；其中，公司持股 40.44%（无质押），为长安信托第一大股东。截至 2018 年底，长安信托总资产 88.56 亿元，所有者权益 65.07 亿元；2018 年长安信托实现营业总收入 21.10 亿元，净利润 3.56 亿元。

按业务模块划分，长安信托的主营业务由信托业务和自营业务组成。

（2）信托业务

按业务类型划分，长安信托信托业务分为主动管理型业务和被动管理型业务。近年来，长安信托积极应对市场形势变化，主动调整业务结构，加大风险相对较低的被动管理型业务发展力度，被动管理型信托资产占信托资产总额的比重持续上升；同时，不断加强业务创新，积极推动家族信托、固收产品、国际业务、资产证券化和慈善信托等特色业务发展。2018 年，受监管政策影响，信托业整体资产管理规模均出现下降。截至 2018 年底，长安信托信托业务资产规模 5,205.39 亿元；其中，主动管理型资产规模 1,539.70 亿元，占比 29.58%，被动管理型资产规模 3,665.69 亿元，占比 70.42%。

按业务功能划分，长安信托信托业务分为证券投资类、股权投资类、权益投资类、融资类和事务管理类信托业务。近年来，受资本市场波动较大的影响，长安信托证券投资类、股权投资类以及权益投资类信托业务资产规模占信托业务资产总额的比重均有所下降；由于融资类业务资金成本较高，且在宏观经济下行、企业经营风险不断上升的环境下，融资类业务占比呈明显下降趋势；受银行委外资金规模大幅增长、通道业务回流信托的影响，事务管理类业务占比快速上升。按资金来源划分，长安信托信托业务分为集合类、单一类和财产管理类信托业务。近年来，长安信托集合类信

托业务和财产管理类信托业务占比整体均呈波动上升态势，单一类信托业务占比波动下降。

表 7 信托资产分类情况（单位：亿元、%）

信托资产分类	2016 年底		2017 年底		2018 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
主动管理型信托资产	1,562.80	42.45	1,998.84	33.24	1,539.70	29.58
其中：证券投资类	494.34	13.43	669.68	11.14	306.35	5.89
股权投资类	131.45	3.57	141.76	2.36	248.21	4.77
权益投资类	142.34	3.87	232.46	3.87	150.68	2.89
融资类	794.68	21.59	794.90	13.22	834.33	16.03
事务管理类	--	--	160.04	2.66	0.13	0.00
被动管理型信托资产	2,118.48	57.55	4,015.21	66.76	3,665.69	70.42
其中：证券投资类	40.67	1.10	173.85	2.89	64.46	1.24
股权投资类	55.52	1.51	51.63	0.86	2.30	0.04
权益投资类	71.09	1.93	77.82	1.29	3.03	0.06
融资类	232.70	6.32	256.00	4.26	63.88	1.23
事务管理类	1,718.50	46.68	3,455.92	57.46	3,532.02	67.85
信托资产总额	3,681.27	100.00	6,014.05	100.00	5,205.39	100.00
其中：单一类	1,670.26	45.37	2,220.22	36.92	2,066.51	39.70
集合类	1,757.54	47.74	3,248.93	54.02	2,686.83	51.62
财产管理类	253.48	6.89	544.90	9.06	452.05	8.68

资料来源：长安信托年报，联合评级整理

从信托资金分布情况来看，近年来，长安信托根据宏观政策调控和市场形势变化，主动调整信托资产配置结构，在监管层持续加大地方政府债务融资约束、对政信合作不断收紧的环境下，长安信托基础产业信托资金占比逐年下降；受服务实体经济的政策导向的影响，实业信托资金占比上升，为信托资金第一大配置领域；证券市场及金融机构信托资金占比有所波动；此外，受房地产政策调控导致银行等融资渠道收紧等因素影响，房地产企业信托贷款的融资需求增长，房地产信托资金占比呈上升趋势，需关注房地产融资环境及行业政策变化对该类信托资产质量产生的影响。

表 8 信托资金分布情况（单位：亿元、%）

信托资金分布	2016 年底		2017 年底		2018 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
基础产业	765.74	20.80	869.12	14.45	704.54	13.54
房地产	341.83	9.29	616.73	10.25	706.06	13.56
证券市场	348.79	9.47	656.42	10.91	398.33	7.65
实业	1,416.00	38.46	2,370.74	39.42	2,237.89	42.99
金融机构	242.08	6.58	436.78	7.26	347.59	6.68
其他	566.84	15.40	1,064.26	17.70	810.98	15.58
合计	3,681.27	100.00	6,014.05	100.00	5,205.39	100.00

资料来源：长安信托年报，联合评级整理

近年来，受宏观经济下行、同业竞争加剧以及长安信托加大了被动管理类等信托业务的比重等因素影响，长安信托信托报酬率呈逐年下降趋势，2016—2018 年分别为 0.59%、0.40%和 0.34%。从信托项目收益率情况来看，近年来，长安信托集合类信托收益率呈波动下降趋势，财产管理类信托收益率波动中有所下降，单一类信托收益率持续下降。近年来，长安信托信托业务手续费收入逐年

增长，但增速明显低于信托资产增速，主要是由于信托资产规模的增长主要来源于信托报酬率较低的事务管理类业务，且整体信托报酬率呈下降趋势所致。2016—2018 年，长安信托分别实现信托手续费收入 16.98 亿元、17.80 亿元和 18.15 亿元。

表 9 已清算结束信托项目加权平均实际年化收益率（单位：%）

已清算结束信托项目	2016 年	2017 年	2018 年
集合类	7.78	11.55	4.34
单一类	7.90	6.93	4.52
财产管理类	7.92	5.66	7.82

资料来源：长安信托年报，联合评级整理

总体看，长安信托信托业务在被动管理型信托业务快速发展的带动下呈较快发展趋势，但 2018 年以来，在监管政策收紧的影响下整体规模有所收缩；信托产品体系逐步完善，具有较强的市场竞争力，信托业务收入持续增长；另一方面，基础产业、房地产业和证券市场类信托业务易受政策调控和证券市场变动影响，且“资管新规”和“55 号文”等一系列监管政策的出台，将对其信托业务规模、盈利能力等方面带来一定负面影响，信托资产结构面临调整压力。

（3）自营业务

近年来，得益于增资扩股和较好的利润积累，长安信托资本实力持续增强，固有资产规模呈稳步增长态势。截至 2018 年底，长安信托固有资产总额 89.56 亿元。从资产结构来看，长安信托固有资产主要包括货币资金、贷款及应收款和投资资产；其中，贷款及应收款主要以信托业保障基金垫款为主，贷款规模较小；投资资产占比较高，为最主要的固有资产类别。从投资品种看，长安信托投资资产以基金、信托产品、资产管理计划和股权投资为主，股票和债券投资占比低。

表 10 自营业务资产分布情况（单位：亿元、%）

固有资产分布	2016 年底		2017 年底		2018 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	10.76	14.56	9.18	10.81	5.51	6.15
贷款及应收款	7.80	10.55	15.10	17.78	22.58	25.21
同业资产	3.95	5.34	4.94	5.81	--	--
投资资产	47.52	64.28	51.00	60.06	54.69	61.06
其他	3.89	5.27	4.70	5.54	6.78	7.58
合计	73.92	100.00	84.93	100.00	89.56	100.00

资料来源：长安信托年报，联合评级整理

近年来，长安信托坚持谨慎稳健运营的原则，在提高资金运用效率的同时，持续强化风险防范与监控，确保资产稳健增值。从资产行业分布来看，近年来，长安信托固有资产主要投向金融机构和证券市场，房地产业和实业资产占比相对较低，2018 年底金融机构、证券市场、实业和房地产业资产余额分别占固有资产总额的 50.02%、16.28%、13.12%和 9.81%。

长安信托自营业务收入以投资收益和公允价值变动损益为主。近年来，受证券市场波动影响，长安信托投资收益和公允价值变动损益均呈现较大幅度的波动。2016—2018 年，长安信托分别实现投资收益 2.22 亿元、9.49 亿元和 2.39 亿元，分别实现公允价值变动损益-3.45 亿元、-4.85 亿元和-0.82 亿元。

表 11 自营业务资产行业分布情况（单位：亿元、%）

固有资产分布	2016 年底		2017 年底		2018 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
房地产业	0.15	0.20	0.13	0.15	8.79	9.81
金融机构	47.59	64.39	41.90	49.33	44.80	50.02
实业	2.74	3.71	2.60	3.06	11.75	13.12
证券市场	18.39	24.88	32.08	37.77	14.58	16.28
其他	5.04	6.82	8.23	9.69	7.68	8.57
基础产业	--	--	--	--	1.96	2.19
合计	73.92	100.00	84.93	100.00	89.56	100.00

资料来源：长安信托年报，联合评级整理

表 12 自营业务资产行业分布情况（单位：亿元、%）

固有资产分布	2016 年底		2017 年底		2018 年底	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
房地产业	0.15	0.20	0.13	0.15	8.79	9.81
金融机构	47.59	64.39	41.90	49.33	44.80	50.02
实业	2.74	3.71	2.60	3.06	11.75	13.12
证券市场	18.39	24.88	32.08	37.77	14.58	16.28
其他	5.04	6.82	8.23	9.69	7.68	8.57
基础产业	--	--	--	--	1.96	2.19
合计	73.92	100.00	84.93	100.00	89.56	100.00

注：不良资产合计=次级类+可疑类+损失类

资料来源：公司提供

总体看，长安信托资本实力持续增强，固有资产规模稳步增长，但受宏观经济下行及证券市场波动影响，自营业务收入波动较大。

（4）融资租赁板块

公司融资租赁业务主要由宝信国际融资租赁有限公司（以下简称“宝信租赁”）运营。宝信租赁成立于 2011 年 4 月，初始注册资本 2.00 亿元。宝信租赁于 2012 年和 2014 年先后增资，注册资本增至 5.00 亿元，公司作为其第一大股东，持股比例为 36.20%。截至 2018 年底，宝信租赁资产总额 45.29 亿元，其中应收融资租赁款净额 35.33 亿元；负债总额 37.97 亿元，其中借款余额 27.82 亿元；股东权益 7.32 亿元，其中实收资本 5.00 亿元。2018 年，宝信租赁实现营业收入 3.71 亿元，净利润 0.07 亿元。

宝信租赁经营范围：融资租赁（金融租赁除外），租赁业务，向国内外购买租赁财产，租赁物品残值变卖处理及维修业务，租赁交易咨询，经济咨询及担保，第二、三类医疗器械的销售、租赁及维修。（以上内容涉及行政许可及国家专项规定的按有关规定办理，取得相关许可后方可经营）。

近年来，宝信租赁业务主要集中在医疗卫生、能源开采加工及贸易、橡塑制品业、有色金属冶炼加工业和纺织业等行业。宝信租赁调整租赁资产行业投向，积极拓展能源开采加工及医疗行业客户，其中能源开采加工主要包括液化天然气等节能环保行业，并逐步减少纺织、钢铁等行业的融资租赁业务。截至 2018 年底，宝信租赁租赁资产前五大行业合计占比为 89.49%，其中第一大融资租赁投放行业医疗卫生业占比为 45.83%，行业集中度较高。

表 13 截至 2018 年底宝信租赁资产前五大行业分布情况（单位：%）

行业	占比
医疗卫生	45.83
能源开采加工及贸易	23.12
橡塑制品业	12.60
有色金属冶炼加工业	4.67
纺织业	3.27
合计	89.49

资料来源：公司提供

近年来，宝信租赁业务规模稳步增长。2016—2018 年，宝信租赁融资租赁累计放款总额分别为 126.34 亿元、163.08 亿元和 165.02 亿元。随着部分租赁合同的到期，2018 年底租赁资产余额为 35.21 亿元，与之前年度相比大幅下滑，主要系受国家去杠杆政策影响，加上宝信租赁前期杠杆率较高，新增融资租赁投放受限，导致租赁资产规模下降。

表 14 宝信租赁租赁资产情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
融资租赁累计放款总额	126.43	163.08	165.02
期末租赁资产余额	62.05	62.76	35.21

资料来源：公司提供

近年来，宝信租赁新增项目个数和当期投放金额呈现波动，主要是受宏观经济低迷以及融资租赁行业监管政策趋严的影响，使其业务发展受限所致。2018 年，宝信租赁新增项目个数为 24 个，当年投放金额为 1.94 亿元。2018 年，宝信租赁实现营业收入 3.71 亿元。

表 15 宝信租赁当期业务发展情况（单位：亿元、个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期融资租赁投放金额	20.40	36.74	1.94
当期新增项目个数	193	213	24
营业收入	5.99	6.44	3.71

资料来源：公司提供

宝信租赁经营模式是以供应商模式为主，以直接客户模式为补充的混合型业务模式。宝信租赁在选择合作的供应商时通常从年销售额、在业内的市场地位、所生产的设备是否属于通用产品、所处行业是否为国家限制性行业、上下游及同业对该供应商的认可度等因素考虑。近年来，宝信租赁在维护现有供应商资源的基础上，积极开拓新增合作商。截至 2018 年底，宝信租赁共有 44 家供应商，其中核心供应商 14 家，供应商经营模式占比 63.82%。

表 16 宝信租赁经营模式情况（单位：亿元、%）

类型	2016 年底		2017 年底		2018 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
供应商模式	8.21	40.25	31.04	84.49	1.24	63.82
直接客户模式	12.19	59.75	5.70	15.51	0.70	36.18
合计	20.40	100.00	36.74	100.00	1.94	100.00

资料来源：公司提供

公司营运及租赁项目资金主要来源于自有资金、银行借款、同业、资产证券化融资等。宝信租赁已与 17 家银行建立了合作关系。截至 2019 年 3 月底，宝信租赁取得银行授信额度合计 20.51 亿元，剩余可用授信余额为 5.36 亿元，非传统银行融资渠道资金占比 71.47%，资金来源呈现多元化。

总体看，近年来，随着经济下行，固定资产投资不足，市场总体可投放资源有所减少，加上租赁行业竞争加剧，受此影响，宝信租赁的租赁业务规模持续下滑；宝信租赁通过不断调整租赁资产行业投向控制风险，租赁资产质量较好；经过多次增资扩股，资本实力持续提升。作为西投控股的控股子公司，宝信租赁能够在业务拓展、资金补充等方面获得股东的大力支持。另一方面，宝信租赁业务行业集中度相对较高，能源行业占比较高，相关信用风险值得关注。

4. 置业板块

公司工程施工业务的经营主体为子公司西投置业的原子公司明泰工程，是建设部批准的壹级建筑施工企业，拥有公路工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、桥梁工程专业承包壹级、隧道工程专业承包壹级、公路路面工程专业承包壹级、公路路基工程专业承包壹级、房屋建筑工程施工总承包贰级、铁路工程施工总承包叁级等施工资质。多年来，明泰工程承包完成了多个工程项目，业务范围涉及公路工程、市政工程、房建工程和水利工程等；受建筑市场下行以及中标项目数量下降的影响，2016—2017 年明泰工程分别实现主营业务收入 23,417.15 万元和 25,569.40 万元。根据明泰工程 2018 年 1 月 20 日第一次临时股东大会会议关于公司章程修订案建议的决议，公司子公司西投置业丧失对明泰工程的控制权，明泰工程不再纳入其合并范围（2017 年底，明泰工程资产未纳入西投置业合并范围，2017 年全年收入、利润及现金流纳入西投置业合并范围），工程施工将不再是西投置业的主要业务。

西安市正在全面启动城乡统筹发展规划，提速阎良、临潼、户县三个“副中心城市”建设、打造周至县、蓝田县、高陵县等五个新兴城区并推进渭北现代工业新城发展。户县、蓝田及渭北现代工业新城¹的建设主要由公司子公司西投置业负责，在西安市城市建设中居重要地位。截至 2018 年底，西投置业的资产总计 37.83 亿元，所有者权益 8.41 亿元，2018 年西投置业实现营业总收入 0.11 亿元，净利润-0.22 亿元；截至 2019 年 3 月底，西投置业资产总计 38.34 亿元，所有者权益 8.29 亿元；2019 年 1—3 月西投置业实现营业总收入 177.56 万元，净利润-1,232.64 万元。西投置业亏损主要系西投置业子公司西安远秦开发建设有限公司（西投置业持股 51.00%，西安渭北投资开发建设集团有限公司持股 49.00%）处于建设期，尚未盈利所致。

截至 2019 年 3 月底，西投置业主要土地开发整理项目为远秦智能园项目，涉及土地面积 374 亩，土地类型为工业用地，土地位于渭北工业区临潼工业组团渭水五路以南、渭水四路以北、润秦路以西、大秦路以东，目前国土管理部门对该宗土地的评估建议价格为 28.70 万元/亩。西投置业承担在建项目有光机电产业园、远秦智能制造综合产业聚集园项目及依托渭北工业园的道路绿化工程。

总体看，置业板块收入占总收入比重较小，对公司盈利水平影响较小。

5. 经营效率

2016—2018 年，公司存货周转次数呈波动增长态势，分别为 0.31 次、0.47 次和 0.41 次；应收账款周转次数呈逐年增加趋势，分别为 2.50 次、4.85 次和 7.26 次；总资产周转次数有所下降，三年分别为 0.09 次、0.08 次和 0.07 次；。总体看，公司经营效率一般。

¹ 每年按照股权获取 8% 的固定收益。

6. 未来发展

公司未来将以国家和地方“十三五”金融业发展规划为导向，以价值投资为核心，顺应金融业发展趋势，做好金融板块的顶层设计，优化和整合金融产业布局，完善金融产业链条；加强研判能力，深入研究金融行业监管政策，指导具体项目的股权管理工作；提升风险识别能力和管控能力，对参控股公司的运营风险进行动态跟踪，对于新投资项目，从公司治理、产品设计、交易结构、团队考核等方面加强管理、防范经营风险、提升收益。

总体看，公司未来发展规划将进一步突出金融板块的主业地位，亦符合公司的发展要求。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年度合并财务报表，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2018年底，公司拥有纳入合并范围一级子公司16家；2016—2018年，公司合并范围变化较大，累计新增子公司7家，减少子公司1家；但上述子公司规模较小，对财务数据影响有限，公司财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司资产总额473.85亿元，其中货币资金14.83亿元；负债总额200.44亿元，所有者权益合计273.42亿元，其中归属母公司所有者权益为212.76亿元；2018年，公司实现营业总收入29.72亿元，实现净利润3.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.71亿元；经营活动现金流量净额20.45亿元，现金及现金等价物净增加额4.92亿元。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额有所增长。截至2018年底，公司资产总额为473.85亿元，其中流动资产占43.33%，非流动资产占56.67%。

表 17 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	230.41	58.42	221.44	50.90	205.30	43.33
货币资金	39.94	17.33	50.82	22.95	55.23	26.90
其他应收款	35.62	15.46	34.06	15.38	41.99	20.45
存货	25.45	11.05	11.83	5.34	12.90	6.28
一年内到期的非流动资产	44.10	19.14	45.16	20.39	36.73	17.89
非流动资产	164.01	41.58	213.60	49.10	268.56	56.67
发放贷款及垫款	13.98	8.53	12.52	5.86	19.94	7.43
可供出售金融资产	61.65	37.59	98.04	45.90	166.37	61.95
长期应收款	56.93	34.71	66.32	31.05	43.75	16.29
长期股权投资	16.80	10.25	16.93	7.93	21.96	8.18
资产总额	394.42	100.00	435.04	100.00	473.85	100.00

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

（1）流动资产

2016—2018年，公司流动资产有所下降。截至2018年底，公司流动资产合计为205.30亿元，同比

下降7.29%，主要系其他流动资产和一年内到期的非流动资产下降所致。

2016—2018 年，公司货币资金快速增长。截至 2018 年底，公司货币资金为 55.23 亿元，较上年底增长 8.67%。从构成上来看，主要以银行存款为主（占 99.89%），其中使用受限的货币资金 2.87 亿元，为孙公司西安远秦开发建设有限公司的存单质押产生的受限资金。

2016—2018 年，公司交易性金融资产波动下降。截至 2018 年底，交易性金融资产为 13.60 亿元，同比增长 88.44%，主要系交易性金融资产中其他类同比增加 1.99 亿元、指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中权益工具投资同比增加 3.69 亿元所致。

2016—2018 年，公司应收账款账面余额波动较大，分别为 12.94 亿元、0.74 亿元和 7.45 亿元。截至 2017 年底，公司应收账款账面余额大幅下降至 0.74 亿元，主要系子公司宝信租赁在 2017 年与长江租赁签订了合计 6.02 亿元为期两年的合同（合同额计入其他非流动资产，导致当期应收账款大幅下降）所致。截至 2017 年底，公司应收账款综合计提比例为 1.87%，计提比例较低。从构成看，账龄组合为 0.14 亿元，融资租赁款组合为 0.07 亿元，关联方及职工备用金往来款组合 0.41 亿元（主要是对关联方西安市园林绿化总公司的 0.41 亿元应收账款）。从账龄看，1 年以内占比 92.56%，1 年以上占比 7.44%，计提比例 7.02%，计提比例一般。截至 2017 年底，公司应收账款前五名单位合计 0.53 亿元，占应收账款总额的比重为 70.36%，集中度高。截至 2018 年底，公司应收账款账面余额大幅增长至 7.45 亿元，主要系宝信融资租赁的长期应收债权调整至该科目计量所致；公司应收账款综合计提比例为 0.18%，计提比例较低。从构成看，账龄组合为 0.15 亿元，融资租赁组合为 6.59 亿元（宝信融资租赁款），关联方及职工备用金往来款项组合 0.49 亿元（西安市园林绿化总公司）。从账龄看，1 年以内占比 77.51%，1 年以上占比 22.49%，计提比例 6.47%，计提比例一般。截至 2018 年底，公司应收账款前五名单位合计 7.27 亿元，占应收账款总额的比重为 97.48%，集中度高。

表 18 公司应收账款前五名单位情况（单位：亿元）

单位名称	与本公司的关系	账面余额	账龄
长江租赁有限公司	非关联方	6.56	1 年以内、1~2 年
西安市园林绿化总公司	关联方	0.49	1 年以内、1~2 年、2~3 年
宁波圆源投资有限公司	非关联方	0.16	1 年以内
江油市第二人民医院	非关联方	0.03	3 年以上
陕西关天军民融合航空产业投资基金合伙企业（有限合伙）	非关联方	0.03	1 年以内、1~2 年
合计	--	7.27	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司预付款项有所增长。截至 2018 年底，预付款项为 11.55 亿元，同比变化不大，主要系预付项目款的增加。从构成看，主要系对渭北管委会 5.25 亿元和陕西泰华置业发展有限公司 3.83 亿元的预付项目款。从账龄上看，1 年以内占 8.62%，1~2 年占 32.05%，3 年以上占 55.49%，账龄长。截至 2018 年底，公司预付款项前五名客户占比 93.33%，集中度高。

表 19 公司预付款项前五名单位情况（单位：亿元）

单位名称	与本公司的关系	账面余额	账龄
渭北管委会	非关联方	5.25	3 年以上
陕西泰华置业发展有限公司	非关联方	3.83	1 年以内、1~2 年
明泰工程	非关联方	0.71	3 年以上
西安市土地储备中心沪灞分中心	非关联方	0.50	3 年以上

户县投资控股有限公司	非关联方	0.49	3 年以上
合计	--	10.78	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司其他应收款波动增长。截至 2018 年底，公司其他应收款为 41.99 亿元，同比增长 23.27%，主要系公司投资的部分资管产品因工商资料尚未提供齐备等原因，暂时计入该科目所致。截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 43.44 亿元，计提坏账准备 1.45 亿元；按性质分类主要有往来款 10.79 亿元、应收代偿款 13.16 亿元和信托业保障基金垫款 17.33 亿元。截至 2018 年底，公司其他应收款前五名客户占比 76.14%，集中度高。

表 20 截至 2018 年底公司其他应收账款前五名（单位：亿元）

单位名称	与本公司的关系	账面余额	账龄
中国信托业保障基金有限责任公司	非关联方	17.16	1 年以内，1~2 年
明泰工程	非关联方	9.70	1 年以内，1~2 年，2~3 年
西安嘉恒典当有限公司	非关联方	2.63	1 年以内，1~2 年
西安工业投资集团有限公司	非关联方	1.88	1 年以内
西安西投户渭城市开发建设有限公司	关联方	1.72	2~3 年以内
合计	--	33.08	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货规模波动下降。截至 2018 年底，公司存货账面余额为 12.90 亿元，同比增长 9.09%；存货计提跌价准备 47.08 万元（主要为对工程施工的计提）；从构成上来看，主要为开发成本（占 93.29%）。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动资产波动下降。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产为 36.73 亿元，同比下降 18.67%，主要系宝信融资租赁一年内到期的长期应收款减少所致。

2016—2018 年，公司其他流动资产波动下降。截至 2018 年底，公司其他流动资产 25.20 亿元，同比下降 54.30%，主要系理财产品到期所致。从构成来看，主要由银行理财产品 1.86 亿元、一年内到期的委托贷款 10.24 亿元（账面余额 12.05 亿元减去减值准备 1.81 亿元）和其他（西安投融资担保有限公司（以下简称“西投保”）收到财政拨款的专项基金）10.46 亿元构成。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 268.56 亿元，同比增长 25.73%，主要系可供出售金融资产增加所致。

2016—2018 年，公司发放贷款及垫款波动增长。截至 2018 年底，公司发放贷款及垫款 19.94 亿元，同比增长 59.31%，主要来源于企业信用贷款和企业保证贷款额增长；从构成看，发放贷款 10.91 亿元、委托贷款 8.96 亿元、委托投资 0.08 亿元，其中发放贷款主要为子公司国信小贷发放的企业信用、保证、抵押及质押贷款和个人贷款，2018 年计提贷款损失准备 2.73 亿元；委托贷款业务主要由公司本部及子公司西投保经营；委托投资业务由子公司西投保经营，目前借款单位运营正常，2018 年针对委托贷款和委托投资分别计提 0.03 亿元和 0.11 亿元减值准备。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产快速增长，主要为公司进行投资而持有的可供出售权益工具。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 166.37 亿元，同比增长 69.69%，主要系资管、信托产品、权益工具投资所致。从构成上看，可供出售债务工具账面价值 25.16 亿元，同比大幅增加 15.48 亿元，按公允价值计量的权益工具账面价值 24.48 亿元，同比大幅减少 21.71 亿元，主要系长安信托

债务工具投资规模减小所致；按成本计量的权益工具账面价值 116.73 亿元，同比大幅增加 74.55 亿元，主要系公司新增对西安祥浩汽车产业合伙企业（有限合伙）（新增 41 亿元）、西安祥扬汽车产业合伙企业（有限合伙）（新增 21 亿元）、西安富阁移动能源产业股权投资中心（有限合伙）（7.51 亿元）、西安市中小企业发展基金（有限合伙）（4.00 亿元）等公司的投资。截至 2018 年底，公司可供出售权益工具和债务工具累计计入其他综合收益的公允价值变动金额分别为-8.43 亿元和 63.90 万元，共计提减值余额 0.35 亿元。

2016—2018 年，公司长期应收款波动下降。截至 2018 年底，公司长期应收款为 43.75 亿元，同比下降 34.04%，主要系宝信融资租赁的应收融资租赁款减少所致。从构成来看，为融资租赁款 9.89 亿元和财政支持产业发展专项资金投入 33.86 亿元。

2016—2018 年，公司长期股权投资不断增长。截至 2018 年底，公司长期股权投资 21.96 亿元，同比增长 29.73%，从构成看，主要包括对元祥汽车产业有限公司、陕西省信用再担保有限责任公司和上海淳璞投资管理中心（有限合伙）等公司的投资（公司对联营、合营企业的投资见下表）。

表 21 截至 2018 年底公司前五大长期股权投资情况（单位：亿元）

被投单位名称	投资期末余额
元祥汽车产业有限公司	8.00
陕西省信用再担保有限责任公司	4.21
上海淳璞投资管理中心（有限合伙）	1.95
西安秦岭终南山世界地质公园旅游发展有限公司	1.63
西安秦岭生态保护有限公司	1.59
合计	17.38

资料来源：公司审计报告/公司提供

2016—2018 年，公司固定资产快速下降。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 3.53 亿元，同比略有下降，主要系剥离明泰工程所致。从构成来看，截至 2018 年底，固定资产主要由房屋及建筑物（占 86.12%）构成。截至 2018 年底，固定资产累计折旧 1.65 亿元。

总体看，近年来公司资产规模持续增长，受可供出售金融资产规模增加影响，公司非流动资产比重持续上升，公司流动资产中货币资金、其他应收款、一年内到期的非流动资产及其他流动资产占比较高。整体看，公司资产流动性一般，资产质量尚可。

3. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长。截至 2018 年底，公司所有者权益 273.42 亿元，同比增长 13.83%，主要系实收资本的大幅增长。

截至 2016 年底，公司实收资本 51.25 亿元，同比增长 16.64%，主要系西安市财政局以股权对公司进行增资 7.31 亿元所致。截至 2017 年底，公司实收资本 49.73 亿元，同比减少 1.52 亿元，主要系公司将持有的鑫正实业国有股本 15,212.49 万元无偿划转。根据西安市财政局[2017]256 号文通知，2017 年公司将持有的鑫正实业国有股本以 2017 年 6 月 30 日为基准日无偿划转出去。截至 2018 年底，公司实收资本 142.30 亿元，同比大幅增加 92.57 亿元，主要系西安市财政局对公司进行增资 91.05 亿元所致（其中，资本公积转增资本 84.35 亿元，未分配利润转增资本 3.85 亿元，公司原财政支持产业专项资金产业基金相关资金、收益转增资本 4.38 亿元）。

截至 2016 年底，公司资本公积 71.63 亿元，同比增长 25.10%，主要系西安市财政局对公司的基金

业务投入资金21.68亿元及当年资本公积转增实收资本7.31亿元所致；截至2017年底，公司资本公积101.69亿元，同比增长42.34%，主要系西安市财政局对公司的基金业务投入资金30.02亿元所致。截至2018年底，公司资本公积43.19亿元，同比下降57.52%，主要系资本公积转增股本84.35亿元以及公司收到股东西安市财政局投入的财政资金26.49亿元所致。

截至2018年底的所有者权益构成中，归属于母公司的所有者权益合计212.76亿元，公司少数股东权益60.66亿元。公司所有者权益中实收资本占52.04%、资本公积占15.80%、未分配利润占10.75%、少数股东权益占22.19%。

总体看，公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

（2）负债

2016—2018年，公司负债规模相对稳定。截至2018年底，公司负债合计200.44亿元，同比增长2.87%。其中流动负债占比66.31%，非流动负债占比33.69%，公司负债以流动负债为主。

2016—2018年，公司流动负债有所波动。截至2018年底，公司流动负债合计132.92亿元，同比增长23.17%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2016—2018年，公司短期借款波动下降。截至2018年底，公司短期借款37.27亿元，同比增长41.63%；公司短期借款主要由质押借款（占0.94%）、信用借款（占79.47%）和保证借款（占19.59%）构成。

2016—2018年，公司预收款项波动下降。截至2018年底，公司预收款项8.74亿元，同比增长27.49%，公司预收款项主要为长安信托预收的信托报酬款项及宝信融资租赁预收的租赁款项增加所致。

2016—2018年，公司其他应付款波动增长。截至2018年底，公司其他应付款17.14亿元，同比变化不大，主要系往来款的变动。公司其他应付款主要由往来款（14.36亿元）、其他（2.02亿元）和保证金及质保金（0.75亿元）构成。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为36.33亿元，从构成上为一年内到期的长期借款33.30亿元、一年内到期的应付债券0.55亿元和一年内到期的长期应付款2.49亿元构成。

2016—2018年，公司其他流动负债快速增长。截至2018年底，公司其他流动负债21.55亿元，其中担保赔偿准备金4.70亿元、代管担保基金5.95亿元、信托业拆入资金9.00亿元及存入担保保证金1.37亿元，上述负债均不计息。

2016—2018年，公司非流动负债波动增长。截至2018年底，公司非流动负债合计67.52亿元，同比下降22.34%，主要为长期借款的下降所致。从构成来看，主要由长期借款（占64.26%）和应付债券（占16.20%）构成。

2016—2018年，公司长期借款波动增长。截至2018年底，长期借款为43.39亿元，同比下降18.43%，主要为保证借款（占18.37%）、质押借款（占27.26%）及信用借款（占54.37%）。其中公司以西安国家航空产业基地投资建设有限公司担保取得借款3亿元，其中一年内到期的部分为0.10亿元。

2016—2018年，公司应付债券快速下降。截至2018年底，公司应付债券10.94亿元，主要为公司于2013年3月发行的（7+3）年期7亿元企业债“13西投债”和2016年1月发行的（3+1）年期4亿元企业债“15西投小微债02”。

2016—2018年，公司其他非流动负债快速下降。截至2018年底，公司其他非流动负债3.49亿元，同比下降55.06%。公司其他非流动负债全部为长期预收款（全部为宝信租赁一年以上的租赁保证金）。

2016—2018年，公司有息债务持续增长。截至2018年底，公司有息债务127.93亿元，同比增长8.37%，其中短期债务比重57.53%，同比增长15.21个百分点，主要系当期公司长期借款和应付债券下

降而短期借款增长所致。

表 22 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期债务	74.80	49.95	73.60
长期债务	40.34	68.10	54.33
全部债务	115.14	118.05	127.93
长期债务资本化比率	16.45	22.09	16.58
全部债务资本化比率	35.97	32.95	31.87
资产负债率	48.04	44.79	42.30

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

债务指标方面，2016—2018年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续下降，截至2018年底分别为42.30%和31.87%，同比下降2.49个和1.08个百分点；长期债务资本化比率有所波动，截至2018年底为16.58%，同比下降5.51个百分点。

总体看，公司债务规模持续上升，有息债务以短期债务为主，整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入和营业成本均呈波动下降趋势，年均复合变动率分别为-4.18%和-19.59%。2018年，公司实现营业收入29.72亿元，同比下降10.47%；同期营业成本5.05亿元，同比下降42.00%，高于营业收入的下降速度。

2016—2018年，公司期间费用波动增长。2018年公司期间费用15.92亿元，同比下降3.34%；其中销售费用9.44亿元，同比下降8.82%；管理费用2.56亿元，同比下降9.39%；财务费用3.92亿元，同比增长19.08%，主要系融资规模增加所致。2018年，公司期间费用率由2017年的49.63%增长至53.58%，公司期间费用规模大，对利润影响较大，费用控制能力有待加强。

公司资产减值损失快速增长。2018年资产减值损失为8.32亿元，同比大幅增加6.14亿元，主要由可供出售金融资产减值损失（5.32亿元）和坏账损失（1.10亿元）构成。

2016—2018年，公司公允价值变动收益波动较大，分别为-3.45亿元、-4.86亿元和0.62亿元，其中2016年和2017年均均为负数主要系权益工具投资账面价值下降所致。

2016—2018年，公司投资收益波动下降，2018年为4.34亿元，同比下降63.52%，主要系公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益大幅下降所致；从构成看，可供出售金融资产在持有期间的投资收益1.48亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益1.55亿元及其他投资收益1.17亿元。

2016—2018年，公司营业利润和利润总额均快速下降。2018年分别为5.32亿元和5.07亿元，同比分别下降57.77%和59.28%；2016—2018年公司投资收益分别占当期利润总额的43.55%、95.54%和85.60%，公司利润对投资收益依赖较大。

表 23 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	32.37	33.20	29.72
公允价值变动收益	-3.45	-4.86	0.62
投资收益	5.51	11.89	4.34
利润总额	12.66	12.44	5.07

营业利润率	73.83	72.93	82.08
总资本收益率	4.32	4.03	1.97
净资产收益率	4.92	4.18	1.20

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2016—2018年，公司营业利润率波动增长，2018年为82.08%，同比增长9.15个百分点；总资本收益率和净资产收益率均快速下降，2018年分别为1.97%和1.20%，同比分别下降2.06个百分点和2.98个百分点。

总体看，公司营业收入波动下降，利润主要依赖于投资收益，整体盈利能力较强。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入波动增长，2018年为92.95亿元，同比下降7.12%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为32.17亿元，同比下降38.66%；收取利息、手续费及佣金的现金为28.95亿元，同比增长45.23%；收到其他与经营活动有关的现金为30.27亿元，同比增长25.01%，主要系新增代扣代缴税项6.76亿元所致。2016—2018年，公司经营活动现金流出波动下降，2018年为72.51亿元，同比下降20.97%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为10.36亿元，同比下降78.25%；支付其他与经营活动有关的现金41.57亿元，同比增长28.70%，主要系新增代扣代缴税项6.99亿元所致。2016—2018年，公司经营活动现金流量净额快速增长，分别为-9.94亿元、8.33亿元和20.45亿元，其中2017年经营活动现金流净额由负转正，主要系子公司宝信租赁收到融资租赁款大幅增长导致经营性现金流入增多所致；2018年同比大幅增加12.11亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降（宝信租赁业务规模较小）所致。2016—2018年，公司现金收入比波动下降，2018年为108.26%，同比下降49.74个百分点，公司收入实现质量有所下降。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入快速增长，2018年为183.13亿元，同比增长31.72%，其中收回投资收到的现金为145.58亿元，同比增长50.11%；公司收到其他与投资活动有关的现金为30.39亿元，同比变化不大，为收回的理财产品。2016—2018年，公司投资活动现金流出规模快速增长，2018年为237.22亿元，同比增长38.15%，其中投资支付的现金212.13亿元，同比增长52.59%；支付其他与投资活动有关的现金为24.17亿元，同比下降17.54%，主要系企业合并范围变动减少货币资金和其他投资支付下降所致。2016—2018年，公司投资活动现金流呈净流出，2018年为-54.09亿元，净流出持续保持较大规模。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入有所波动。2018年公司筹资活动现金流入101.31亿元，同比下降24.04%，主要为吸收投资收到的现金（34.87亿元）和取得借款收到的现金（59.42亿元）；2016—2018年，公司筹资活动现金流出波动较大，2018年为62.74亿元，同比下降36.04%，主要为偿还债务支付的现金54.84亿元。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额有所波动，2018年为38.57亿元，同比增长9.33%。

表 24 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	77.43	100.08	92.95
经营活动现金流出量	87.38	91.75	72.51
经营活动现金净流量	-9.94	8.33	20.45
现金收入比	128.64	158.00	108.26
投资活动现金净流量	-33.20	-32.68	-54.09

项目	2016 年	2017 年	2018 年
筹资活动现金净流量	38.84	35.28	38.57

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

总体看，公司信托、对外担保及融资租赁业务主要依赖外部融资运营，近年来公司投资性现金流和筹资性现金流规模均较大，随着上述业务规模的不断增长，对外融资压力将持续增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率波动下降，截至2018年底分别为1.54倍和1.45倍。2018年，公司经营现金流动负债比率为15.38%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITD有所下降，2018年为9.65亿元；EBITDA利息倍数近三年分别为4.49倍、3.81倍和2.09倍；全部债务/EBITDA分别为6.83倍、7.05倍和13.26倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年3月底，公司对外担保金额合计6.95亿元（除西投保担保业务外），包括对西安国际陆港投资发展集团有限公司（以下简称“陆港投资”）的担保3.00亿元、对西安国家航空产业基地投资发展有限公司（以下简称“西航投资”）担保1.90亿元、对西安爱菊粮油工业集团有限公司（以下简称“爱菊粮油”）的担保1.20亿元、对西安航空城建设发展（集团）有限公司（以下简称“西航城建”）的担保0.50亿元和对思普瑞信息技术有限公司（以下简称“思普瑞”）的担保0.35亿元。除西投保担保业务外，公司对外担保情况如下表所示，上述被担保企业中，陆港投资、爱菊粮油和思普瑞均提供反担保措施，具体见下表26。

表 25 截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保金额	担保到期日	反担保措施
陆港投资	30,000.00	2019.07.25	陆港投资将其持有的西安国际陆港建设发展有限公司 66.67%股权向公司提供股权质押反担保。
西航投资	19,000.00	2019.09.28	无
爱菊粮油	12,000.00	2019.12.15	1、爱菊集团100%股权质押。 2、法定代表人（含配偶）提供个人连带责任保证。
西航城建	5,000.00	2019.07.20	无
思普瑞	3,500.00	2019.09.06	1、思普瑞设计咨询有限公司100%股权质押；2、阳光润泽通讯有限公司100%股权质押；3、思普瑞信息技术有限公司法定代表人及其配偶提供无限连带责任担保； 4、以承诺函形式办理长安融通60%股权质押。
合计	69,500.00	--	--

资料来源：公司提供

表 26 截至 2018 年底被担保企业财务状况（单位：亿元）

被担保企业	总资产	净资产	总收入	净利润
陆港投资	259.60	148.57	21.98	1.83
西航投资	58.45	29.13	2.54	0.68
爱菊粮油	15.70	4.84	7.79	0.15
西航城建	141.41	58.49	5.41	1.43
思普瑞	3.81	3.17	1.63	0.03

资料来源：公司提供

总体看，公司对外担保比率较高，存在一定或有负债发生的风险。

截至2019年3月底，公司获得银行授信额度共计306.10亿元，尚未使用额度113.85亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力一般，对外担保比率较高，存在一定或有负债发生的风险。

7. 母公司分析

截至2018年底，母公司资产总额290.69亿元，其中流动资产77.29亿元（占26.59%），非流动资产213.40亿元（占73.41%）；流动资产主要由货币资金（22.94亿元）、其他应收款（16.17亿元）和其他流动资产（17.42亿元）组成；非流动资产构成以可供出售金融资产（93.76亿元）、长期应收款（33.96亿元）和长期股权投资（79.85亿元）为主。

截至2018年底，母公司负债合计100.88亿元，其中，流动负债60.47亿元（占59.94%），非流动负债40.40亿元（占40.06%）；流动负债主要以短期借款（34.42亿元）、其他应付款（11.98亿元）和一年内到期的非流动负债（11.28亿元）为主；非流动负债包括长期借款（26.49亿元）和应付债券（10.94亿元）。截至2018年底，母公司资产负债率为34.70%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计189.81亿元，其中实收资本142.30亿元，资本公积46.05亿元，盈余公积1.32亿元、未分配利润5.73亿元，所有者权益结构稳定。

盈利能力方面，2018年母公司实现营业收入1.91亿元；期间费用3.82亿元；投资收益为2.54亿元，对利润总额贡献较高。2018年，母公司利润总额为0.26亿元。

现金流方面，2018年，母公司经营活动现金流入量3.86亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金（2.37亿元）；经营活动现金流出2.82亿元，主要为客户贷款及垫款净增加额（1.32亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（0.93亿元），当期母公司经营活动现金流量净额1.04亿元。投资活动方面，2018年母公司投资活动现金流入和流出分别以收回投资收到的现金（41.99亿元）和投资支付的现金（105.68亿元）为主，投资活动产生的现金流量净额-60.01亿元。2018年母公司筹资活动产生的现金净流入为52.43亿元。

总体看，母公司非流动资产占比较高，所有者权益结构稳定；母公司主营业务盈利能力受投资收益依赖较高。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司拟发行本期债券的额度为 15 亿元，占 2018 年底公司长期债务和全部债务的比重分别为 27.61%和 11.73%。本期债券的发行将对公司现有债务规模有一定影响。

截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.30%、31.87%和 16.58%，以公司 2018 年报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 44.07%、34.33%和 20.23%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 16.87 亿元、16.73 亿元和 9.65 亿元，对本期债券发行额度的覆盖倍数分别为 1.12 倍、1.12 倍和 0.64 倍。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 77.43 亿元、100.08 亿元和 92.95 亿元，分别为本期债券发行额度的 5.16 倍、6.67 倍和 6.20 倍。

总体看，本期债券的发行对公司现有债务有一定影响，公司 EBITDA 对本期债券的保障能力尚可。

十、结论

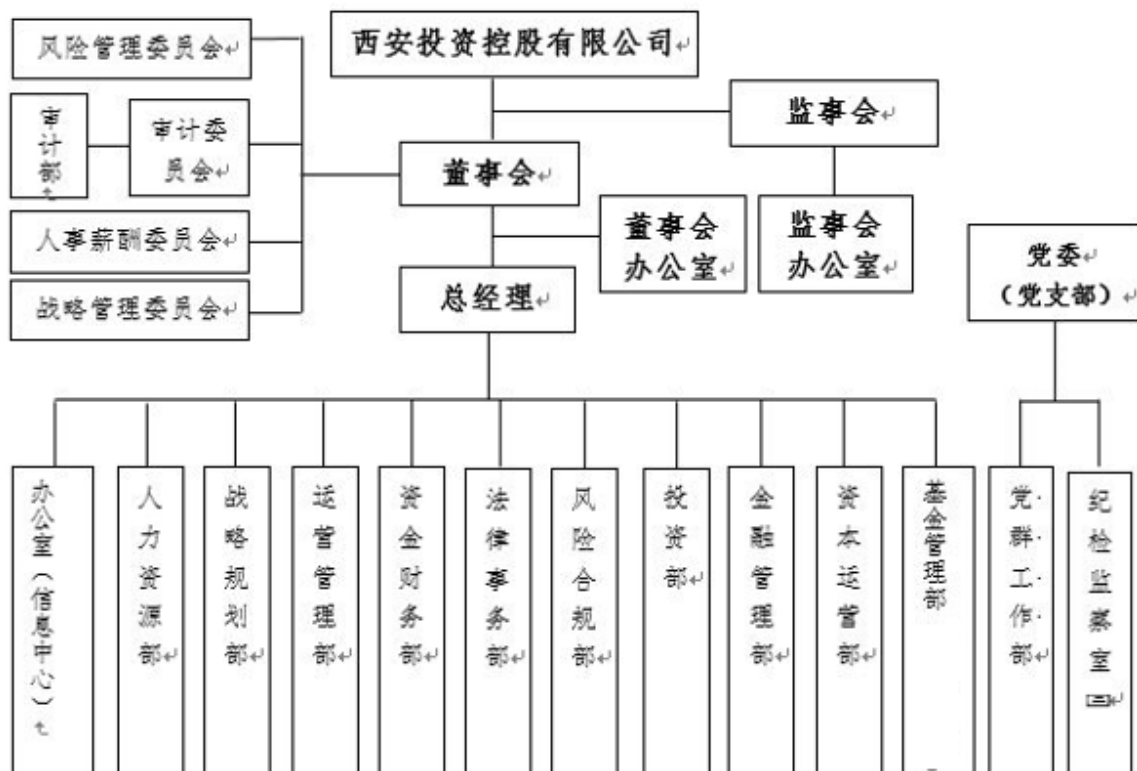
公司作为西安市政府唯一的综合性投资控股公司和财政产业扶持资金运作主体，在西安市经济发展中具有重要作用，在资本金注入、股权划拨及发展定位等方面一直得到西安市财政局的有力支持，近年来公司资产规模大幅上升，整体盈利能力较强；同时，联合评级也关注到公司投资收益波动较大且对当期利润有较大影响、期间费用对利润形成侵蚀、经营性现金流波动较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来，随着引导基金的设立及相关产业基金投资体系搭建完成，公司收入及利润规模有望提升。

本期债券的发行对公司现有债务有一定影响。

未来，随着大西安产业基金的设立及相关产业基金投资体系的搭建完成，公司金融产业布局将进一步完善，收入及利润规模有望提升。联合评级对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 西安投资控股有限公司 组织结构图



附件 2 西安投资控股有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	394.42	435.04	473.85
所有者权益（亿元）	204.95	240.19	273.42
短期债务（亿元）	74.80	49.95	73.60
长期债务（亿元）	40.34	68.10	54.33
全部债务（亿元）	115.14	118.05	127.93
营业收入（亿元）	32.37	33.20	29.72
净利润（亿元）	10.08	10.04	3.28
EBITDA（亿元）	16.87	16.73	9.65
经营性净现金流（亿元）	-9.94	8.33	20.45
应收账款周转次数（次）	3.17	4.85	7.26
存货周转次数（次）	0.31	0.47	0.41
总资产周转次数（次）	0.09	0.08	0.07
现金收入比率（%）	128.64	158.00	108.26
总资本收益率（%）	4.32	4.03	1.97
总资产报酬率（%）	2.56	2.31	0.69
净资产收益率（%）	4.92	4.18	1.20
营业利润率（%）	73.83	72.93	82.08
费用收入比（%）	36.77	49.63	53.58
资产负债率（%）	48.04	44.79	42.30
全部债务资本化比率（%）	35.97	32.95	31.87
长期债务资本化比率（%）	16.45	22.09	16.58
EBITDA 利息倍数（倍）	4.49	3.81	2.09
EBITDA 全部债务比（倍）	6.83	7.05	13.26
流动比率（倍）	174.33	205.21	154.46
速动比率（倍）	155.07	194.24	144.75
现金短期债务比（倍）	0.80	1.16	0.94
经营现金流动负债比率（%）	-7.52	7.72	15.38
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.12	1.12	0.64

注：1. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 除特别说明外，均指人民币

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加)/营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业总收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级