

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】B30号

陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对“西咸新区沣西新城综合管廊租金资产支持专项计划资产支持证券”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持“17沣西 04”和“17沣西 05”信用等级为 AA⁺_{sf}。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年六月二十三日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司（以下简称“沣西集团公司”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与沣西集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，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东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评对象的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月23日

西咸新区沣西新城综合管廊租金资产支持专项计划 资产支持证券2020年度定期跟踪评级报告

资产支持证券	发行规模(万元)	剩余规模(万元)	预期到期日	上次评级结果	本次跟踪评级结果
17沣西01	1800.00	已兑付	2018/1/26	-	-
17沣西02	1800.00	已兑付	2019/1/28	-	-
17沣西03	1900.00	已兑付	2020/2/3	AA+ _{sf}	-
17沣西04	2000.00	2000.00	2021/1/26	AA+ _{sf}	AA+ _{sf}
17沣西05	2000.00	2000.00	2022/1/26	AA+ _{sf}	AA+ _{sf}
17沣西次	500.00	500.00	2022/1/26	NR	NR
合计	10000.00	4500.00	-	-	-

注：NR为未评级。

交易概览

载体形式	资产支持专项计划	资产服务机构	西咸新区鸿通管廊投资有限公司
跟踪评估基准日	2020/6/1	计划管理人	华林证券股份有限公司
原始权益人/ 差额支付承诺人	陕西省西咸新区沣西新城开发建设(集团)有限公司(以下简称“沣西集团公司”)	监管银行/ 托管人	中国民生银行股份有限公司西安分行

评级观点

跟踪期内,本专项计划项下承租人均按时足额支付租金,应付优先级资产支持证券本息也得到及时偿付。同时,本专项计划设置的信用触发机制、较高的现金流覆盖倍数以及沣西集团公司提供的外部增信等内外部增信措施依然能够对优先级资产支持证券提供较强的信用支持。

同时,东方金诚也关注到跟踪期内基础资产集中度仍很高,且前两大承租人有息债务规模依然较大,沣西集团公司债务压力仍然较大。

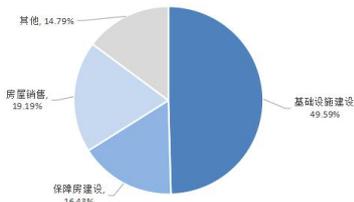
评级关键要素

交易结构	资金归集	按年归集,跟踪期内,资产服务机构按约定履行资金归集义务	现金流分析	各兑付日,基础资产预期现金流入对优先级资产支持证券本息及相关税费的覆盖倍数均在1.25倍以上
	本息兑付	优先级资产支持证券按年付息,到期一次性还本。跟踪期内,本息得到及时足额兑付		
基础资产	基础资产类型	管廊租金请求权	增信措施	优先/次级结构、现金流超额覆盖、信用触发机制、沣西集团公司差额补足。跟踪期内未触发相关事件
	未偿租金余额(OPB)	5586.38万元		
	承租人户数	8户		
	应收管廊租赁款笔数	8笔		
	单笔最大应收管廊租金余额	2276.40万元	主要参与方	不存在不宜作为参与机构的事项,具备相应的服务能力
	单笔平均应收管廊租金余额	698.30万元		
	承租人OPB最大地区及占比	陕西省,100.00%		
承租人OPB最大行业及占比	城市基础设施建设,79.54%			

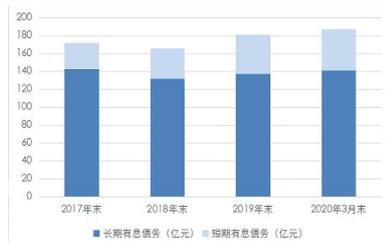
注:本报告最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定,可能与评级模型输出结果存在差异。

原始权益人/差额支付承诺人津西集团公司主要数据及指标

2019 年收入构成



债务期限结构



主要数据和指标 (单位: 亿元、%、倍)

项目	2017	2018	2019	2020.3
资产总额	313.62	347.74	385.98	385.39
所有者权益	71.64	93.36	135.49	135.51
全部债务	171.84	165.83	180.86	186.83
营业收入	12.11	24.89	40.29	6.57
利润总额	1.73	1.65	1.55	-1.71
经营性净现金流	4.56	-6.06	-57.93	7.55
营业利润率	7.97	17.00	16.96	21.87
资产负债率	77.16	73.15	64.90	64.84
流动比率	285.41	249.43	304.07	320.09
全部债务/EBITDA	36.24	36.97	26.30	-
EBITDA 利息倍数	0.84	1.24	1.28	-

注: 表中数据来源于津西集团公司 2017 年~2019 年合并审计报告及 2020 年 1~3 月合并财务报表。

优势

- 跟踪期内, 本专项计划基础资产项下承租人均按时足额支付租金, 应付优先级资产支持证券本息也得到及时足额偿付, 且未发生违约基础资产替换、违约及提前终止等事件, 相关信用触发机制仍为优先级资产支持证券的本息兑付提供保障;
- 基准情景下, 本专项计划各兑付日基础资产预期现金流入对优先级资产支持证券本息及相关税费的覆盖倍数最低为 1.25 倍, 覆盖程度仍较高, 仍为优先级资产支持证券本息兑付提供一定的保障;
- 津西集团公司业务仍保持较强的区域专营性, 继续得到股东及相关各方的较大支持, 其为优先级资产支持证券提供的差额支付承诺仍具有较强的增信作用。

关注

- 跟踪期内, 基础资产集中度仍很高, 前两大承租人未偿租金余额占比为 79.54%, 且前两大承租人仍面临一定偿债压力;
- 本专项计划基础资产前两大承租人与原始权益人、资产服务机构之间存在关联关系, 关联交易风险仍较高, 存在一定的集中违约风险;
- 津西集团公司在建及拟建项目投资规模很大, 有息债务及债务率水平仍较高, 仍面临较大资本支出压力和集中偿付压力。

评级日期
2020/6/23

评级组长
邢岳飞

评级成员
杨伟彤

评级方法及模型

《东方金诚资产支持专项计划资产支持证券信用评级方法 (2015)》

历史评级信息

资产支持证券	信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
17 津西 03~17 津西 05	AA+ _{sf}	2019/6/25	张文玲 杨伟彤	《东方金诚资产支持专项计划资产支持证券信用评级方法 (2015)》	东方金诚债跟踪评字[2019]B06号
17 津西 01~17 津西 05	AA+ _{sf}	2017/6/13	郭永刚 熊晓梦依	《东方金诚资产支持专项计划资产支持证券信用评级方法 (2015)》	东方金诚债评字[2017]B02P号

跟踪评级说明

受陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司（以下简称“沣西集团公司”）委托，东方金诚于2017年6月13日对“西咸新区沣西新城综合管廊租金资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）进行了首次信用评级，评定优先级资产支持证券（17沣西01~17沣西05）的信用等级为AA⁺_{sf}；并分别于2018年6月27日和2019年6月25日对本专项计划进行了两次跟踪评级，维持优先级资产支持证券（17沣西02~17沣西05/17沣西03~17沣西05）的信用等级为AA⁺_{sf}。

本次跟踪评级期间为2019年6月2日¹~2020年6月1日，其中，基础资产跟踪评估基准日和资产支持证券跟踪评估基准日均为2020年6月1日。东方金诚对跟踪评级期间本专项计划的基础资产、原始权益人/差额支付承诺人、资产服务机构和其他参与方进行了信息收集，在分析所获得相关信息的基础上得出本次跟踪评级结论。

交易概况

本专项计划由华林证券股份有限公司（以下简称“华林证券”或“管理人”）于2017年9月5日设立，募集资金专项用于向原始权益人沣西集团公司购买依据租赁合同自2017年1月1日至2021年12月31日（以下简称“特定期间”）对承租人享有的租金请求权中的相应部分和其他相关附属权利（以下简称“基础资产”），并以该等基础资产在特定期间所产生的现金流支付相应的税收、费用及资产支持证券本金和收益。

西咸新区鸿通管廊投资有限公司（以下简称“西咸管投公司”）作为资产服务机构，提供基础资产租金回收、违约基础资产处置等资产管理服务；中国民生银行股份有限公司西安分行（以下简称“民生银行西安分行”）为本专项计划提供资金托管和监管服务。

本专项计划采用了优先/次级的结构化设计、沣西集团公司差额补足等增信手段，并设置了违约基础资产置换、违约事件、提前终止事件等信用触发机制。跟踪期内，本专项计划未发生违约基础资产置换、违约事件、提前终止事件、参与机构解任等信用触发机制。

资产支持证券兑付状况

本专项计划发行规模合计10000.00万元，分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券。其中，优先级资产支持证券发行规模合计9500.00万元，按期限不同分为五个品种（17沣西01~17沣西05），均采用固定利率计息，按年付息，到期一次性还本。次级资产支持证券500.00万元，由原始权益人沣西集团公司全额认购。每个兑付日²，在优先级资产支持证券当期预期收益和当期本金全部偿付完毕后，剩余资金全部分配给次级资产支持证券持有人。

根据本专项计划第三次收益分配报告³，本次跟踪期内，计划管理人于2020年2月4日进

¹ 2019年6月1日为上次跟踪评估基准日。

² 兑付日：指本专项计划存续期间每年1月26日，若该日为非工作日，则为该日后的第一个工作日。

³ 具体指《华林证券股份有限公司关于西咸新区沣西新城综合管廊租金资产支持专项计划2020年收益分配报告》。

行了收益分配⁴，其中，兑付 17 津西 03 本金 1900.00 万元，本次兑付完成后，17 津西 01~17 津西 03 均已到期终止；兑付 17 津西 03~17 津西 05 利息合计 394.31 万元，专项计划账户项下资金在支付完专项计划税费及优先级收益和本金后，剩余资金全部分配给次级资产支持证券持有人，本次分配次级收益 589.00 万元。截至资产支持证券评估基准日 2020 年 6 月 1 日，本专项计划剩余优先级本金规模 4000.00 万元，次级规模 500.00 万元。

图表 1：资产支持证券兑付情况（单位：万元、%）

资产支持证券	发行规模	起息日	到期日	发行利率	本期兑付利息	本期兑付本金
17 津西 01	1800.00	2017/9/5	2018/1/26	5.87	-	-
17 津西 02	1800.00	2017/9/5	2019/1/28	6.07	-	-
17 津西 03	1900.00	2017/9/5	2020/2/3	6.27	121.09	1900.00
17 津西 04	2000.00	2017/9/5	2021/1/26	6.57	133.56	-
17 津西 05	2000.00	2017/9/5	2022/1/26	6.87	139.66	-
17 津西次	500.00	2017/9/5	2022/1/26	-	589.00	-
合计	10000.00	-	-	-	-	-

基础资产信用质量分析

原始权益人/差额支付承诺人信用风险分析

本专项计划的原始权益人/差额支付承诺人为津西集团公司。津西集团公司是西咸新区沣西新城重要的基础设施建设主体，跟踪期内，津西集团公司继续从事沣西新城的基础设施及保障房建设、土地开发整理和房地产开发等业务。

跟踪期内，津西集团公司股权结构未发生变化，截至 2020 年 3 月末，注册资本和实收资本仍均为 20.00 亿元人民币，陕西西咸新区发展集团有限公司和陕西省西咸新区沣西新城管理委员会（以下简称“沣西新城管委会”）仍分别持有津西集团公司 51%和 49%的股权，津西集团公司的实际控制人仍为陕西省西咸新区开发建设管理委员会（以下简称“西咸新区管委会”）。截至 2020 年 3 月末，津西集团公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共 9 家。

跟踪期内，津西集团公司负责的沣西新城基础设施建设及保障房建设业务仍具有较强的区域专营性。津西集团公司基础设施建设业务主要包括代建市政道路及学校项目、代管基础设施业务及自营基础设施业务。2019 年末，津西集团公司主要在建市政道路代建项目有红光路、咸户路、创新港支路网三期、沣渭大道（天雄西路-统一路）等，上述在建项目计划总投资合计 20.65 亿元，累计完成投资合计 13.27 亿元，尚需投资合计 7.37 亿元。同期末，津西集团公司主要在建学校代建项目有西安市创新港中学、沣西新城第二学校、沣西新城第三小学、沣西新城创新港小学等，计划总投资 23.14 亿元，累计完成投资合计 8.21 亿元，尚需投资合计 14.93 亿元。津西集团公司主要在管基础设施项目有沣景路、秦皇大道、天雄西路等，项目计划总投资 13.92 亿元，累计完成投资合计 7.79 亿元，尚需投资合计 6.13 亿元。津西集团公司基础设施自营项

⁴ 本次收益分配资金实际发放日为 2020 年 2 月 4 日，因《国务院办公厅关于延长 2020 年春节假期的通知》、《上交所关于调整 2020 年春节休市相关安排的公告》等规定，原定于 2020 年 2 月 3 日实施的收益分配资金发放业务，顺延至 2020 年 2 月 4 日实施，中证登上海分公司于该日将实际分配资金直接划付至资产支持证券投资者的资金账户。

目主要包括西咸新区信息产业园（一期）项目和西咸新区沣西新城绿色城市综合新能源项目，2019年末，上述两个项目均已完工。

保障房建设方面，2019年末，沣西集团公司在建保障房为天福和园二期、沣润和园（二期）、渭滨新家园、新业佳苑4#楼、康定和园二期、新沣和园、联沣和园等项目，计划总投资额合计为73.35亿元，已累计完成投资合计23.36亿元，尚需投资49.99亿元；拟建保障房为大王安置小区和王道村安置小区项目，计划总投资合计15.30亿元。整体来看，沣西集团公司在建及拟建项目投资规模很大，面临较大资本支出压力。

图表2：2017年~2019年沣西集团公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	7.58	62.57	11.61	46.63	19.98	49.59
其中：基础设施代管	0.56	4.58	0.17	0.69	0.24	0.06
市政道路代建	7.02	57.98	10.74	43.16	13.24	32.86
普通学校代建	-	-	0.69	2.78	6.50	16.13
保障房建设	1.24	10.28	6.02	24.20	6.62	16.43
房屋销售	2.11	17.45	0.83	3.34	7.73	19.19
其他	1.17	9.70	6.43	25.83	5.96	14.79
合计	12.11	100.00	24.89	100.00	40.29	100.00
业务板块	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	0.55	7.20	0.75	6.50	1.16	5.81
其中：基础设施代管	0.04	6.41	0.01	3.64	0.01	4.17
市政道路代建	0.51	7.26	0.70	6.54	0.93	7.02
普通学校代建	-	-	0.05	6.54	0.22	3.38
保障房建设	0.08	6.54	0.43	7.07	0.44	6.65
房屋销售	0.05	2.49	-0.18	-22.11	1.77	22.90
其他	0.47	39.58	3.73	58.02	3.76	6.31
合计	1.14	9.45	4.73	18.99	7.12	17.67

2019年，沣西集团公司实现营业收入40.29亿元，同比增长61.84%，主要来自于基础设施及保障房建设、房地产开发等业务，增幅较大主要得益于普通学校代建业务规模的逐步扩大和大量楼盘交付使用并完成销售。同期，沣西集团公司房屋销售收入大幅增加，拉动毛利润有所增长。受其他业务中新增的供热、供冷等业务亏损影响，沣西集团公司毛利率水平略有下降。2020年1~3月，沣西集团公司营业收入为6.57亿元，同比增长22.80%；毛利润为1.49亿元，同比增长31.86%；毛利率为22.68%，同比增加1.56个百分点。

图表3：2017年~2019年及2020年3月沣西集团公司主要财务数据及指标（单位：亿元、%、倍）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额	313.62	347.74	385.98	385.39
所有者权益	71.64	93.36	135.49	135.51
全部债务	171.84	165.83	180.86	186.83
营业收入	12.11	24.89	40.29	6.57

利润总额	1.73	1.65	1.55	-1.71
经营性净现金流	4.56	-6.06	-57.93	7.55
营业利润率	7.97	17.00	16.96	21.87
净资产收益率	1.58	1.38	1.05	-
资产负债率	77.16	73.15	64.90	64.84
流动比率	285.41	249.43	304.07	320.09
全部债务资本化比率	70.58	63.98	57.17	57.96
全部债务/EBITDA	36.24	36.97	26.30	-
EBITDA 利息倍数	0.84	1.24	1.28	-

资料来源：沅西集团公司提供，东方金诚整理

2019年末及2020年3月末，沅西集团公司总资产分别为385.98亿元和385.39亿元，资产结构仍以流动资产为主。其中，2019年末沅西集团公司资产规模同比增长11.00%，流动资产占比为84.00%。2019年末，沅西集团公司流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主，四者合计占流动资产比例为97.76%。其中，货币资金为23.74亿元，同比下降45.54%，以银行存款和保证金为主；应收账款为36.01亿元，同比下降11.50%，主要仍为应收沅西新城管委会代建代管工程款项；沅西集团公司存货主要由开发成本和开发产品构成，变现能力较弱，2019年末，沅西集团公司存货为82.17亿元，同比增加22.18%，系沅西集团公司对承接项目不断增加投资所致；沅西集团公司其他应收款主要是应收的资金往来占用款及债权转让款⁵，同期末，沅西集团公司其他应收款为175.03亿元，同比增加32.57%。沅西集团公司非流动资产以长期股权投资、固定资产和其他非流动资产为主，2019年末，长期股权投资同比变化较小，固定资产同比增加43.12%，主要由在建工程完工转入；其他非流动资产同比下降13.19%，主要由关联方偿还部分拆借资金所致。2019年末，沅西集团公司受限资产合计28.07亿元，在总资产中占比为7.27%。

2019年末和2020年3月末，沅西集团公司所有者权益分别为135.49亿元和135.51亿元，其中2019年末同比增长45.13%，主要系股东沅西新城管委会通过转让债权和下拨资金方式转增资本公积40.90亿元所致。

2019年末，沅西集团公司全部债务为180.86亿元，较2018年末增长9.07%，其中长期有息债务占比75.71%。同期末，沅西集团公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为64.90%和57.17%，较2018年末分别下降8.25个和6.81个百分点。截至2019年末，沅西集团公司对外担保余额为75.16亿元，担保比率为55.47%，被担保对象仍主要为西咸新区内的基础设施建设主体。整体来说，跟踪期内，沅西集团公司有息债务及债务率水平仍较高，且对外担保比率较高，仍存在一定代偿风险。

盈利能力方面，2019年，沅西集团公司营业收入同比增长61.84%；期间费用同比增长60.27%，主要为财务费用。同期，沅西集团公司利润总额同比下降1.71%，其中政府补贴占比460.00%，利润实现对政府财政补贴依赖仍很大。从盈利能力指标来看，2019年，沅西集团公司净资产收益率同比下降0.33个百分点，盈利能力仍较弱。

⁵ 2019年，沅西集团公司新增对陕西兴沛商业保理有限公司的债权转让款70.00亿元，导致2019年末其他应收款同比大幅增加。

现金流方面，2019年，受往来款支出快速增长影响，沅西集团公司经营性现金流仍为净流出且净流出规模大幅扩大；同期，投资性现金流净流出规模有所减小；因取得借款及股东注入资金收到的现金增加，筹资活动现金流入同比大幅增长，筹资性净现金流同比增长163.02%。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标来看，2019年末，沅西集团公司流动比率与速动比率同比分别增加54.64个和35.73个百分点，但流动资产中变现能力较弱的应收类款项和存货占比仍较高，资产流动性仍较差，对流动负债的保障程度仍较弱。从长期偿债能力指标来看，2019年末，沅西集团公司全部债务资本化比率有所下降，EBITDA利息倍数有所提高。

跟踪期内，沅西集团公司继续从事沅西新城的基础设施及保障房建设和房地产开发业务，业务仍具有较强的区域专营性；作为沅西新城重要的基础设施建设主体，沅西集团公司继续在资产注入和财政补贴等方面获得股东及相关各方的较大支持。同时东方金诚也关注到沅西集团公司在建及拟建项目投资规模很大，仍面临较大资本支出压力；流动资产中变现能力较弱的其他应收款及存货增幅较大且占比很高，资产质量有待进一步提升；有息债务及债务率水平仍较高，并面临较大的集中偿付压力；经营性现金流净流出规模大幅扩大，资金来源对筹资活动依赖较大。

综上，东方金诚维持沅西集团公司主体信用等级为AA，评级展望维持稳定。东方金诚认为，沅西集团公司作为本专项计划的原始权益人，仍具有较强的履职能力；其为本专项计划提供的差额支付承诺，仍具有较强的增信作用。

基础资产组合特征分析

截至基础资产跟踪评估基准日（2020年6月1日），本专项计划基础资产项下承租人累计支付租金8686.98万元，后续尚需支付的租金合计为5586.38万元。基于基础资产跟踪评估基准日的资产池信息，东方金诚对入池基础资产的账龄和剩余期限分布、承租人集中度进行分析，考察资产池的整体信用质量。

图表 4：入池资产概况

项目	上次跟踪基准日 (2019.6.1)	本次跟踪基准日 (2020.6.1)
资产池未偿租金余额 (OPB, 万元)	8482.04	5586.38
应收管廊租赁款笔数 (笔)	8	8
承租人户数 (户)	8	8
单户最大应收管廊租金余额 (万元)	3414.60	2276.40
单笔最大应收管廊租金余额 (万元)	3414.60	2276.40
单笔平均应收管廊租金余额 (万元)	1060.26	698.30
入池资产加权平均账龄 (年)	2.68	3.68
入池资产加权平均剩余期限 (年)	2.58	1.59
承租人 OPB 最大地区及占比 (%)	陕西省, 100	陕西省, 100
承租人 OPB 最大行业及占比 (%)	城市基础设施建设, 78.58	城市基础设施建设, 79.54

数据来源：沅西集团公司提供，东方金诚整理

1.基础资产账龄和剩余期限分布

基础资产合同期限为5年或10年。截至基础资产跟踪评估基准日，基础资产账龄⁶全部集中在3年（不含）~4年（含），其中最短为3.58年，最长为4.00年，加权平均账龄为3.68年；剩余期限⁷全部集中在1年（含）~2年（不含），其中最短为1.00年，最长1.65年，加权平均合同剩余期限为1.59年，基础资产风险暴露期同比大幅缩短。

图表5：基础资产账龄和剩余期限分布（单位：万元、%）

账龄			剩余期限		
期限	OPB	占比	期限	OPB	占比
3年(不含)~4年(含)	5586.38	100.00	1年(含)~2年(不含)	5586.38	100.00
合计	5586.38	100.00	合计	5586.38	100.00

数据来源：沅西集团公司提供，东方金诚整理

2.基础资产集中度

截至本次基础资产跟踪评估基准日，基础资产仍包括8户承租人对应的8笔租赁合同，单户承租人最高未偿租金余额为2276.40万元，未偿租金占比最高为40.75%，较上次跟踪评级提高了0.49个百分点；前两大承租人未偿租金合计占比为79.54%，较上次跟踪评级增加0.96个百分点。整体来说，承租人集中度和上次跟踪评级相比无明显变化，承租人集中度仍很高。

图表6：基础资产承租人未偿租金余额及行业分布情况（单位：万元、%）

承租人	行业	OPB	占比
陕西省西咸新区信息产业园投资发展有限公司	城市基础设施建设	2276.40	40.75
陕西沅西新城投资发展有限公司	城市基础设施建设	2167.20	38.79
西安未来国际信息股份有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	227.52	4.07
安徽水利开发股份有限公司	水的生产与供应业	210.14	3.76
陕西省沅西置业有限公司	房地产业	197.50	3.54
陕西宏方置业有限责任公司	房地产业	180.84	3.24
陕西沅西新城四季春供热有限公司	电力、热力生产和供应业	172.35	3.09
陕西建工第六建设集团有限公司	土木工程建筑业	154.43	2.76
合计	-	5586.38	100.00

数据来源：沅西集团公司提供，东方金诚整理

截至基础资产跟踪评估基准日，基础资产承租人仍主要分布于城市基础设施建设行业，区域集中于陕西省西咸新区沅西新城，承租人行业集中度和区域集中度仍很高。前两大承租人仍均为沅西集团公司控股的基础设施建设及国有资产运营的实体，与原始权益人、资产服务机构之间存在关联关系，关联交易风险仍较高。

⁶ 账龄=基础资产跟踪评估基准日-合同起始日。

⁷ 剩余期限=合同截止日/本专项计划优先级资产支持证券最晚预期到期日-基础资产跟踪评估基准日，其中，统计单笔基础资产剩余期限时，合同截止日/本专项计划优先级资产支持证券最晚预期到期日以较早日期为准。

根据原始权益人提供的相关资料，东方金诚对本次跟踪期内前两大承租人陕西省西咸新区信息产业园投资发展有限公司（以下简称“信息产业园公司”）和陕西沣西新城投资发展有限公司（“新城投资公司”）的经营和财务状况进行具体分析。

（1）信息产业园公司

跟踪期内，信息产业园公司注册资本和实收资本均未发生变化，第一大股东仍为沣西集团公司，持股比例 69.00%，实际控制人为西咸新区管委会。

跟踪期内，信息产业园公司继续承担西咸新区核心概念园区信息产业园的商业建设和市场化建设运营工作。截至 2020 年 3 月末，园区一期建设的“陕西信息服务产业基地”可租售面积为 14.50 万平方米，实际已租售面积 13.16 万平方米，其中已出售面积 3.46 万平方米，已出租面积 9.70 万平方米；二期建设的“陕西信息研发生产基地”目前仍处于在建状态，预计 2021 年底完工，项目总建筑面积约 40.00 万平方米，预计总投资为 13.00 亿元，目前已投资 7.81 亿元，尚需投资 5.19 亿元；云谷三期项目目前也处于在建状态，计划投资金额 19.00 亿元，已投资金额 3.71 亿元，尚需投资金额 15.29 亿元。整体来看，信息产业园区二期项目和云谷三期项目投资金额较大，未来仍需一定的资本投入。

2019 年，受益于园区一期项目的稳定运营及二期项目部分物业销售及物业租赁的实现，信息产业园公司营业收入同比大幅提高。2019 年，信息产业园公司实现收入 25959.38 万元，同比增长 18910.77 万元；同期，实现利润总额和净利润均为 758.24 万元，盈利能力同比小幅提高。

2019 年末，信息产业园公司资产总规模 23.05 亿元，同比增加 31.79%，仍主要由存货构成，存货 17.38 亿元，占比 75.42%，主要为园区一期、二期和三期项目开发工程。同期末，信息产业园公司负债合计 18.62 亿元，同比增加 41.72%，全部有息债务合计 8.17 亿元，其中短期有息债务规模 1.32 亿元，长期有息债务规模 6.85 亿元，资产负债率 80.82%。2019 年，信息产业园公司经营活动产生的现金流表现为净流出 2.30 亿元，因收入与支出往来款规模变化导致经营活动现金流波动较大。

总体来看，随着项目完工实现对外销售和对外出租，信息产业园公司营业收入同比大幅提高。但另一方面，东方金诚关注到，信息产业园公司开发的园区项目投资金额大，培育周期长，且有息债务规模仍较大，未来仍面临一定的资本支出压力。

（2）新城投资公司

跟踪期内，新城投资公司注册资本、实收资本和股权结构均未发生变化，第一大股东仍为沣西集团公司，持股比例 90.00%，实际控制人为西咸新区管委会。

跟踪期内，新城投资公司继续负责西咸新区沣西新城部分基础设施及配套设施的开发和经营，提供供水、污水处理、管网租赁、加气站服务等城市公共服务职能。截至 2020 年 3 月末，新城投资公司在建项目主要包括天元路泵站项目、沣景路泵站项目、沣河污水处理厂项目及商砭站项目，项目计划总投资 6.14 亿元，累计已完成投资 2.65 亿元，尚需投资 3.49 亿元。

2019 年，新城投资公司实现营业收入 1.30 亿元，同比下降 33.82%，主要是由于 2018 年确认资本小镇土地收储收入 1.07 亿元所致。同期，实现利润总额和净利润分别为 874.94 万元和 840.99 万元，同比降幅较大。

截至 2019 年末，新城投资公司总资产规模 36.09 亿元，同比下降 14.43%，资产结构以流动性资产为主，其中，其他应收款为 13.33 亿元，主要为应收沣西新城管委会、沣西新城土地储备中心等往来款项，保障程度较高；存货 5.52 亿元，主要为项目开发成本。同期末，新城投资公司总负债规模 30.93 亿元，同比下降 16.62%，全部有息债务规模为 25.23 亿元，其中长期有息债务占比为 92.28%。同期末，新城投资公司资产负债率 85.77%，较 2018 年末下降 2.25 个百分点。2019 年，新城投资公司经营活动产生的现金流量净额为-1.55 亿元，仍表现为净流出。

总体来看，新城投资公司营业收入同比有所下降，在建项目投资规模较大，有息负债规模较大，资产负债率很高，未来仍面临一定的偿债压力。

综上，跟踪期内，基础资产前两大承租人经营情况较为稳定，为其按时足额支付租金提供了一定保障；同时，前两大债务人面临一定的偿债压力，东方金诚将持续关注前两大承租人的经营情况和偿债能力。

现金流分析及压力测试

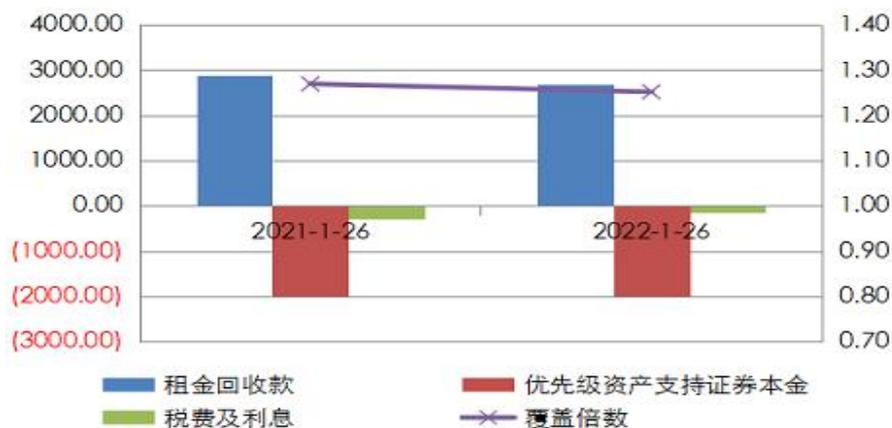
现金流分析

截至本次基础资产跟踪基准日，本专项计划基础资产项下承租人完全按照租赁合同支付管廊租金，支付情况良好。

基于基础资产跟踪基准日的信息，东方金诚构建了现金流模型并进行了压力测试。其中现金流的流入主要包括入池资产租金回款，现金流的流出包括需要支付的税收和规费、各参与机构报酬和费用、优先级资产支持证券利息和本金等。

基准情况下，即承租人完全按照租赁合同支付管廊租金、无违约、无拖欠和无提前退租时，本专项计划的现金流入与流出情况如图表 7 所示，各兑付日基础资产预期现金流入对优先级资产支持证券本息及相关税费的覆盖倍数最低为 1.25 倍，覆盖程度仍较高。

图表 7：基准情况下基础资产现金流入与本专项计划现金流出的匹配情况（单位：万元、倍）



压力测试

东方金诚通过设置不同的压力条件，考察主要压力情形下现金流入对优先级资产支持证券本息的保障程度。

考虑到基础资产承租人集中度很高，若资产池内承租人的未来收入和还款能力下降导致租金不能足额支付情况发生，会对本专项计划资产支持证券本息的偿付产生不利影响。因此，东方金诚以前两大承租人信息产业园公司和新城投资公司分别无法足额支付管廊租金作为压力情景，测算了在不同的回收率假设下，基础资产现金流入减少导致优先级资产支持证券本息兑付存在的资金缺口程度，如图表 8 所示。

图表 8：承租人无法足额支付管廊租金时的资金缺口⁸（单位：万元）

回收率	信息产业园公司		回收率	新城投资公司	
	2020 年	2021 年		2020 年	2021 年
50%	45.76	-27.78	50%	73.06	-0.48
40%	-68.06	-141.60	40%	-35.30	-108.84
30%	-181.88	-255.42	30%	-143.66	-217.20
20%	-295.70	-369.24	20%	-252.02	-325.56
10%	-409.52	-483.06	10%	-360.38	-433.92
0%	-523.34	-596.88	0%	-468.74	-542.28

当信息产业园公司和新城投资公司租金回收率分别下降至 50%及以下时，本专项计划出现资金缺口。根据交易安排，沣西集团公司作为差额支付承诺人对本专项计划资金不足以支付优先级资产支持证券的各期预期收益和应付本金的差额部分承担补足义务。

参与机构履约能力分析

跟踪期内，本专项计划未发生相关参与方变更的情况，本专项计划资产服务机构西咸管投公司、管理人华林证券、监管银行/托管人民生银行西安分行经营和财务状况良好，仍具有较好的履约和尽职能力。

跟踪期内，西咸管投公司注册资本、实收资本和股权结构均无变化，实际控制人仍为西咸新区管委会。跟踪期内，作为西咸新区综合管廊的运营管理主体，西咸管投公司的业务仍具有较强的区域垄断特征。截至 2020 年 3 月末，西咸管投公司可租赁综合管廊长度为 130 千米，已累计向 69 户承租人开展综合管廊租赁业务，同期末，未偿租赁合同本金合计 1.50 亿元，租赁长度合计 100 千米。截至 2019 年末，西咸管投公司资产总额为 8.45 亿元，所有者权益为 1.80 亿元，资产负债率 78.67%，有息债务合计 4.99 亿元。2019 年，西咸管投公司实现营业收入 0.48 亿元，利润总额和净利润分别为 0.04 亿元和 0.03 亿元，扭亏为盈。东方金诚认为，西咸管投公司仍具备继续为本专项计划履行资产服务机构职责的能力。

计划管理人华林证券于 2019 年 1 月 17 日在深交所上市（股票代码：002945），跟踪期内，截至 2020 年 3 月末，华林证券注册资本 27.00 亿元，深圳市立业集团有限公司为第一大股东，持股比例 64.46%，自然人林立为实际控制人。2019 年末，华林证券资产总额 165.10 亿元，所有者权益 53.38 亿元；2019 年全年实现营业收入 10.11 亿元，实现利润总额和净利润分别为 4.76 亿元和 4.42 亿元，同比小幅增长。2019 年末，华林证券在管的资产管理业务产品 96 只，受托资金管理规模合计 624.19 亿元，2019 年实现资产管理业务净收入 0.82 亿元，同比小幅下

⁸ 表中数据为负数时表示存在资金缺口。

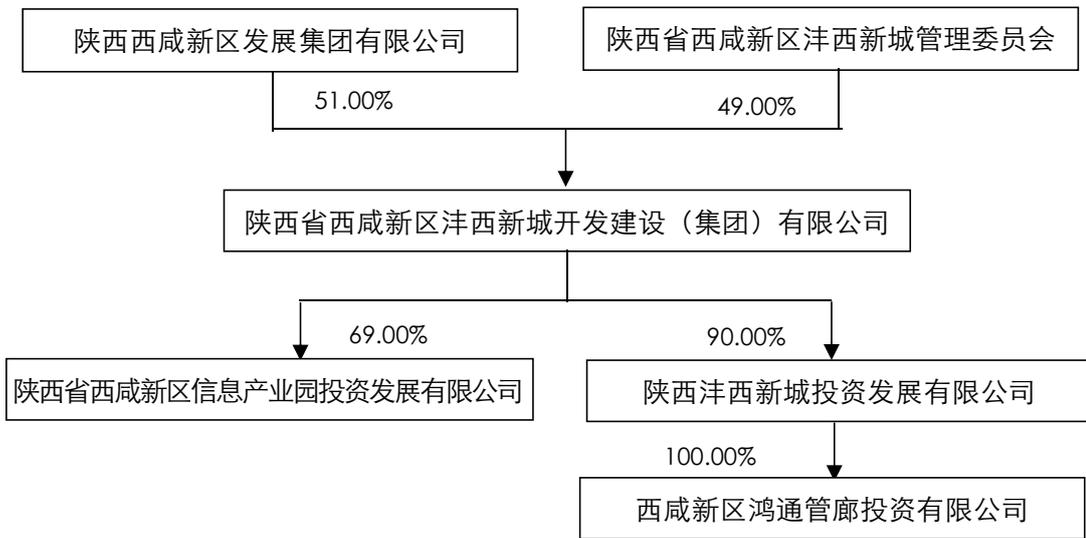
降。2019年12月31日，中国证券监督管理委员会出具《关于对华林证券股份有限公司采取限制业务活动措施的决定》，因华林证券存在内控部门职责分工不明确、合规总监未对高级管理人员和下属单位考核出具合规性专项考核意见、对子公司合规管控不足以及未对投行、资产证券化业务等出现重大风险或违规问题涉及的责任人或责任部门进行问责等问题，决定对华林证券采取限制新增各项业务规模3个月的行政监管措施。东方金诚将持续跟踪管理人华林证券在本专项计划存续期内的管理情况。

跟踪期内，民生银行西安分行作为监管银行和托管人，民生银行资产规模和收入稳步增长，财务状况良好，托管经验不断丰富。截至2020年3月末，民生银行合并口径资产总额为69619.52亿元，归属母公司股东权益总额为5373.80亿元，吸收存款37598.51亿元，贷款总额36987.33亿元；不良贷款率为1.55%，拨备覆盖率和贷款拨备率分别为155.89%和2.42%；按照新监管口径计算的期末资本充足率为13.10%、一级资本充足率为10.30%、核心一级资本充足率为8.96%。2020年1~3月，民生银行实现营业收入493.33亿元，实现利润总额和净利润分别为200.25亿元和168.11亿元。资产托管业务方面，2019年末，民生银行资产托管规模（含各类资金监管业务）突破10万亿元，同比增长14.88%，托管业务综合创利50.72亿元，同比增长12.61%。东方金诚认为，民生银行综合实力仍极强，资产托管能力处于行业领先水平，仍能够为本专项计划提供合格的托管和监管服务。

跟踪评级结论

东方金诚通过对本专项计划的交易结构、基础资产信用质量和各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流分析及压力测试的基础上，维持“17津西04~17津西05”的信用等级为AA⁺_{sf}。

附件一：截至 2020 年 3 月末相关参与方股权结构图



附件二：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营效率指标	
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件三：企业主体信用等级符号及定义

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

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

附件四：资产支持证券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA _{sf}	本金和收益所获保障的程度极高，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA _{sf}	本金和收益所获保障的程度很高，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A _{sf}	本金和收益所获保障的程度较高，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB _{sf}	本金和收益所获保障的程度一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	本金和收益所获保障的程度较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	本金和收益所获保障的程度较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	本金和收益所获保障的程度极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	本金和收益在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还本金和支付收益
C _{sf}	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“西咸新区沣西新城综合管廊租金资产支持专项计划”的存续期内密切关注基础资产质量变化、交易结构稳定性、参与方实际履约能力及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，并于每年6月30日前出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评对象信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向委托人等相关参与方发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，委托人及相关参与方应按照联络函所附资料清单及时提供包括但不限于资产管理报告、托管报告、相关主体财务报告等跟踪评级资料。如委托人及相关参与方未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。