

西安曲江文化产业投资（集团）有限公司

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪企评(2018)020272】

评级对象： 西安曲江文化产业投资（集团）有限公司

主体信用等级： AA⁺

评级展望： 稳定

评级时间： 2018 年 10 月 16 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	9.75	9.54	18.45	8.28
刚性债务	72.34	69.54	74.21	73.32
所有者权益	56.68	87.58	105.17	105.41
经营性现金净流入量	-24.72	-1.73	5.27	-9.04
合并数据及指标：				
总资产	484.22	422.71	458.18	505.71
总负债	381.83	294.34	314.81	358.77
刚性债务	216.40	167.73	184.32	187.00
所有者权益	102.39	128.36	143.37	146.94
营业收入	76.02	80.93	70.84	27.41
净利润	3.06	1.52	2.10	-1.76
经营性现金净流入量	-0.31	-11.12	-22.40	0.36
EBITDA	11.71	13.76	13.99	—
资产负债率[%]	78.85	69.63	68.71	70.94
长短期债务比[%]	80.41	70.31	79.20	47.89
权益资本与刚性债务比率[%]	47.32	76.53	77.78	78.58
流动比率[%]	164.47	169.19	181.44	151.96
现金比率[%]	36.26	46.65	49.69	30.78
利息保障倍数[倍]	1.01	1.15	1.20	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.44	1.48	1.51	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.08	—

注：根据曲江文化集团经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

邵一静 syj@shxsj.com

郭羽佳 wyj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势：

- **地区文化旅游资源丰富。**西安市具有丰富的文化底蕴。作为地方文旅产业重要投资经营主体，曲江文化集团拥有众多文化旅游资源的经营管理权，为其发展文化旅游产业提供基础。
- **支持力度较大。**曲江文化集团是曲江新区发展战略的主要执行力量，能够得到股东及实际控制人的大力支持。
- **具有一定的品牌和规模优势。**曲江文化集团业务涉及领域广泛，保持多元化发展，具有一定的品牌及规模优势。

主要风险：

- **资金压力大。**曲江文化集团采取外延式扩张的发展策略，重点项目较多，大量的资金投入导致债务规模较大，债务负担较重。同时公司代建及回购项目资金回笼相对滞后，持续面临较大现金流平衡压力。
- **占款规模大。**曲江文化集团大量资金沉淀于应收款项和存货，加之较为频繁的资金往来影响，加大了公司资金周转压力，同时面临一定资产减值风险。
- **担保代偿风险。**曲江文化集团对外担保规模较大，面临由此形成的担保代偿风险。
- **管理风险。**曲江文化集团多元化的产业布局使得组织机构和管理体系趋于复杂化，且陕文投、临潼集团、城墙公司等资产被陆续剥离，可能存在政府主导整合资源甚至划转资产的风险。

➤ 未来展望

通过对曲江文化集团主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



西安曲江文化产业投资（集团）有限公司

信用评级报告

概况

该公司前身为西安曲江旅游度假区发展有限公司，系经西安市人民政府市政函【1998】7号文批准，由西安曲江旅游度假区管理委员会（2003年7月24日更名为“西安曲江新区管理委员会”，简称“曲江管委会”）于1998年4月出资设立的国有独资公司，初始注册资本为0.10亿元。公司于2003年8月更名为西安曲江新区发展有限公司，后于2005年8月更名为西安曲江文化产业投资有限公司，同年更为现名。2012年10月，曲江管委会将所持公司100%股权划转给西安曲江文化控股有限公司（简称“曲江文化控股”）。经过多次增资，截至2015年末，公司实收资本为43亿元。

2016年3月，根据《西安曲江文化产业投资（集团）有限公司股东决议》、《西安曲江新区管理委员会关于同意向西安曲江文化产业投资（集团）有限公司增资的批复》（西安曲江发【2016】68号）、《西安曲江新区管理委员会关于无偿划转西安曲江太平洋影城资产的批复》（西曲江发【2016】55号）以及《西安曲江新区管理委员会关于无偿划转西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司股权的批复》（西曲江发【2016】67号）¹等文件，对该公司进行增资及资产划转，公司资本实力进一步增强，2016年末公司实收资本由43亿元增至78亿元。2017年公司注册资本进一步增至83亿元，新增资本由曲江文化控股认缴，截至2018年6月末，公司实收资本为83亿元，公司实际控制人一直为曲江管委会。

2017年9月28日，该公司与曲江管委会、曲江文化控股、华侨城集团公

¹ 根据2016年3月29日《西安曲江文化产业投资（集团）有限公司股东决议》、2016年3月30日西安曲江新区管理委员会下发的《西安曲江新区管理委员会关于同意向西安曲江文化产业投资（集团）有限公司增资的批复》（西安曲江发【2016】68号）、《西安曲江新区管理委员会关于无偿划转西安曲江太平洋影城资产的批复》（西曲江发【2016】55号）以及《西安曲江新区管理委员会关于无偿划转西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司股权的批复》（西曲江发【2016】67号）的文件精神，对曲江文化集团进行增资及资产划转。包括：1. 股东曲江文化控股以货币方式出资10亿元增资；2. 公司受让股东曲江文化控股对西安开元中央文化区投资发展有限公司1（简称“开元投资”）66.67%股权（出资额为人民币20亿元）所享有的股东权益，转让价格以经审计开元投资账面净资产对应股权比例确定，为21.01亿元，其中20亿元进入注册资本，其余进入资本公积，公司不支付对价；3. 股东曲江文化控股以所持西安曲江文化产业风险投资有限公司1（简称“风投公司”）100%股权（出资额为人民币5亿元），经评估后向公司出资5.91亿元，其中5亿元进入注册资本，其余部分进入资本公积，公司不支付对价；4. 曲江管委会将西安曲江新区土地储备中心持有的大唐不夜城贞观文化广场项目电影院实物资产，以2015年12月31日为基准日的资产账面价值合计1.79亿元，无偿划转至公司；5. 公司将所持西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司（简称“临潼集团”）66.67%股权（出资额为人民币10亿元）无偿划转给西安曲江临潼国家旅游度假区管理委员会（简称“临潼管委会”），划转的财务基准日为2015年12月31日。股权无偿后，公司对临潼集团享有的股东资格和股东权益，均由临潼管委会继承。

司（简称“华侨城集团”）²、华侨城西部投资有限公司（简称“华侨城西部投资”）³签订了附生效条件的《西安曲江文化产业投资（集团）有限公司之增资扩股协议》，华侨城西部投资拟对公司进行增资取得公司 51%的股权，成为公司的控股股东，增资对价为人民币 113.58 亿元，其中 86.39 亿元为新增曲江文化集团注册资本，27.19 亿元计入资本公积。2018 年 5 月 31 日，公司公告，关于增资扩股事宜终止⁴。

目前该公司投资领域涉及文化产业（工程）项目建设、旅游基础设施建设、旅游项目、旅游产品、影视、会展、房地产等行业，作为陕西省文化领域国有资产投融资管理的重要主体，公司在业务运营、项目投融资等方面能够得到地方政府的大力支持。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减

² 华侨城集团成立于 1985 年，是隶属于国务院国资委直接管理的大型中央企业，拥有文化产业经营、房地产及酒店开发经营、电子及配套包装产品制造三大核心主业，控股华侨城 A、康佳集团、华侨城（亚洲）、华侨城文旅科技 4 家上市公司，是国家首批文化产业示范基地，全国文化企业 30 强。

³ 华侨城集团的全资子公司。

⁴ 增资控股事项终止原因系前期出具的评估报告、审计报告等文件已到期，若要继续审批，需重新进行审计评估，并按原程序上报，是否能在原协议及补充协议之有效期内完成审批具有重大不确定性。

并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变

发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）区域经济环境

曲江新区是陕西省、西安市确立的文化产业发展核心区域，定位为国家级文化产业示范区、西部文化资源整合中心、西安旅游生态度假区和绿色文化新城。

西安曲江新区的前身是 1993 年经陕西省人民政府批准并报请国务院备案而设立的西安曲江旅游度假区，原规划面积为 15.88 平方公里。2003 年 7 月，经西安市人民政府批准，西安曲江旅游度假区更名为“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。2005 年，曲江新区被列为陕西省十大文化产业基地之一。2007 年 8 月，国家文化部授予曲江新区为国家级文化产业示范区。2008 年，曲江新区荣获首届中国文化产业创新奖；2009 年，曲江新区被住房和城乡建设部授予“中国人居环境范例奖”；2010 年，曲江新区荣膺国家生态区；2011 年，荣膺国家 5A 级旅游景区；2012 年，荣膺国家级文化和科技融合示范基地。按照《西安曲江国家级文化产业示范区总体规划（2009-2020）》，曲江新区定位为国家级文化产业示范区、西部文化资源整合中心、西安旅游生态度假区和绿色文化新城。

作为陕西省、西安市确立的文化产业发展核心区域，曲江新区主要发展文化产业类项目。2002 年以来，该区先后建成大雁塔北广场、大唐芙蓉园、曲江国际会展中心、曲江池遗址公园、大唐不夜城等一批重大文化项目，形成了以文化旅游、会展创意、影视演艺、出版传媒等产业为主导的文化产业体系，成为西部最重要的文化、旅游集散地，陕西文化、旅游产业发展的标志性区域。

曲江新区一期的开发已经接近饱和，为推动该区尽快实现既定的经济社会发展目标，2009 年西安市政府决定扩大该区建设管理区域，启动二期建设，规划建设出版传媒产业园区、会展产业园区、国际文化创意园区、动漫游戏产业园区、文化娱乐产业园区、国际文化体育休闲区、影视娱乐产业园区、艺术家村落等九大文化产业园区，打造文化产业门类最齐全、规模最大、效能最优的国家级文化产业示范区。二期重大建设项目包括曲江雁翔路国家级文化产业

聚集区（QCIC）、西安中央文化商务区（CCBD）等。

目前，曲江新区核心区域 51.5 平方公里，同时辐射带动大明宫遗址保护区、临潼国家旅游休闲度假区和楼观台道文化展示区等区域，发展区域面积近 150 平方公里。未来曲江新区将围绕大西安文化产业大走廊建设，策划包装推出 32 个重大项目，涵盖文化旅游、现代服务业、基础设施、健康医疗、战略新兴产业等领域，涉及投资资金达 536 亿元人民币。同时进一步完善文化产业投资、扶持、反哺政策体系和管理机制，促进资源、资本、产业、产权大融通和全区文化产业、产值、规模、企业数跨越式增长。

2017 年 6 月，华侨城集团与西安市人民政府签订了全面战略合作协议，与西安市曲江新区管委会、西安市国资委分别签订了投资平台及合作项目、“丝路文化”项目战略合作协议，将重点建设“沣东华侨城大型文化旅游综合项目”、“秦岭华侨城国家级生态旅游度假区项目”、“碑林华侨城兴庆宫城市文化客厅综合项目”、“未央华侨城汉城湖主题文化综合项目”四个大型综合项目以及投资平台及合作项目、“丝路文化”项目、莲湖华侨城北院门城市更新综合项目等，预计总投资约 2380 亿元。将进一步提升西安及曲江区域文化旅游产业发展。

曲江新区在发展区域不断扩大的同时得到西安市人民政府的大力支持，为该公司进行曲江新区重大文化园区、重大文化旅游项目开发建设奠定了较好的基础。

曲江新区从原曲江度假区 15.88 平方公里逐步扩大至目前的 150 平方公里发展区域过程中，得到西安市政府的较大支持。在 1997 年西安市人民政府发布的《西安曲江旅游度假区管理暂行办法》中规定：原度假区 15.88 平方公里内开发建设应缴纳的有关土地出让金、综合配套费、基金等费用，由曲江管委会统一收取，全部用于度假区的基础设施建设。原曲江度假区内市政道路的建设和维护，由曲江管委会负责，所需资金不足部分，用西安市城镇资金补贴。

在 2007 年《西安市人民政府办公厅关于曲江新区管理机制及有关问题的通知》中规定：西安曲江国际会展中心项目交由曲江新区管理和实施，项目约占地面积 3700 亩，其中曲江新区 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、西安曲江国际会展中心 3700 亩规划范围内新建企业缴纳的工商税收及附加收入由西安市雁塔区人民政府和曲江管委会按 5:5 的比例分成；曲江新区 15.88 平方公里和西安曲江国际会展中心 3700 亩规划范围内的契税收入为曲江新区固定收入。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，相关利益分配机制、社会事务管理权责分工等事宜有关事项仍按《西安市人民政府办公厅关于曲江新区管理机制及有关问题的通知》的规定执行。

2009 年 9 月西安市人民政府第 14 届常务会议原则同意了由曲江管委会、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。在 2010 年 2 月西安市人民政府印发的《西安临潼国家旅游休闲度假区规划建设实施方案》中规定：曲江管委会对临潼度假区的管理权限自双方签订协议日

起计为 13 年，13 年后曲江管委会从临潼度假区退出；临潼度假区规划范围内的土地管理和土地开发，由曲江管委会负责，土地出让金收入、契税收入全部留归曲江管委会，用于临潼度假区的征地拆迁、基础设施建设；临潼度假区内新建项目的税收（除契税外）及附加收入，自第 4 年起至第 13 年，由曲江管委会和临潼区政府按 5:5 的比例分成。

在 2010 年 3 月《西安市人民政府办公厅关于印发西安楼观中国道文化展示区规划建设实施方案的通知》中规定：成立西安曲江楼观道文化展示区管理办公室（简称：“管理办公室”）作为曲江管委会的常设派出机构，负责西安楼观中国道文化展示区（简称“道文化展示区”）项目的开发建设；道文化展示区项目规划控制面积 22.7 平方公里，区内土地出让收益（含契税）全部归曲江管委会，配套费收入全部归管理办公室用于道文化展示区建设。

2017 年曲江新区实现地区生产总值 277.94 亿元，同比增长 14.40%；完成固定资产投资 406.58 亿元，同比增长 17.20%；当年限额以上消费品零售总额完成 28.75 亿元，同比增长 21.90%。2018 年 1-8 月，曲江新区固定资产投资占全市比重 7.2%，同比增长 2.8%；社会消费品零售额占全市比重 1.21%，同比增长 15.2%。

目前，曲江新区所管理区域内的土地出让金及契税收入全部归曲江管委会，其他税收同当地政府分成。曲江新区在发展区域不断扩大的同时得到西安市人民政府的大力支持，为该公司进行曲江新区重大文化园区、重大文化旅游项目开发建设奠定了较好的基础。

2017 年，随着西安市房地产市场进一步升温，库存周期不断缩短，西安楼市政策持续收紧，或将对未来楼市产生一定影响。曲江新区较为成熟的人文景观发展环境和西安市在西北部地区的经济发展中心城市的定位，使得曲江新区商品房市场仍然具有一定的发展空间。

2017 年，我国房地产开发投资完成额为 10.98 万亿元，同比增长 17.40%；我国商品房销售面积为 16.94 亿平方米，同比增长 7.70%；其中住宅销售面积增长 5.30%，在一、二线城市严调控的政策下，增速已有所放缓。但我国房地产整体库存去化压力仍较大，主要集中在三、四线城市。

从西安市场来看，2017 年西安市的土地和房地产市场持续火热，当年西安市挂牌出让土地 233 宗，总供应面积 1128.85 万 m²，同比增长 18.20%；土地成交 208 宗，成交面积 997.30 万 m²，同比增长 22.07%；成交总价 343.22 亿元，同比增长 32.49%；溢价率 2.23%，较上年提升了 2.23 个百分点。

在调首付、降税负、宽信贷以及西安楼十条政策⁵的影响下，2017 年西安

⁵ 2016 年 6 月西安市政府出台《化解房地产库存，促进房地产市场健康发展的若干意见》，提出简化行政审批、优化建设环境、遗留问题处理、用地管控、活跃二手房市场等方面新规定，同时也推行和放开住房公积金组合贷款、全国异地贷款及支持农民工购房等政策。其中提出“非西安市户籍的居民在我市购房落户的优惠政策时限，由 2016 年 12 月 31 日截止延长至 2017 年 12 月 31 日截止。同时进一步放宽公积金政策，外地缴存职工购房也可申请公积金贷款。

市商品房市场继续呈现量价齐升的状态，当年西安市房地产开发投资 2333.34 亿元，同比增长 15.00%；商品房销售面积 2509.78 万 m²，同比增长 20.80%；新建商品房成交均价从 1 月的 6838 元/m² 上涨到 12 月份的 10802/m²。当年商品房成交区域主要集中在曲江新区和浐灞区，成交面积均超过 200 万 m²，其中曲江新区主要集中于曲江二期板块，浐灞区主要集中于浐河板块和灞河板块。截至 2017 年末，西安商品房库存量为 2425.91 万 m²，较去年末同比下降 177.69 万 m²，其中住宅库存量为 893.56 万 m²。

随着库存周期不断缩短，房地产市场进一步升温，西安市房地产市场政策开始收紧。2016 年底，西安市政府出台限购政策，本市及非本市户籍居民家庭，在本市城六区范围内只能新购一套住房；2017 年 4 月，西安市政府发布政策，不仅将限购范围扩大至长安区，同时提高首付比例及明确限售政策；2017 年 6 月，西安楼市调控再加码，规定 4 月 18 日以前购买的商品房需满 5 年方可上市交易；非本市户籍家庭需提供 2 年以上社保或个人所得税证明方可买房；2017 年 7 月，西安市政府出台房产税细则，规范楼市平稳健康发展；2017 年 9 月，西安市政府出台限购政策，明确规定暂停向已拥有 2 套及以上住房的本市户籍家庭售房。

在一系列调控政策的影响下，西安市土地和房地产市场已有所放缓，但价格仍居高位。2018 年上半年度，西安市土地成交 63 宗，成交土地面积 373.1 万 m²，同比减少 30.57%；成交总价 174.56 亿元，同比减少 6.53%；溢价率 9.53%，上升了 7.68 个百分点。同期，西安市商品房销售面积 1252.77 万 m²，同比增长 10%，增速较上年同期下降了 12 个百分点。

从曲江新区房地产业发展情况来看，曲江新区所在的城南区已逐渐成为西安市房地产开发重点区域。曲江新区交通方便、商业发达，商品房成交均价高于西安市平均水平。目前曲江新区核心区域的面积扩大到 51.70 平方公里，随着曲江二期建设逐步推进，城南区房地产将迎来新的发展契机。

曲江新区住宅以高端房地产项目为主，是西安市房价最高的地区，中海地产、金地集团、龙湖地产、大华集团等多家国内知名房地产开发商曾经或正在该区开发项目。

2017 年以来西安市楼市政策不断加码，或将对未来楼市产生一定影响。相对于西安市其他区域，曲江新区得益于周边较好的人文景观环境，商品房市场仍然具有一定的发展空间。

2. 业务运营

该公司是曲江新区“文化立区、旅游兴区”发展战略的主要执行力量，在业务运营、项目投融资等方面能够得到股东及实际控制人的大力支持。经过多年发展，公司运作模式已较为成熟，“曲江模式”在全国具有一定的知名度。但公司项目开发总量大，且资金投入集中，存在较大规模的投资需求，而其代建及回购项目资金回笼相对滞后，公司将持续面临较大的资金压力。

西安市曲江新区的发展模式是“文化+旅游+城市资源”，该公司旨在通过重大文化园区、重大文化旅游项目的规划策划、开发建设、管理运营和多元化文化产业链投资运营，并以金融资本驱动来提升曲江新区乃至西安市的城市资源价值。经过多年发展，公司运作模式已较为成熟，“曲江模式”在全国具有一定的知名度。

2015-2017 年度，该公司营业收入分别为 76.02 亿元、80.93 亿元和 70.84 亿元。公司将业务收入分为文化旅游经营收入、文化产业（工程）项目收入、景区基础设施建设收入和房地产收入四大类，2017 年占比分别为 27.29%、5.78%、50.33%和 16.60%。近三年公司营业收入有一定波动，主要受合并口径变化，及曲江新区整体规划、年度建设任务、项目周期及结算时点等因素影响。2017 年公司营业收入同比减少 12.48%，主要系文化产业（工程）项目确认收入减少较多。2018 年上半年度，公司实现营业收入 27.41 亿元，同比增长 75.81%，主要系景区基础设施建设板块当期增加区内保障房项目竣工结算并确认收入所致。

图表 1. 公司 2015 年以来业务收入结构及变化趋势（单位：亿元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年上半年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
文化旅游经营	15.95	20.98	17.91	22.12	19.33	27.29	9.70	35.38
文化产业（工程）项目	10.60	13.94	13.86	17.12	4.10	5.78	3.21	11.71
景区基础设施建设	34.11	44.87	36.95	45.65	35.65	50.33	12.53	45.73
房地产	15.36	20.21	12.22	15.10	11.76	16.60	1.97	7.18
合计	76.02	100.00	80.93	100.00	70.84	100.00	27.41	100.00

注：根据曲江文化集团提供的数据绘制

2017 年 9 月，西安曲江城市建设发展有限公司（简称“曲江城市建设”）⁶和临潼集团分别将其拥有的西安城墙文化投资发展有限公司（简称“城墙公司”）40%股权作价 2.38 亿元⁷转让给曲江文化控股，转让后，曲江文化控股持有城墙公司 80%股权，公司持有其 20%股权，城墙公司不再纳入公司合并范围⁸，对公司资产规模、营业收入略有影响，但整体影响不大。

图表 2. 城墙公司财务情况（单位：亿元）

	2016 年末/2016 年	2017 年 9 月末/2017 年 1-9 月
货币资金	4.33	11.17
其他应收款	3.69	10.66

⁶ 曲江城市建设与该公司无股权关系。

⁷ 根据陕西新兰特资产评估有限责任公司于 2017 年 8 月 2 日出具的《西安城墙文化投资发展有限公司股权收购股权转让项目涉及其股东全部权益价值资产评估报告》（陕新评报字（2017）174 号），城墙公司净资产评估基准日（2017 年 6 月 30 日）的评估值 5.96 亿元。

⁸ 城墙公司原股东结构为临潼集团持有其 40%股权，曲江城市建设持有其 40%股权，该公司持有其 20%股权，同时临潼集团与公司签有《股权托管协议》，委托公司管理临潼集团持有的城墙公司 40%股权，所以城墙公司纳入公司合并范围。临潼集团将城墙公司 40%股权转让给曲江文化控股后，之前与公司签订的《股权托管协议》失效，所以城墙公司不再纳入公司合并范围。

	2016 年末/2016 年	2017 年 9 月末/2017 年 1-9 月
存货	8.90	10.21
无形资产	5.23	5.13
总资产	26.21	41.79
刚性债务	9.90	26.86
其他应付款	9.59	8.44
总负债	20.26	35.90
实收资本	5.00	5.00
所有者权益	5.96	5.88
资产负债率	77.27%	86.92%
营业收入	0.88	0.69
净利润	0.35	-0.07
经营活动产生的现金流量净额	-2.88	-6.43

注：根据曲江文化集团提供的数据整理

此外，2017 年该公司新增加一家子公司荆州纪南文化产业投资有限公司（简称“荆州文化产业”）。公司原持有其 40% 股权，2017 年对其进行增资 2.40 亿元，股权比例增至 70%⁹，自 2017 年 11 月 1 日起纳入合并范围，荆州文化产业主要进行旅游项目的投资开发和经营，截至 2017 年末，荆州文化产业资产总额 5.27 亿元，实收资本 4 亿元，负债合计 1.23 亿元，实现营业收入 0.10 亿元，净利润 0.02 亿元。荆州文化产业重要拟建项目系荆州纪南-曲池里项目，该项目地址位于荆州纪南生态文化旅游区内，庙湖以东，楚都大道以西，引江济汉渠以南，凤凰大道以北，总用地面积约 526 亩（以实测面积为准），总建面 61.84 平方米（以设计图纸面积为准），预计容积率 1.40，预计总投资 30.21 亿元，计划开发成以洋房、叠拼及合院等产品为主的高端品质住宅。目前尚处于项目前期设计阶段。

（1）文化旅游经营业务

目前该公司文化旅游经营业务经营主体包括曲江文旅¹⁰、会展集团、丫丫影视、曲江影视、曲江演出、曲江传媒等下属子公司。公司通过重大文化园区、重大文化旅游项目的规划策划、开发建设、管理运营，完成政府赋予的征地拆迁、基础设施建设、景区建设、旅游资源开发等任务，能以较低的价格获取土地资源，再利用此资源优势反哺于文化旅游产业。

该公司文化旅游经营业务的收入来源主要包括旅游、文化演出、电影电视、会展等领域，其中旅游领域收入占比最大，占比约 70%，而文化演出、电视电影、会展等领域收入占比均低于 10%，相对较小。

⁹ 荆州文化产业其他股东为荆州海子湖投资有限公司持股 25%、中建三局集团有限公司持股 5%。

¹⁰ 2012 年，子公司曲江文旅将旗下旅游资产以托管方式注入长安信息（ST 长信），实现借壳上市，长安信息随后更名为曲江文旅（600706），曲江文旅系该公司旗下唯一一家上市公司。

该公司旅游领域主要由曲江文旅负责经营。公司目前负责大雁塔北广场、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、赵公明财神文化景区、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等景区的管理和运营。其中大唐芙蓉园、曲江海洋极地公园、秦二世遗址公园、寒窑遗址公园、赵公明财神文化景区、道文化景区、延生观景区和化女泉景区为收费类景区；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。

景区管理方面，对于收费类景区，由该公司与曲江管委会签订景区管理服务协议，约定一定限额内的经营收入用于补偿公司运营管理成本，超过限额部分由公司与政府分成，不同景区分成比例不同；对于公益性景区，由公司与曲江管委会签订代管协议，管委会每年向公司支付景区管理和运营补贴。公司目前旅游领域的收入主要有：门票收入、景区的餐饮酒店收入、景区的旅游项目经营收入、旅行社收入以及旅游商业收入等。随着西安旅游业的发展以及公司负责管理和运营的景区的增加，公司旅游领域的经营规模将进一步扩大。

该公司文化演出领域主要由曲江演出负责经营。曲江演出主要业务是组织文艺演出，承办大型文化体育活动的策划与实施，组织音乐编创和制作，舞台灯光音响的设计，演出服装的设计制作，舞美道具的设计与安装，灯光音响及相关设备的租赁和技术服务。近年来，公司通过“旅游融合演出”、“会展融合演出”等方式，在多元化文化产业链间互联互通。

该公司电影电视领域主要由曲江影视、丫丫影视以及大秦文化等子公司负责经营。自 2006 年以来，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，已投资拍摄了多部电影、电视剧、纪录片等，累计荣获华表奖、飞天奖、蒙特利尔电影节评审团大奖等多个国内外奖项，如：电影《清风碑》获陕西省第十二届精神文明建设“五个一工程”优秀作品奖；纪录片《西安 2020》获陕西省优秀外宣作品评选电子出版物一等奖、西安市优秀文艺创作成果奖；纪录片《问道楼观》获陕西省优秀外宣作品评选电子出版物二等奖、西安市优秀文艺创作成果奖；《百年易俗社》获西安市优秀文艺创作成果奖；纪录片《骊山》、《西安古城墙》、《西风烈之陕甘风云》、《水润西安》先后登陆央视主流纪录片频道；电视剧《小麦进城》先后荣获白玉兰奖、飞天奖二等奖、西安市优秀文艺创作成果奖；《硝烟背后的战争》获陕西省第十二届精神文明建设“五个一工程”优秀作品奖、第十一届陕西电视金鹰奖电视剧类一等奖；电视剧《我在北京挺好的》和《大秦帝国-纵横》在央视一套首播；电视剧《幸福满满》、《赖汉的幸福指数》等在央视八套黄金时间首播；《渭华起义》于 2016 年 12 月在央视首播；电影《功夫瑜伽》已于 2017 年 1 月上映；参投的电视剧《白鹿原》已于 2017 年 5 月 10 日在安徽卫视、江苏卫视、乐视视频首轮播出；家庭亲情剧《一树桃花开》已拍摄完毕，目前正在发行阶段；电视剧《那年花开月正圆》于 2017 年 9 月份播出，收视率靠前。目前，公司积极筹备电影《张骞》、《音乐家》、电视剧《泰山驾到》等，公司通过“旅游融合影视”、“影视融合商业”的发展模式推进业务持续发展。

该公司会展领域主要由会展集团负责经营。会展集团旗下会展企业有 20 多家，并与国内多家会展企业结成合作联盟，并主要通过举办展会的形式实现收入，展会形式包括自主策划展会、承接国内外各种展览、在外地展会承包等。

除以上领域外，该公司文化旅游经营板块收入来源还包括出版传媒、代理集团影视设备、演出设备、展馆建设材料、旅游设施建设材料、出版传媒工具等收入以及酒吧、餐厅、陶艺馆等转让收入。

经过多年的发展，该公司文化旅游经营业务现已涉及旅游、会展、影视、演艺、动漫、出版、传媒、网络、美术、创意设计和广告等 20 多个门类，已形成一定的规模和品牌效应，毛利率也相对稳定，构成公司盈利的主要来源之一。2015-2017 年度和 2018 年上半年度，公司文化旅游经营板块收入分别为 15.95 亿元、17.91 亿元、19.33 亿元和 9.70 亿元，收入规模呈逐年递增的趋势。随着“丝绸之路电影节”、“2015 年春节联欢晚会分会场”、“2016 年中秋晚会”等大型文化活动的举办，曲江文化旅游的知名度得到了较大的提升。

(2) 文化产业（工程）项目业务

该公司文化产业（工程）项目的经营主体包括不夜城公司、曲江建设、会展控股等。文化产业（工程）项目通常是由公司投资建设曲江新区内重大文化产业项目及其配套设施。

该公司文化产业（工程）项目的运营模式包括回购以及自营。其中回购项目的具体运营模式为：由公司或下属子公司与曲江管委会签署回购协议，建设方履行项目建设单位职责，筹集项目建设资金，并按照有权机关审定的施工图设计文件，实施本项目及各单项工程的建设、管理。公司具体负责项目的立项、规划设计、报建报批、建设、资金筹措等。由曲江管委会在每年 6 月及 12 月根据项目实际进度，分阶段确认并及时向公司支付回购款，并在工程竣工验收合格、工程结算完成后进行财务决算，确定项目回购总价款。此类模式建设项目包括大雁塔北广场、戏曲大观园、民俗大观园、音乐厅、电影厅、美术馆、艺术展廊等。

自营文化项目部分，该公司根据曲江新区的文化产业布局，开发相关孵化器、经营场所等文化产业配套设施，项目建设资金主要由公司负责筹集，项目建成后，由入区的文化类企业购买或租赁。

截至 2018 年 6 月末，该公司主要建设项目包括芙蓉新天地、陕西大剧院和唐华宾馆改扩建等项目，计划总投资 31.09 亿元，已完成投资 24.70 亿元。

图表 3. 截至 2018 年 6 月末，公司文化产业（工程）项目板块主要建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	完工时间	建设进度	总投资	已投资金额	预计实现收入	已确认收入金额	已回笼资金
芙蓉新天地	2011.7	2015.02	100%	13.09	13.09	26.82	15.62	13.66
陕西大剧院	2014.7	2017.10	70%	13.30	9.26	11.67	8.86	3.27

项目名称	开工时间	完工时间	建设进度	总投资	已投资金额	预计实现收入	已确认收入金额	已回笼资金
唐华宾馆改扩建	2015.8	2018.12	50%	4.70	2.35	--	--	--
合计	--	--	--	31.09	24.70	38.49	24.48	16.93

资料来源：根据曲江文化集团提供资料整理

2015-2017 年度和 2018 年上半年度，该公司文化产业（工程）项目收入分别为 10.60 亿元、13.86 亿元、4.10 亿元和 3.21 亿元，毛利率分别为 25.66%、6.12%、22.72%和 43.80%。受曲江新区整体规划和年度建设任务影响，该板块收入规模和毛利率均有一定波动，其中 2016 年项目毛利率仅 6.12%，主要系当年确认收入的项目主要是陕西大剧院等毛利率较低的项目。2017 年文化产业（工程）项目收入较上年减少较多，主要系陕西大剧院项目已进入项目尾期，大部分项目收入已于 2016 年确认。2018 年上半年度主要系芙蓉新天地项目确认收入，芙蓉新天地系自营项目，毛利率较高。公司实际控制人曲江管委会具有区域内建设项目审批、规划定点、建设管理等职责，而文化产业项目根据曲江管委会委托主要由公司承建，公司业务优势明显。

（3）基础设施建设业务

该公司景区基础设施建设板块的主要经营主体为曲江建设、会展控股等下属子公司。公司景区基础设施建设主要包括对曲江新区产业园区及文化景区内土地整理、基础设施建设、市政配套设施建设、景观工程建设、城中村拆迁改造等。

景区基础设施建设板块的运营模式分为两种，一种是该公司通过下属子公司曲江建设集团与西安曲江新区土地储备中心签订《西安曲江新区基础设施工程委托建设合同》，由西安曲江新区土地储备中心委托曲江建设集团进行曲江新区内城市及景区基础设施及配套项目建设。建设内容为新区内所有土地整理、基础设施、城市配套、景观工程、中小学校、城中村拆迁改造等。公司主要负责前期工作、建设组织、材料采购等事项，工程款项由公司垫付前期资金，通常待工程量达到预算额 30%时，曲江土地储备中心通常按已完工进度的 50%拨付建设资金，其余资金待工程完工并出具竣工决算报告后三个月内一次性拨付。建设费用以项目竣工结算额为基数，比例为 5%-8%。代建方式仅需企业临时垫付资金，通常垫付周期不超过三个月，最长六个月。另外一种为回购模式，即由公司或其下属的公司与曲江管委会签署回购协议，建设方负责项目的立项、规划设计、报建报批、建设、资金筹措等。曲江管委会按照项目进度分阶段确认并支付回购款。具体方式为：公司完成改造项目的征地、拆迁和补偿工作以后，由曲江管委会验收并支付该部分回购款。曲江管委会按年度确认公司安置房建设投资并向公司支付回购款。

近年来，该公司景区基础设施建设板块的主要项目包括曲江新区范围内基础设施建设、临潼旅游度假区基础设施工程、楼观台景区基础设施工程以及相应区域涉及的安置房建设等项目。目前代建项目主要系曲江新区范围内

基础设施建设及景观绿化，建设进度 79.18%；回购项目主要为在曲江新区景区开发区域内涉及的拆迁、城中村改造及安置小区建设等项目，尚有大额资金未到账。

图表 4. 截至 2018 年 6 月末，景区基础设施建设板块（代建）主要项目情况（单位：亿元）

项目名称	总预算	开工时间	完工时间	建设进度	已付工程款	代建收入	说明
曲江新区范围内基础设施建设及景观绿化项目	45.15	2009.1	2020.12	79.18%	35.75	2.86	按照投资额约 8%收取代建费
合计	45.15	-	-	-	35.75	2.86	-

资料来源：根据曲江文化集团提供资料整理

图表 5. 截至 2018 年 6 月末，景区基础设施建设板块（回购）主要项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	完工时间	建设进度	已投资金额	总回购金额	已收到的回购金额	后期回购计划	项目功能
瓦胡同拆迁安置小区	2010.6	2015.12	100.00%	30.42	34.55	34.00	-	景区拆迁安置房
金波园安置小区	2010.12	2015.10	100.00%	8.24	9.23	7.75	预计 2018 年收回	景区拆迁安置房
孟村小区安置房	2012.6	2017.6	70.95%	6.74	9.50	7.91	预计剩余 2018 年收回	景区安置房
余王碾村拆迁	2016	2018	43.08%	5.17	12.00	5.66	-	景区安置房
裴家崆小区	2017.2	2020.6	9.64%	2.12	22.00	0.11	--	景区安置房
曲江保障性住房	2012	2018	87.30%	18.44	21.12	19.16	预计 2018-2019 年收回	景区安置房
合计	-	-	-	71.13	108.40	74.59		-

资料来源：根据曲江文化集团提供资料整理

该公司景区基础设施建设板块收入主要来源于基础设施建设收入、安置房回购收入。随着曲江新区发展区域的扩大，公司承担的景区基础设施建设项目量也较多，该板块收入规模占公司总收入的比例超过 40%。2015-2017 年度和 2018 年上半年度，公司景区基础设施建设板块收入分别为 34.11 亿元、36.95 亿元、35.65 亿元和 12.53 亿元，毛利率分别为 13.48%、9.66%、13.01% 和 4.81%。其中，2018 年上半年度毛利率相对较低，主要系曲江保障性住房项目收入占比较大，该项目毛利较低。

(4) 房地产业务

该公司房地产板块的经营主体主要包括曲江文旅、曲江建设等下属子公司。公司房地产业务主要分为两块，一类是定向开发的房地产项目，系公司受托开发，项目开发完后定向销售，在核定建设成本的基础上由公司与委托方协商定价，一般利润空间偏小，但销售风险也相对小。公司目前定向开发的房地产住宅项目，包括“亮丽家园”、“金水湾”和“曲江新坐标”三个项目，由曲江新区入园单位的个人进行购买，购买价格由公司与对方单位自行商定，较市场价格有部分优惠。

第二类是与其他房地产公司合作开发并向公众销售的商品房项目。公司联合开发的项目目前包括“永和坊”项目、“万科东方传奇”和“雁翔新城”项目，其中“永和坊”项目建筑面积 68.24 万平方米，由曲江文旅与西安紫薇房地产开发有限公司合作开发，项目总投资 32 亿元，预期收入 54 亿元，公司以土地作价出资，享有 90% 的项目收益；西安紫薇房地产开发有限公司以现金出资 1 亿元，并负责项目的开发销售，享有 10% 的项目收益。

“万科东方传奇”项目，由子公司曲江建设与西安万科企业有限公司联合开发，曲江建设持股 51%，以土地作价出资；西安万科企业有限公司出资 49%，并负责项目的开发销售，利润分配按照持股比例进行分配。项目规划总建筑面积 49.53 万平方米，容积率 3.5，绿化率 38%，小区规划包含住宅楼、底层商铺、文化会所、幼儿园及地下车库等，其中住宅面积 35.80 万平米、商铺 2.1 万平米、文化会所 0.3 万平米、停车位 3900 个。项目预计按 5 期开发，一期目前已取得五证，均价 8500 元/平方米。

雁翔新城 A 地块、雁翔新城 B 地块及雁翔新城 C 地块项目为该公司和中海地产集团有限公司合作开发的三个地产项目，占地面积分别为 184.12 亩、202.09 亩、279.36 亩。公司和中海地产各出资 50%，中海地产负责项目的开发销售，项目收益按股权分配，投资总额为 88.47 亿元，截至 2018 年 6 月末已投入 34.36 亿元。

目前三个定向开发项目已明确销售对象，处于回收期。联合开发项目中，永和坊项目已实现大部分销售，为公司近期房地产板块主要收入来源，东方传奇项目和雁翔新城项目尚处于建设期，仍需一定资金投入。

图表 6. 截至 2018 年 6 月末，公司房地产在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目性质	建筑面积	建设进度	总投资	已投资	开工日期	竣工日期	销售情况	预售金额	手续情况
曲江新坐标（5、6 号楼）	定向开发	3.75	已交房	1.83	1.40	2010.7	2016.5	定向开发，基本已销售完毕	1.29	五证齐全
永和坊项目	联合开发（自营）	68.24	建设完毕	32.00	33.69	2009.6	2014.12	计划 2018 年清盘	57.73	五证齐全
金水湾	定向开发	32.96	竣工	16.55	16.47	2011.1	2015.12	定向开发，基本已销售完毕	13.27	五证齐全
曲江亮丽家园	定向开发	36.14	竣工	17.00	14.32	2010.12	2015.12	定向开发，基本已销售完毕	16.26	五证齐全
东方传奇	联合开发（自营）	49.53	达总投资	32.00	19.29	2015.2	2019.12	已签约面积	41.12	一期 A 标、

项目名称	项目性质	建筑面积	建设进度	总投资	已投资	开工日期	竣工日期	销售情况	预售金额	手续情况
			60.28%					37.71 万m ²		B 标五证齐全
雁翔新城 A 地块	联合开发(自营)	33.04	达总投资 48.49%	24.56	11.91	2017.2	2020.2	已签约面积 7.99 万m ²	15.97	五证齐全
雁翔新城 B 地块 (曲江大城)	联合开发(自营)	42.00	达总投资 48.04%	23.00	11.05	2017.7	2020.7	前期开发	--	-
雁翔新城 C 地块 (曲江大城 C 地块)	联合开发(自营)	59.90	前期报建中	40.91	11.40	2017.1	2022.4	--	--	-
合计	--	325.56	--	187.85	119.53	--	--	--	145.64	-

资料来源：根据曲江文化集团提供资料整理

2015-2017 年和 2018 年上半年度，该公司房地产业务收入分别为 15.36 亿元、12.22 亿元、11.76 亿元和 1.97 亿元，主要系永和坊、东方传奇、金水湾等项目确认收入。

管理

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

目前该公司是曲江管委会实际控制的国有企业，股权结构清晰。曲江管委会是西安市人民政府的派出机构，在辖区范围内履行市级管理权限。

(2) 公司治理

该公司设有董事会及监事会。董事会是公司最高决策机构，共有 5 名成员。其中，董事长¹¹由西安市委、市政府任免；董事由西安曲江新区党工委任免，并报市委组织部备案。公司监事会共有 5 名成员，其中 3 人由股东委派，另外 2 名为职工监事，监事会主席由全体监事过半数选举产生。公司总经理由西安市委、市政府直接任免。

该公司按照《公司法》等法律、法规及规范性文件的要求，以及《西安曲江文化产业投资(集团)有限公司章程》规定，独立开展经营活动。公司与控股股东之间在资产、组织机构、财务核算和经营管理各环节保持一定的独立性。控股股东主要通过董事会及相关治理机制对公司施加影响。

(3) 主要关联方及关联交易

在日常经营活动中，该公司与关联方之间由于业务关系，存在一定的关联

¹¹ 根据该公司 2018 年 8 月公告，公司原董事长李耀杰不再担任董事长、总经理职务，任命李铁军为公司董事长，总经理产生后另行公告（目前总经理职位空缺），李铁军历任曲江文化副总经理和党委书记、曲江新区管委会副主任等职务。

交易。2017 年公司关联交易规模较小，主要系向参股子公司提供景区管理、物业管理服务和物业租赁服务等，关联交易按照市场价进行定价。此外公司与关联企业之间存在较大规模的资金往来和关联担保，2017 年末应付关联方资金和应收关联方资金分别为 12.10 亿元和 22.62 亿元。关联担保主要系与西安曲江大明宫投资（集团）有限公司、曲江文化控股等关联企业互保形成。2017 年末公司对关联公司担保金额合计 148.06 亿元，关联公司对公司担保金额合计 12.00 亿元，存在一定代偿风险。

图表 7. 公司 2017 年关联交易情况表（单位：万元）

关联方	与公司关系	余额	备注
采购商品/接受劳务			
西安曲江文化园林有限公司	参股子公司	1177.44	景区园林
合计		1177.44	
出售商品/提供劳务			
陕西文化产业投资控股（集团）有限公司	参股子公司	139.71	物业管理
西安曲江大明宫投资（集团）有限公司	参股子公司	1317.65	提供景区管理服务
合计		1457.36	
关联租赁			
西安曲江文化园林有限公司	参股子公司	6.35	年度确认的租赁收益,场地
合计		6.35	

资料来源：根据曲江文化集团 2017 年审计报告整理

图表 8. 公司 2017 年末主要应收关联方款项（单位：万元）

项目名称	关联方	账面余额	关联关系
应收账款	西安曲江大明宫投资（集团）有限公司	1162.55	参股公司
	西安曲江浐陂湖投资建设有限公	2239.48	同一母公司
	西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	1937.54	同一母公司
	西安曲江临潼旅游商业发展有限公司	12319.91	同一实际控制人
	西安城墙文化投资发展有限公司	100.56	参股公司
其他应收款	陕西法门寺景区文化产业集团有限公司	57328.80	参股公司
	西安开元临潼投资发展有限公司	284.72	同一实际控制人
	西安曲江爱乐艺术创作有限公司	20.74	参股公司
	西安曲江大秦帝国影业投资有限公司	2019.00	参股公司
	西安城墙文化投资发展有限公司	77976.74	参股公司
	西安曲江城市建设发展有限公司	125.00	同一母公司
	西安曲江华侨城投资发展有限公司	459.06	参股公司
	重庆金美碧房地产开发有限公司	16207.44	参股公司
	陕西雁江能源科技有限公司	5211.97	三级控股子公司的少数股东
	西安万科共筑房地产开发有限公司	34134.26	三级控股子公司的少数股东
委托贷款	西安曲江华侨城投资发展有限公司	14700.00	参股公司

项目名称	关联方	账面余额	关联关系
合计		226227.78	-

资料来源：根据曲江文化集团 2017 年审计报告整理

图表 9. 公司 2017 年末主要应付关联方款项（单位：万元）

项目名称	关联方	账面余额	关联关系
应付账款	西安曲江文化园林有限公司	703.43	同一实际控制人
	西安曲江浐陂湖投资建设有限公司	0.68	同一母公司
其他应付款	西安曲江文化控股有限公司	27898.35	母公司
	中海地产集团有限公司	84265.55	三级控股子公司的少数股东
	西安曲江文化园林有限公司	40.60	同一实际控制人
	西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	6264.63	同一母公司
	西安城墙文化投资发展有限公司	1812.94	参股公司
合计	-	120986.17	-

资料来源：根据曲江文化集团 2017 年审计报告整理

2. 运营管理

（1）管理架构及模式

该公司根据自身业务特点，设置了行政部、人力资源部、财务部、投资部、企业管理部、项目发展部、法务审计部和安全办 8 个职能部门，各部门职责分工明确，并各司其职，基本可满足公司日常经营管理。

（2）管理制度及水平

该公司根据相关法律法规、规范性文件的要求以及公司章程的规定，结合自身业务的特点，逐步完善了各项内部管理制度，并每两年对管理制度进行一次修订和补充，以适应新业务形势需要。

该公司通过人事、财务和实行年度经营目标责任制等对子公司进行较为严格的管控。在人事方面，子公司董事、监事及高管人员均由集团本部任免，但须上报曲江管委会由中共曲江新区工作委员会决定；子公司自行的人事任免需报集团本部备案。在财务方面，子公司的财务总监及财务部长（经理）由集团本部委派，融资、对外担保等需经集团本部批准。公司对子公司以年度经营目标责任制为核心，同时辅以重大事项报告制度来加强对子公司的管理。公司主要通过股东会、董事会、监事会及委派部分高管的方式参与参股公司的运营管理。

在资金管理方面，该公司明确规定了集团系统内资金统筹使用的流程。集团本部可调用子公司的闲置资金，并支付利息。子公司向集团本部拆借资金，需提出借款申请，经集团本部总经理办公会审议通过后，资金供需双方签订借

款协议再放款并支付利息。子公司之间相互拆借资金需由集团本部总经理办公会审议批准。子公司每月向集团本部财务部上报月度滚动资金计划。

在工程建设管理方面，该公司制订了《项目代建管理办法》、《工程招标管理办法》、《工程结算管理办法》、《工程勘察、设计及监理招标实施细则》、《投资项目修缮、改建、扩建工程投资管理办法》、《材料设备采购管理办法》等一系列管理制度，覆盖工程建设的各主要环节。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部提供的 2018 年 10 月 9 日《企业信用报告》，公司本部信用记录正常，未结清贷款中无银行借款逾期、欠息情况¹²。此外根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，公司不存在重大异常情况。

财务

该公司主营业务有一定盈利空间，但较高的财务杠杆导致公司利息负担较重，加之运营管理费用支出较多，资产减值损失也侵蚀了利润空间，公司经营效益欠佳。

该公司资金需求不断扩大，债务负担较重，财务杠杆水平高企。目前公司在建及待建工程量较多，而经营现金流状况欠佳，对筹资活动依赖严重，存在较大的现金流平衡压力。但受益于增资及资产划拨，公司资本实力较强，货币资金存量较充足，整体资产质量尚可，能对债务偿付形成必要的缓冲。

1. 公司财务质量

希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

财政部于 2017 年 4 月 28 日、2017 年 5 月 10 日分别发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号-政府补助》（修订），并定于 2017 年 5 月 28 日、2017 年 6 月 12 日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

¹² 该公司已结清贷款中有两笔欠息，系银行系统原因导致。

2016 年该公司合并范围新增开元投资¹³、风投公司¹⁴和西安文化科技创业城股份有限公司¹⁵，同时减少临潼集团¹⁶。临潼集团被划出，公司资产规模受到一定影响，从 2015 年末的 484.22 亿元下降至 2016 年末的 422.71 亿元，同比减少 12.70%；负债规模下降至 294.34 亿元，同比减少 22.91%；资产负债率由 2015 年末的 78.85%下降至 2016 年末的 69.63%。2017 年，城墙公司不再纳入公司合并范围，对公司整体影响不大；公司新增加一家子公司荆州文化产业，荆州文化产业目前资产规模和营收规模均不大，但未来有较大规模投建计划。2018 年上半年度，公司合并范围新设立两家子公司，为西安新唐人街管理有限公司¹⁷和西安曲江创意谷文化产业园园区开发有限公司¹⁸，均系为项目建设、运营需求而设立。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

2015-2017 年末，该公司所有者权益分别为 102.39 亿元、128.36 亿元和 143.37 亿元。其中 2017 年末所有者权益中资本公积及未分配利润有所减少，其中资本公积减少主要系曲江文化控股认缴的 3.5 亿元增资款转为实收资本；未分配利润同比减少 16.95%，主要系股利分配 1.30 亿元。从权益资本的稳定性来看，2017 年末，净资产中实收资本为 83.00 亿元，资本公积为 12.90 亿元，两者合计占比 66.89%，权益资本结构尚属稳定，此外所有者权益中增加 16.94

¹³ 开元投资成立于 2012 年，注册资本 30 亿元，将负责 CCBBD 的建设开发。截至 2016 年末，开元投资资产总额 53.91 亿元，负债总额 22.27 亿元，当年未有营业收入，实现净利润 1187.11 亿元。

¹⁴ 风投公司成立于 2009 年，注册资本 10 亿元，主要业务是对文化企业的投资。2016 年，经投资决策委员会审批通过了 23 个投资项目，审批通过投资额 11.06 亿元，项目付款进度 94.34%，涵盖文化旅游、教育、媒体、影视、金融、科技等行业。2016 年实现 14 个项目投资完结，共计收回投资款 6.34 亿元。截至 2016 年末，风投公司资产总额 18.50 亿元、负债总额 7.75 亿元，2016 年实现营业收入 0.83 亿元，净利润 0.37 亿元。

¹⁵ 2016 年 1 月新成立企业，注册资金 1 亿元，该公司持股 60%。经营范围为：企业孵化；企业创业服务及咨询服务等。截至 2016 年末，资产总额 0.98 亿元，负债总额为 0.004 亿元，2016 年净利润为 -0.02 亿元，暂未有业务运营。

¹⁶ 临潼集团成立于 2009 年，主要进行临潼地区的开发建设和经营。截至 2015 年末，临潼集团资产总额 147.70 亿元，负债总额 118.86 亿元，所有者权益 28.84 亿元，2015 年实现营业收入 8.33 亿元，净利润 0.15 亿元。

¹⁷ 西安新唐人街管理有限公司成立于 2018 年 4 月，注册资本 2000 万元，主要负责新唐人街区域的日常管理及运营，目前无在建项目。

¹⁸ 西安曲江创意谷文化产业园园区开发有限公司成立于 2017 年 11 月，注册资本 6.00 亿元，是由该公司以在建项目“西安曲江创意谷文化产业园”作价 6.07 亿元（该金额已通过正衡资产评估有限责任公司评估）出资设立。目前该公司与万科合作开发西安曲江创意谷文化产业园项目，项目位于位于西安曲江二期 QCIC 核心区，为集商业、办公楼、酒店、公寓的综合体项目，已开工一、二期部分总占地面积 95.41 亩，建筑面积 27.14 万平方米，总投资额 24 亿，截至目前已投资 8.70 亿元，其中一期已基本完成开发、招商工作，并拟于 2018 年末开业，商业可租赁面积为 3.50 万平方米，建筑面积 6.00 万平方米。

亿元其他权益工具，系发行的永续债。2018年6月末，公司所有者权益为146.94亿元，同比增加2.49%，主要系下属子公司¹⁹并购股权导致少数股东权益增加。

2015-2017年末及2018年6月末，该公司负债总额分别为381.83亿元、294.34亿元、314.81亿元和358.77亿元，资产负债率分别为78.85%、69.63%、68.71%和70.94%。2016年由于增资及资产划拨，当年末公司实收资本和净资产分别为78.00亿元和128.36亿元，增幅81.40%和25.36%，加之临潼集团不再纳入合并范围，公司负债总额下降22.91%至294.34亿元，资产负债率也降至69.63%，但仍处于较高水平。2017年末，因为将永续债券16.94亿元计入“所有者权益”，当年末公司所有者权益提升11.69%至143.37亿元，公司资产负债率小幅下降至68.71%。2018年6月末，随着公司债务规模的进一步提升，公司资产负债率增至70.94%，负债经营程度较高。

从债务结构看，2017年末该公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款组成，占比分别为58.55%、13.92%、12.01%和12.88%。应付账款43.81亿元，主要为尚未支付的工程款，同比减少10.07%，主要系城墙公司不纳入合并范围，城墙公司的应付工程款减少所致；预收账款37.80亿元，主要系预收的售房款。其他应付款40.55亿元，主要是与西安曲江新区土地储备中心、曲江文化控股等单位的往来款、借款、代收款以及房地产项目收取的购房诚意金、押金等，同比增长113.57%，主要系新增中海地产借款14.31亿元（该款项系中海地产与公司合作开发地产项目而投入的项目款）及其他往来借款增加。

2018年6月末，该公司负债总额增至358.77亿元，同比增长13.96%，增量主要来自刚性债务、预收账款和其他应付款，当期末刚性债务合计187.00亿元，较年初增加了2.68亿元，其中短期刚性债务76.77亿元，较年初增加了25.91亿元；公司预收款项同比增长63.75%至61.90亿元，主要系雁翔新城项目、东方传奇项目预收的售房款增加；其他应付款同比增长34.01%至54.34亿元，增量主要系往来款增加。

B. 刚性债务

该公司项目建设资金需求旺盛，刚性债务规模较大，2018年6月末公司刚性债务为187.00亿元，同比增长1.45%，主要包括短期借款14.63亿元，一年内到期非流动负债58.44亿元，长期借款90.22亿元、应付债券20亿元和应付票据3.70亿元，其中短期刚性债务76.77亿元。从债务类型来看，银行借款主要集中于公司本部及子公司曲江文旅、曲江建设、开元投资及风投公司，由抵/质押及担保借款为主，银行借款利率处于4.75%-6.30%区间，偿还时间主要

¹⁹ 子公司曲江建设现金出资5.38亿元收购西安朔坤房地产开发有限公司（简称“朔坤房地产”）51%股权、子公司西安曲江旅游投资（集团）有限公司现金出资3.04亿元收购陕西峰双实业有限公司（简称“峰双实业”）65%股权，主要系拓展业务而并购，其中朔坤房地产成立于2017年6月，注册资本10.24亿元，在建项目主要系曲江风华项目，计划总投资27亿元，截至2018年6月末已投资13亿元，规划为14栋洋房、5栋高层；峰双实业成立于2009年，注册资本5亿元，主要进行旅游项目的建设开发和经营。

集中于 2018-2023 年；债券全部集中于公司本部，利率处于 4.28%-6.61% 区间，债券到期时间集中于 2019-2020 年。此外公司还有 16.94 亿元永续债计入所有者权益中。整体看，公司融资成本尚可，但债务规模较大，随着长期债务逐步步入偿还期及短期借款大幅增加，公司即期债务压力持续上升。

截至 2018 年 9 月末，该公司待偿还债券余额为 72.00 亿元，公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息情况。债券到期时间集中于 2019-2020 年，面临一定集中偿付压力。

图表 10. 公司未到期债券情况（单位：亿元）

项目	发行时间	期限（年）	发行利率	发行金额	债券余额
15 曲文投 MTN002	2015-12	5	4.50%	10.00	10.00
17 曲文投 MTN003	2017-11	3+N	5.98%	6.00	6.00
17 曲文投 MTN002	2017-10	3+N	5.94%	6.00	6.00
17 曲文 01	2017-07	3	5.50%	10.00	10.00
17 曲文投 MTN001	2017-07	3+N	6.08%	5.00	5.00
16 曲文 01	2016-03	3	4.28%	15.00	15.00
18 曲文投 CP001	2018-01	1	5.85%	20.00	20.00

资料来源：wind 资讯（截至 2018 年 9 月末）

C. 或有负债

截至 2018 年 6 月末，该公司对外担保合计 149.56 亿元，担保比率为 101.78%，系对曲江文化控股、曲江新区土储中心、西安曲江大明宫投资（集团）有限公司、临潼集团等企业担保形成，均系曲江新区政府单位或下属企业，面临由此形成的担保代偿风险。

图表 11. 截至 2018 年 6 月末，公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保类型	担保方式	担保起始日	担保到期日
西安曲江文化控股有限公司	5.00	贷款	保证担保	2015.9.7	2018.9.6
	30.00	债券	保证担保	2017.7.19	2020.7.18
西安曲江新区土地储备中心	10.00	贷款	保证担保	2015.12.30	2018.12.29
西安曲江大明宫投资（集团）有限公司	15.00	贷款	保证担保	2016.3.15	2021.3.15
	3.00	贷款	保证担保	2016.12.20	2021.12.15
	4.00	贷款	保证担保	2017.4.28	2022.4.21
西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司	6.30	贷款	保证担保	2013.12.10	2018.12.10
	2.00	贷款	抵押担保	2014.4.22	2020.4.21
西安开元临潼投资发展有限公司	2.40	贷款	保证担保	2016.2.5	2034.2.3
	6.00	贷款	保证担保	2014.11.26	2019.11.25
	45.00	贷款	保证担保	2011.7.4	2020.12.1
	10.80	贷款	保证担保	2015.10.28	2020.10.28
西安城墙文化投资发展有限公司	2.25	贷款	保证担保	2017.3.31	2020.3.30
	1.68	贷款	抵押担保	2017.2.28	2019.2.27

被担保方	担保金额	担保类型	担保方式	担保起始日	担保到期日
	0.75	贷款	抵押担保	2017.3.31	2020.3.30
	0.88	贷款	保证担保	2017.8.8	2018.8.7
	1.50	贷款	保证担保	2016.3.22	2019.3.21
	1.00	贷款	保证担保	2017.10.10	2020.10.9
	2.00	贷款	保证担保	2017.5.2	2020.5.1
合计	149.56	-	-	-	-

资料来源：根据曲江文化集团提供资料整理

(2) 现金流分析

该公司业务涉及多种经营模式，现金回笼情况各异，总体回笼情况欠佳。2015-2017 年度，公司营业收入现金率分别为 70.02%、79.11%和 92.23%。同时公司资金往来活动较为频繁，往来对象主要为代建、回购项目相关的主管部门及下属企业，包括曲江新区管委会、曲江土储中心、西安曲江大明宫遗址区城中村（棚户区）改造办公室、西安曲江临潼国家旅游休闲度假区管理委员会等。2015-2017 年度，公司收到其他与经营活动有关的现金为 28.92 亿元、19.92 亿元和 39.10 亿元，公司支付其他与经营活动有关的现金为 22.78 亿元、38.97 亿元和 25.99 亿元，资金回笼情况不理想以及较为频繁的资金往来，使得公司经营性现金流持续呈现大幅净流出状态。2015-2017 年度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.31 亿元、-11.12 亿元和-22.40 亿元。目前公司经营性现金流难以对债务形成保障。

2015-2017 年度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.89 亿元、13.70 亿元和-20.80 亿元，其中 2016 年公司投资活动呈现大幅净流入状态主要系将风投公司纳入合并范围，收回投资收到的现金增加；2017 年投资活动产生的现金流量呈现大额净流出主要系合并减少城墙公司期末现金余额及风投公司投资业务流出²⁰。

目前该公司主业创现能力偏弱，未来公司对外投资和重大项目开发等方面的资金缺口，将依赖筹资活动补充。2015-2017 年度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 28.62 亿元、6.58 亿元和 61.62 亿元。

2018 年上半年度，该公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额、筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.36 亿元、-13.71 亿元和 0.80 亿元，其中经营活动现金流转为净流入主要系当期销售商品、提供劳务收到的现金相对较多，此外往来款也呈净流入状态。但从长期看，公司以项目投资为主的业务特征，使其项目占用资金周期较长，且各项目资金结算周期不一致，未来公司现金流量状况将随项目投建及结算进度及往来款的影响而产生相应的波动。

²⁰ 2017 年风投公司投资项目包括旅游、影视、房地产、酒店、基金、股权等，合计 7.58 亿元，当年退出项目 11 个，收回本金 1.52 亿元，退出项目实现收益 0.32 亿元。当年实现营业收入 1.12 亿元，包括项目类收入 0.41 亿元，基金、股权投资收益 0.71 亿元。

图表 12. 2015 年以来公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
现金及现金等价物净增加额	29.19	9.17	18.42	-12.55
经营活动产生的现金流量净额	-0.31	-11.12	-22.40	0.36
投资活动产生的现金流量净额	0.89	13.70	-20.80	-13.71
筹资活动产生的现金流量净额	28.62	6.58	61.62	0.80

资料来源：曲江文化集团

该公司 EBITDA 对债务覆盖程度低。2015-2017 年，EBITDA 对利息支出倍数分别为 1.44、1.48 和 1.51。

图表 13. 2015-2017 年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.44	1.48	1.51
EBITDA/刚性债务(倍)	0.06	0.07	0.08
经营性现金流净额(亿元)	-0.31	-11.12	-22.40
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-0.15	-5.78	-12.85
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-0.09	-3.29	-7.35

资料来源：曲江文化集团

（3）资产质量分析

2015-2017 年末，该公司资产总额分别为 484.22 亿元、422.71 亿元和 458.18 亿元，其中 2016 年末资产总额同比下降 12.70%，主要系临潼集团不再纳入公司合并报表范围所致；2017 年末公司资产总额同比增长 8.39%，主要系存货规模大量增加。

2017 年末，该公司流动资产为 318.75 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成，占流动资产的比例分别为 27.37%、13.03%、17.13% 和 35.84%。年末公司货币资金为 87.25 亿元，同比增长 8.22%，其中使用受到限制的货币资金为 4.87 亿元，主要系银行承兑汇票保证金；应收账款 41.52 亿元，主要包括西安曲江新区土地储备中心 26.84 亿元（回购款、代建费、绿化工程款等，预计 1-3 年内收回）、西安曲江新区社会事业管理服务中心 7.42 亿元（回购款、物业费、绿化工程款等，预计 1 年内收回）、西安曲江大明宫遗址区保护改造办公室 2.69 亿元（管理费、物业费、门票等，预计 1-3 年内收回）；其他应收款 54.59 亿元，主要系与西安曲江新区土地储备中心、陕西法门寺文化发展有限公司等单位往来款以及代建项目垫付资金，同比减少 5.09%；存货 114.24 亿元，主要系在建的回购、住宅等开发项目投入成本，同比增长 17.51%，主要系与中海地产合作的雁翔新城项目开发成本增加。

2017 年末，该公司非流动资产为 139.44 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成，占非流动资产比例分别为 12.34%、20.12%、22.98%、31.57%和 3.93%，其中可供出售金融资

产 17.20 亿元，主要系子公司风投公司对外项目投资，包括对基金投资 3.52 亿元和对合伙、合伙企业投资 8.04 亿元；长期股权投资 28.06 亿元，涉及旅游、会展、影视、演出、出版、动漫等各业务板块，同比增长 20.81%，主要系当年城墙公司不再纳入公司合并范围，转为权益法核算增加长期股权投资 1.00 亿元及投资 3.00 亿元，取得西安中央文化商务区控股有限公司²¹30%股权，公司重要的长期股权投资企业包括西安曲江大明宫投资（集团）有限公司、陕西文化产业投资控股有限公司等，当年长期股权投资实现现金红利 0.35 亿元；投资性房地产 32.04 亿元，公司投资性房地产 2017 年 12 月 31 日公允价值依据陕西新兰特资产评估有限公司、正衡资产评估有限公司以 2017 年 12 月 31 日为时点出具的评估报告进行确认，同比增长 16.96%，主要系增加自有房地产转入及评估增值所致；固定资产为 44.02 亿元，同比增长 7.54%；无形资产 5.48 亿元，主要系土地使用权 5.23 亿元，同比减少 46.18%，主要系城墙公司不再纳入公司合并范围。

图表 14. 2017 年末，该公司其他应收款主要明细（单位：亿元）

单位名称	金额	欠款原因	占比	是否关联方	账龄	备注
西安曲江新区土地储备中心	23.13	往来款、代垫建设资金、押金	38.60%	否	1-4 年	预计 1-4 年内陆续收回。
西安汉华房地产开发有限公司（简称“汉华地产”）	10.99	借款	18.34%	参股子公司	1-3 年	以汉华地产开发的地产项目“曲江·华著中城”二、三期的销售收入作为还款来源 ²² 。
西安城墙文化投资发展有限公司	7.80	借款	13.01%	参股子公司	1 年	自 2018 年起，陆续收回。
陕西法门寺文化发展有限公司	5.73	借款	9.57%	参股子公司	3-5 年	协议约定自 2018 年起每年还 1 亿元。
西安万科共筑房地产开发有限公司	3.41	往来款	5.70%	三级控股子公司的少数股东	1 年	拟陆续收回。
合计	51.06	-	85.22%			

注：根据曲江文化集团提供的数据整理

2018 年 6 月末，该公司资产总额为 505.71 亿元，同比增长 10.37%，增量主要来自其他应收款及存货，其中其他应收款同比增长 27.39%至 69.55 亿元，

²¹ 西安中央文化商务区控股有限公司（简称“中央文化商务”）注册资本 10 亿元，此外华润集团投资 7 亿元，持有股权比例 70%，该公司与华润集团共同投资设立中央文化商务，借助华润集团品牌及市场开发优势，未来计划共同开发建设商业地产项目。

²² 项目位于西安市曲江新区雁翔路以西、雁曲五路以北，雁栖二路以东。项目总占地约 247.77 亩，主要由两块土地构成，其中地块一（即项目一期）占地 110.84 余亩，地块二（即项目二三期）占地 136.93 亩（住宅面积为 98.63 亩，商业面积为 38.30 亩）。本项目建设涵盖住宅、五星级酒店（希尔顿酒店管理公司管理）、白金写字楼、国际高端 SHOPPINGMALL 商业、精品 SOHO 商务公寓、一线品牌商街，小区配置高端会所、幼儿园、大型商业，地下车库。计划投资额 60 亿元，项目分三期开发、建设，其中一、二期以住宅为主，配建部分商业，三期以商业为主，目前一期已交房，二期、三期正在开发建设中。

主要系与项目合作方万科、中海等往来款增加；存货同比增长 37.42%至 156.99 亿元，主要系雁翔新城项目开发成本进一步增加。

(4) 流动性/短期因素

该公司资产中流动资产比重较大，相关流动性指标虽均处于较好水平，但 2018 年 6 月末随着短期债务规模进一步增加，存量货币资金同比减少 14.43%至 74.66 亿元，资产流动性指标均有所下滑；且公司流动资产中存货和其他应收款占比较大，资产变现时间和款项回收时间较长，资产流动性实际一般。

图表 15. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动比率 (%)	164.47	169.19	181.44	151.96
速动比率 (%)	77.51	107.67	109.29	81.84
现金比率 (%)	36.26	46.65	49.69	30.78

资料来源：曲江文化集团

2018 年 6 月末，该公司受限资产包括货币资金、存货、固定资产、无形资产和投资性房地产，价值合计 60.33 亿元，占资产总额的比例为 11.93%。

图表 16. 2018 年 6 月末，该公司受限资产情况（单位：亿元）

	金额	受限原因
货币资金	5.33	为融资提供质押担保、银行承兑保证金
存货	4.99	为融资提供抵押担保
固定资产	28.86	为融资提供抵押担保
无形资产	1.27	为融资提供抵押担保
投资性房地产	19.88	为融资提供抵押担保
合计	60.33	--

注：根据曲江文化集团提供的数据整理

3. 公司盈利能力

2015-2017 年该公司实现营业收入分别为 76.02 亿元、80.93 亿元和 70.84 亿元，同期公司实现毛利分别为 16.48 亿元、13.29 亿元和 15.05 亿元，毛利率分别为 21.68%、16.42%和 21.25%，公司主营业务板块之间盈利能力差异较大，且逐年变化。其中文化旅游经营毛利率相对平稳，文化产业工程和景区基础设施建设板块毛利率因投建项目不同而表现较大差异，一般来说代建/回购项目毛利率偏低，而自营项目毛利率相对较高；房地产板块开发的项目类型由定向开发项目转为联合开发项目（永和坊、东方传奇等项目），近几年毛利率维持较高水平。

图表 17. 公司近三年毛利及毛利率情况（单位：亿元）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
文化旅游经营	4.45	27.88%	4.54	25.35%	4.63	23.94%
文化产业(工程)项目	2.72	25.66%	0.85	6.12%	0.93	22.72%
景区基础设施建设	4.60	13.48%	3.56	9.66%	4.64	13.01%
房地产	4.72	30.69%	4.33	35.46%	4.86	41.30%
合计	16.48	21.68%	13.29	16.42%	15.05	21.25

资料来源：根据曲江文化集团审计报告整理

期间费用方面，由于该公司运营建设及管理项目量较大，导致各项管理支出较多；同时公司通过银行借款及发行债券的方式筹集资金，公司利息负担较重。2015-2017 年公司期间费用合计分别为 10.82 亿元、12.84 亿元和 13.03，期间费用率分别为 14.23%、15.86%和 18.39%。公司费用控制能力有待提升。此外 2016 年和 2017 年公司计提了较多的坏账损失、存货跌价损失和固定资产减值损失，累计分别计提了 2.90 亿元和 2.37 亿元资产减值损失，其中 2017 年计提了坏账损失 0.92 亿元²³、存货跌价损失 0.75 亿元²⁴，固定资产减值损失 0.62 亿元²⁵。

该公司作为国家文化产业示范基地之一，在文化产业扶持政策下能享受持续性的政府补贴收入，可对公司盈利形成一定补充。2015-2017 年政府补贴分别为 0.62 亿元、0.99 亿元和 0.91 亿元，包括文化产业发展专项补助资金、春晚补助资金、中秋晚会专项收入、城墙专项补贴收入等。此外公司对外投资规模较大，投资净收益也对公司利润规模形成一定影响，2015-2017 年度，公司投资净收益分别为 1.14 亿元、2.78 亿元和 3.94 亿元，主要系处置部分长期股权投资收益及权益法核算的长期股权投资收益、可供出售金融资产产生的投资收益形成。此外 2015-2017 年公司按公允价值计量的投资性房地产收益 2.26 亿元、4.92 亿元和 2.67 亿元。

2015-2017 年该公司净利润分别为 3.06 亿元、1.52 亿元和 2.10 亿元，同期总资产报酬率分别为 1.80%、2.35%和 2.53%，净资产收益率分别为 3.17%、1.32%和 1.54%。资产获利能力总体欠佳。

2018 年上半年度，该公司实现营业收入 27.41 亿元，同比增长 75.81%，当期毛利率为 21.13%，实现净利润-1.76 亿元，亏损幅度较上年同期有所扩大，主要系当期公允价值变动净收益为-1.13 亿元²⁶。

²³ 应收账款、其他应收款根据账龄计提。

²⁴ 主要系对库存影视剧计提了较多跌价损失。

²⁵ 2017 年该公司对固定资产重新评估，计提了较多减值损失。

²⁶ 当期出售的部分投资性房地产低于上年的评估数导致公允价值变动净收益为负值。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

受益于地区丰富的文化资源、股东和实际控制人大力支持及良好的文化政策环境，该公司文化产业具有一定的品牌及规模优势。同时公司经营产业呈现多元化，有助于抵御相关行业波动带来的风险。目前公司资本实力较强，货币资金存量较充足，能对债务偿付形成必要的缓冲。

2. 外部支持因素

该公司与多家商业银行保持了良好合作关系，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强，具有较强的融资能力。截至 2018 年 6 月末，公司获得银行授信额度合计 190.01 亿元，尚未使用额度为 67.30 亿元。

评级结论

该公司是曲江新区“文化立区、旅游兴区”发展战略的主要执行力量，在业务运营、项目投融资等方面能够得到上级单位的大力支持。经过多年发展，公司运作模式已较为成熟，“曲江模式”在全国具有一定的知名度。但公司项目开发总量大，且资金投入集中，存在较大规模的投资需求，而其代建及回购项目资金回笼相对滞后，公司将持续面临较大的资金压力。

该公司资金需求不断扩大，债务负担较重，财务杠杆水平高企。目前公司在建及待建工程量较多，而经营现金流状况欠佳，对筹资活动依赖严重，存在较大的现金流平衡压力。但受益于增资及资产划拨，公司资本实力较强，货币资金存量较充足，整体资产质量尚可，能对债务偿付形成必要的缓冲。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2019 年 6 月 3 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

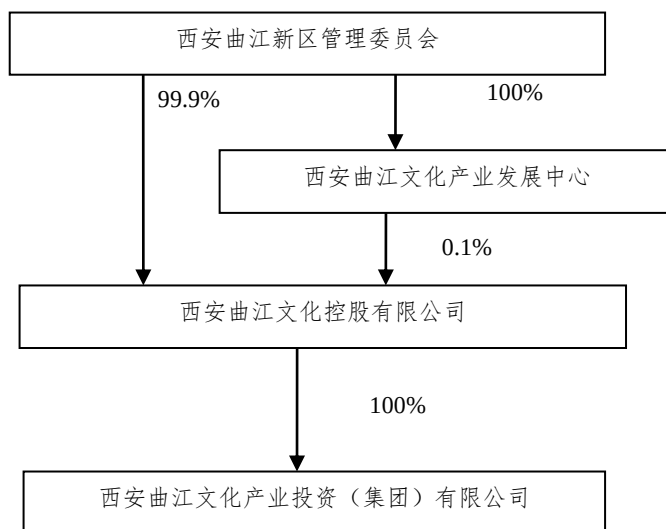
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

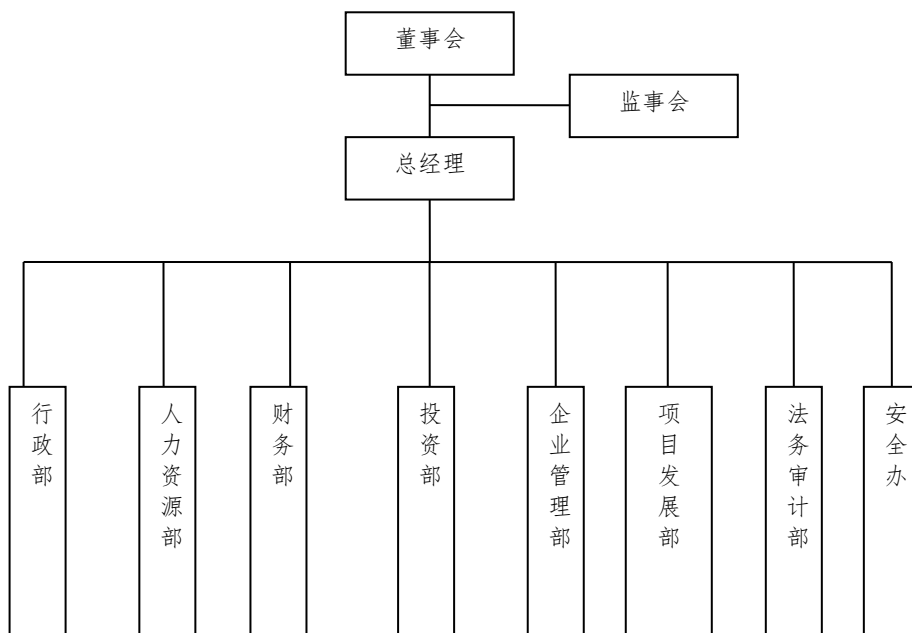
公司与实际控制人关系图



注：根据曲江文化集团提供的资料绘制（截至2018年6月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据曲江文化集团提供的资料绘制（截至2018年6月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称	母公司 持股比例（%）	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（万元）					
			刚性债务	总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量
西安曲江旅游投资（集团）有限公司	100	文化旅游、房地产开发	268,541.81	692,865.55	112,686.20	141,407.49	-9,019.72	-110,165.28
西安曲江大唐不夜城文化商业有限公司	100	代建、文化商业开发	264,252.00	700,165.10	126,442.07	63,498.08	508.87	-147,226.73
西安曲江建设集团有限公司	100	房地产开发、基础设施代建	271,900.00	1,390,671.6	211,284.74	384,021.56	16,527.87	-126,888.26
西安曲江国际会展投资控股有限公司	80	曲江国际会展产业园区的开发	15,000.00	231,075.33	70,574.90	90,721.49	3,334.41	63,258.66
西安曲江国际会展（集团）有限公司	100	会展业	-	19,388.29	14,234.66	14,033.12	3,330.65	2,830.99
西安曲江丫丫影视文化传媒有限公司	51	影视产业	7,000.00	25,601.23	11,524.78	4,880.06	833.18	-2,832.14
西安曲江影视投资（集团）有限公司	100	影视剧（片）策划、制作、发行	5,500.00	24,582.12	5,704.18	9,068.49	-7,032.48	-5,180.85
西安曲江出版传媒投资集团有限公司	100	出版传媒	19,600.00	35,523.95	9,641.68	4,182.33	-1,940.27	-116.11
西安开元中央文化区投资发展有限公司	66.67	土地开发及整理；基础设施建设	151,200.00	472,040.34	320,568.31	-	4,143.95	77,797.10
西安曲江文化产业风险投资有限公司	100	对文化企业的投资。	59,150.00	196,425.85	123,363.95	4,090.23	4,253.44	-9,523.60
荆州纪南文化产业投资有限公司	70	旅游项目投资、经营、开发等	10,000.00	52,740.90	40,475.72	1,846.51	212.99	-2,763.89
西安文化科技创业城股份有限公司	80	产业孵化、园区管理等	-	12,333.81	9,984.66	412.96	153.34	2,239.27

注：根据曲江文化集团提供资料整理

附录四：
主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
资产总额 [亿元]	484.22	422.71	458.18	505.71
货币资金 [亿元]	76.74	80.62	87.25	74.66
刚性债务[亿元]	216.40	167.73	184.32	187.00
所有者权益 [亿元]	102.39	128.36	143.37	146.94
营业收入[亿元]	76.02	80.93	70.84	27.41
净利润 [亿元]	3.06	1.52	2.10	-1.76
EBITDA[亿元]	11.71	13.76	13.99	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.31	-11.12	-22.40	0.36
投资性现金净流入量[亿元]	0.89	13.70	-20.80	-13.71
资产负债率[%]	78.85	69.63	68.71	70.94
长短期债务比[%]	80.41	70.31	79.20	47.89
权益资本与刚性债务比率[%]	47.32	76.53	77.78	78.58
流动比率[%]	164.47	169.19	181.44	151.96
速动比率 [%]	77.51	107.67	109.29	81.84
现金比率[%]	36.26	46.65	49.69	30.78
利息保障倍数[倍]	1.01	1.15	1.20	—
有形净值债务率[%]	431.65	251.29	230.45	255.68
担保比率[%]	52.56	99.46	110.25	101.78
毛利率[%]	21.68	16.42	21.25	21.13
营业利润率[%]	4.99	2.69	4.29	-4.57
总资产报酬率[%]	1.80	2.35	2.53	—
净资产收益率[%]	3.17	1.32	1.54	—
净资产收益率*[%]	3.97	-0.24	0.08	—
营业收入现金率[%]	70.02	79.11	92.23	178.70
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.15	-5.84	-12.85	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.09	-3.29	-7.35	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.28	1.34	-24.79	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.16	0.76	-14.18	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.44	1.48	1.51	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.08	—

注：表中数据依据曲江文化集团经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至 2019 年 6 月 3 日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。