



2023 年度陕西投资集团有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20230768M-02

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2023 年 3 月 28 日至 2024 年 3 月 27 日。主体评级有效期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 3 月 28 日

评级对象 陕西投资集团有限公司**主体评级结果** AAA/稳定**评级观点**

中诚信国际认为陕西投资集团有限公司（以下简称“陕投集团”或“公司”）外部发展环境优良；经营格局多元化，具备一定的协同优势；公司煤炭及电力板块竞争实力不断增强以及融资渠道较为通畅。中诚信国际预计，陕投集团资产规模将保持增长，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲。同时，中诚信国际也关注到公司债务规模持续上升，面临较大的项目投资压力，公司及子公司管理水平和风控能力均面临挑战等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，陕西投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用

可能触发评级下调因素：公司在陕西省地位大幅削弱，资本实力显著下降；受政策影响，公司主要业务板块盈利能力急剧下滑，财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

正面

- **外部发展环境优良。**陕西省能源资源丰富，且经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司经营格局多元化，具备一定的协同优势。**公司业务涉及金融和实业两大领域，实施“金融与实业并举、走产融结合”的发展模式，逐步形成了以产融结合为基础，能源、金融和战略新兴产业投资有机结合的多元化发展格局，具备一定的协同优势。
- **煤炭及电力板块竞争实力不断增强。**近年来，公司煤炭板块盈利能力较强，电力板块可控装机容量不断提升，带动电力业务收入实现较快增长；2023年3月，子公司陕西能源投资股份有限公司（以下简称“陕西能源”）启动IPO招股程序，稳步推进煤电一体化项目建设，未来业务综合效益或将进一步提高。
- **融资渠道较为通畅。**公司与金融机构保持良好的合作关系，未使用银行授信额度较大，同时拥有上市子公司，直接和间接融资渠道均较为通畅。

关注

- **公司债务规模持续上升。**随着公司业务规模的扩大及项目建设的持续推进，公司总债务规模亦逐年增长，同时母公司因承担了较多融资职能，债务负担较重。截至2022年9月末，公司合并口径及母公司口径未来一年均有一定到期债务规模，中诚信国际将对公司债务增长情况和偿债资金安排保持关注。
- **项目投资压力较大。**公司电力板块、煤炭生产板块及房地产板块等在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的投资压力。中诚信国际将持续关注公司业务板块项目收益平衡情况。
- **公司及子公司管理水平和风控能力均面临挑战。**公司业务板块较多，下属子公司所涉及行业面较广，受行业政策及市场环境影响较大，公司及子公司管理水平和风控能力均面临挑战，需对此保持关注。

项目负责人：夏 雪 xxia@ccxi.com.cn

项目组成员：章 毅 yzhang.zy@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

陕投集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.9/2022.1~9
资产总计（亿元）	1,685.18	2,040.53	2,416.58	2,602.44
所有者权益合计（亿元）	569.98	682.63	738.62	829.79
负债合计（亿元）	1,115.20	1,357.90	1,677.95	1,772.65
总债务（亿元）	745.13	928.59	1,140.39	1,231.33
营业总收入（亿元）	770.22	754.15	840.77	618.76
净利润（亿元）	31.07	44.81	48.83	59.68
EBIT（亿元）	46.37	74.51	85.93	--
EBITDA（亿元）	65.15	100.89	117.01	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	33.93	39.20	-107.00	9.10
营业毛利率(%)	7.12	8.16	11.35	14.71
总资产收益率(%)	2.75	4.00	3.86	--
EBIT 利润率(%)	6.26	10.39	10.76	--
资产负债率(%)	66.18	66.55	69.44	68.11
总资本化比率(%)	61.83	61.85	64.83	64.93
总债务/EBITDA(X)	11.44	9.20	9.75	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.30	2.69	2.44	--
FFO/总债务(X)	0.01	-0.01	0.03	--
陕投集团（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.9/2022.1~9
资产总计（亿元）	763.13	773.76	818.30	834.66
所有者权益合计（亿元）	317.46	319.78	346.69	400.15
负债合计（亿元）	445.67	453.98	471.61	434.52
总债务（亿元）	509.36	525.62	552.84	572.48
营业总收入（亿元）	18.40	19.68	17.61	11.99
净利润（亿元）	22.64	6.60	25.49	14.06
EBIT（亿元）	42.35	25.22	45.15	--
EBITDA（亿元）	42.41	25.28	45.22	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-22.95	-5.48	34.91	-6.33
营业毛利率(%)	99.78	100.00	100.00	100.00
总资产收益率(%)	5.55	3.28	5.67	--
EBIT 利润率(%)	230.16	128.10	256.36	--
资产负债率(%)	58.40	58.67	57.63	52.06
总资本化比率(%)	71.04	71.45	70.90	70.86
总债务/EBITDA(X)	12.01	20.79	12.23	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.67	1.01	1.69	--
FFO/总债务(X)	-0.01	-0.01	-0.01	--

注：1、中诚信国际根据陕投集团提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理；其中 2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、长期应付款和所有者权益中的带息债务。

评级历史关键信息 1

陕西投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2022/10/13	李春辉、陈小鹏、陈涛、王雨晴	中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2022_01	阅读全文
AAA/稳定	--	2018/12/07	付东阳、李傲颜、齐鹏	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(通用) CCXI TY 2016_01	阅读全文

资料来源：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

陕西投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2019/12/18	张卡、刘衍青	--	阅读全文
AAA/稳定	--	2019/07/23	张卡、刘衍青	--	阅读全文

资料来源：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较（2021 年数据）

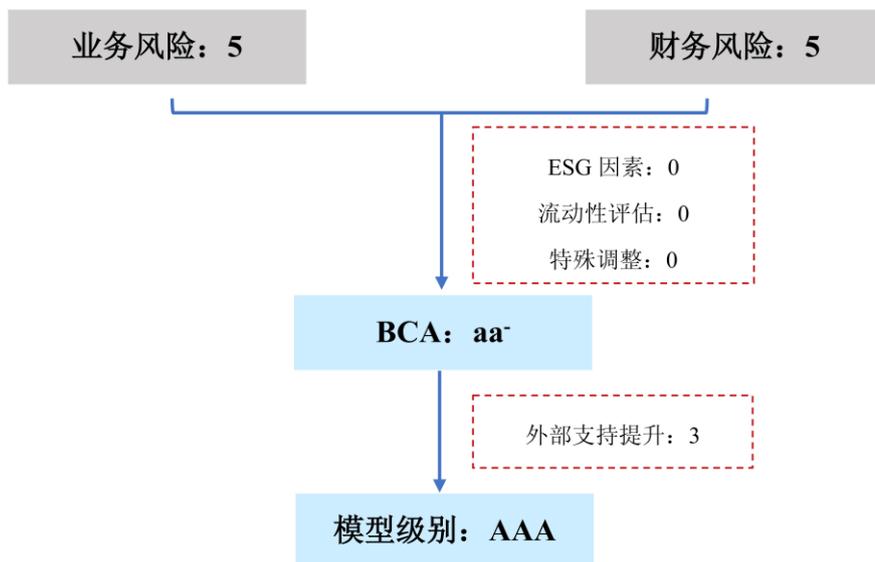
公司名称	经调整的所有者权益（亿元）	总资产收益率（%）	总资本化比率（%）	EBITDA 利息覆盖倍数（X）
广西投资	1,131.20	0.93	65.27	2.36
越秀集团	1,293.01	2.77	71.02	2.69
陕投集团	618.77	3.86	64.83	2.44

中诚信国际认为，与同行业相比，陕投集团业务板块的集中度处于中等水平，虽然资本实力稍弱，但盈利能力和财务杠杆水平优于同行业水平

注：广西投资为“广西投资集团有限公司”的简称，越秀集团为“广州越秀集团股份有限公司”的简称。

评级模型

陕西投资集团有限公司评级模型打分(2022_01)



方法论

中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2022_01

■ 业务风险：

公司业务板块构成较为多元，主营业务涵盖金融、贸易、化工、电力、煤炭生产及勘探与开发、房地产及酒店等板块。其中核心业务板块竞争实力较强，公司整体业务风险较低。

■ 财务风险：

随着资产规模的扩大，公司杠杆水平亦逐年提高，集团财务管控水平尚可，资本实力尚可，近年来利润水平持续提升，多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力亦保持在较好水平，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对公司个体基础信用等级无影响，公司具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

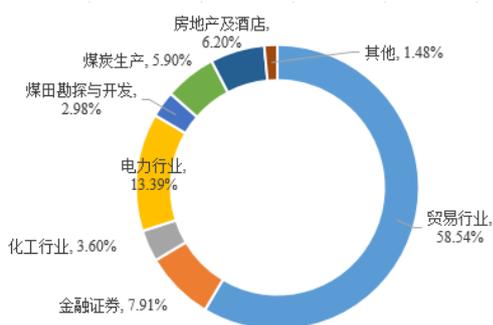
作为陕西省首家国有资本投资运营公司，公司承担了国有资本投资与运营的重任，始终坚持金融实业两轮驱动发展战略，形成了多元化的业务布局，同时涉足的多个行业在陕西省内具有垄断优势，重要的地位使得公司与地方政府关系紧密，近年来在资产注入和财政补贴等方面获得了政府的有力支持，外部支持调升 3 个子级。

评级对象概况

公司前身系陕西能源集团有限公司（以下简称“原陕能集团”）。2011 年，根据陕国资改革发〔2011〕444 号文件，原陕能集团设立，注册资本为 30 亿元，由陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）以现金 25 亿元和陕西省煤田地质集团有限公司（以下简称“煤田地质公司”）2010 年 12 月 31 日的账面合并国有净资产 5 亿元出资。2013 年，根据陕国资资产发〔2013〕27 号文件，陕西省煤田地质局事业性国有资产划转至原陕能集团。2014 年，根据陕国资改革发〔2014〕186 号文件，陕西省投资集团（有限）公司（以下简称“原陕投集团”）经审计后的归属于母公司的净资产划转至原陕能集团，其中 602,000.00 万元作为原陕能集团资本金，其余 434,790.96 万元计入原陕能集团资本公积。作为陕西省国资整合进程的重要环节，陕西省人民政府（以下简称“陕西省政府”）组建原陕能集团具体方案为将原陕投集团下属的陕西省天然气股份有限公司和渭南天然气有限责任公司股权划转至新成立的陕西燃气集团有限公司，之后将原陕投集团划出天然气资产后的全部剩余资产整体并入新成立的原陕能集团，由此完成原陕能集团的最终组建。2018 年 1 月，根据陕国资收益发〔2017〕370 号文件，公司更名为现名。截至 2022 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 100 亿元，陕西省国资委对公司 100% 持股，为公司实际控制人。

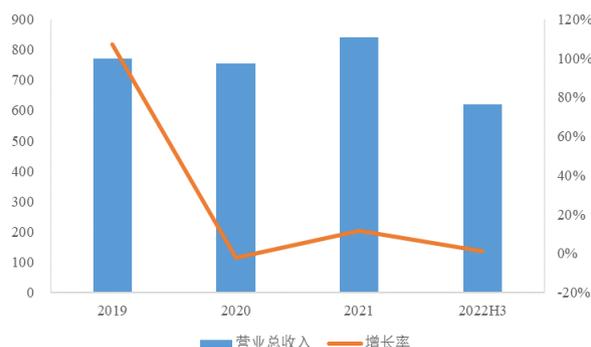
公司系陕西省首家国有资本投资运营公司，作为以能源类投资为主的重要国有资本经营管理主体，对全省重大产业发展项目进行投资开发和管理。公司业务涉及金融和实业两大领域，实施“金融与实业并举、走产融结合”的发展模式，逐步形成了以产融结合为基础，能源、金融和战略新兴产业投资有机结合的多元化发展格局，具备一定的协同优势。在此背景下，近年来公司营业总收入呈波动增长趋势，其中 2021 年为 840.77 亿元。

图 1：2021 年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来公司营业总收入走势（亿元）



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 1：截至 2022 年 9 月末公司主要子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例	2022 年 9 月末		2021 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
西部证券股份有限公司	西部证券	37.24	958.77	272.29	67.51	14.25
西部信托有限公司	西部信托	57.78	56.83	53.63	8.02	4.37
陕西省华秦投资集团有限公司	华秦投资	100.00	69.69	39.40	30.00	0.15
陕西华山创业有限公司	华山创业	100.00	18.17	1.07	173.87	-5.01
陕西省煤田地质集团有限公司	煤田地质公司	100.00	142.76	97.12	60.22	16.75

大商道商品交易市场股份有限公司	大商道	50.50	66.46	11.34	289.29	0.81
陕西金泰氯碱化工有限公司	金泰氯碱	81.42	17.40	9.38	29.24	1.12
陕西能源投资股份有限公司	陕西能源 ¹	80.00	549.51	206.94	154.77	14.05
陕西清水川能源股份有限公司	清水川能源	66.00	133.39	59.38	33.98	5.62
陕西省水电开发有限责任公司	陕西水电	99.47	117.44	60.33	9.59	1.57
陕西金泰恒业房地产有限公司	金泰恒业	100.00	399.51	54.73	48.74	4.77

注：由于公司与商交公司签订的一致行动协议已于 2022 年 10 月 31 日到期，公司决定不再续签，故大商道自 2022 年 11 月 1 日起不再纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济与行业政策

2023 年宏观经济修复预期有所加强，支撑经济运行的积极因素正在增多：服务业与消费回暖空间打开、稳增长政策延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑；政治周期转换将增强地方政府发展经济的积极性；政策调整之下房地产对经济的拖累将有所减轻；经济结构调整转型将推动高新技术产业较快发展。总体来看，2023 年宏观经济或呈现出“N”字型修复，全年 GDP 增速或为 5.3% 左右。不过，宏观经济修复过程中仍面临多重风险挑战：其一，地缘冲突持续、中美大国博弈仍存，全球政经格局发生深刻变化，叠加全球经济走弱压力加大，外部不确定性、不稳定性持续存在；其二，宏观债务风险持续处于高位，需重点关注企业和居民部门资产负债表的演化；其三，房地产对经济的拖累持续减轻，但仍需妥善管控房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。从政策环境看，2023 年财政政策进一步加力提效，通过上调赤字率、提高专项债新增额度及使用效率等措施加大力度稳增长，并将延续使用准财政工具，承担起稳增长的主力作用。稳健的货币政策精准有力，更加侧重结构性政策工具的使用，呵护与支撑实体经济发展。同时，2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。从长远来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供源源不断的支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

行业概况

中诚信国际认为，2022 年以来国内非化石能源装机保持快速增长，煤电托底作用显现使得火电投资加速回暖，未来在“双碳”目标下，国内非化石能源装机增速仍将保持较快水平；2022 年以来全国电力供需矛盾不断凸显，电力生产行业各细分领域信用状况呈分化态势，其中火电企业经营及盈利有所修复，未来一段时间总体信用质量较“负面”状态有所改善，但在燃煤价格仍处高位及清洁能源挤占下，火电企业后续盈利及信用水平的变化情况有待进一步关注；在各类因素综合影响下，2021 年以来国内大宗商品价格保持高位运行态势，为流通企业的风险控制能力带来一定挑战；证券行业与宏观经济环境高度相关，长期来看证券行业资产规模、资本实力和盈利能力均持续增强，但行业分化加剧，头部券商竞争优势将进一步增强，中小券商竞争将更加激烈；同时，陕西省整体经济形势向好，经济实力呈稳步增长态势，且能源资源储量丰富，煤炭储量

¹ 2021 年 12 月，陕西能源首次向深圳证券交易所（以下简称“深交所”）递交 IPO 申请；2023 年 3 月 13 日，陕西能源顺利通过深交所上市审核委员会 2023 年第 8 次会议审核，成为主板注册制施行以来首批过会企业；2023 年 3 月 21 日，陕西能源（股票代码：001286）披露首次公开发行股票招股意向书，正式启动 IPO 招股程序。

位居国内前列，为公司发展提供了良好的外部环境。

电力行业

2022 年以来，我国全社会用电量增速有所放缓，考虑到稳增长政策效果的逐步显现、全球变暖引起的极端天气频繁出现和 2022 年低基数等因素，未来短期内我国用电量增速或将有所提升；但中长期来看，国内外经济较大的下行压力等因素或将影响我国用电量增速继续保持较低水平。2022 年以来国内非化石能源装机保持快速增长，煤电托底作用显现使得火电投资加速回暖，未来在“双碳”目标下，国内非化石能源装机增速仍将保持较快水平。

2022 年以来全国电力供需矛盾不断凸显，水电来水偏枯、风光出力波动、输电线路和储能及调峰电源的建设滞后等因素仍制约电力供给对需求增长的覆盖，同时叠加防疫政策放宽和煤价高位运行，预计未来一段时间我国电力供需矛盾仍将存在，且未来全国发电设备利用效率的增长存在较多不确定性。电力生产行业各细分领域信用状况呈分化态势，其中，火电方面，2022 年以来在火电机组出力增加及燃煤电价改革政策实施背景下，火电企业经营及盈利有所修复，未来一段时间总体信用质量较“负面”状态有所改善，但在燃煤价格仍处高位及清洁能源挤占下，火电企业后续盈利及信用水平的变化情况有待进一步关注。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://m.ccxi.com.cn/report/detail/9723>

证券行业

证券行业与宏观经济环境高度相关，随着资本市场改革深入推进，改革利好持续释放，证券行业资产规模、资本实力和盈利能力均持续增强；但 2022 年一季度以来资本市场宽幅震荡，相关指数同比大幅下滑，或将对 2022 年证券行业盈利产生一定冲击。证券行业资本补充需求较大，已建立多渠道的资本补充机制，次级债常态化发行以及股权融资渠道打开，使得证券公司资本实力大幅提升。证券公司基本形成经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资管业务五大业务板块，经纪及自营业务占比较高，综合实力强的证券公司业务收入更加多元化。行业分化加剧，头部券商竞争优势将进一步加强，证券公司营业收入及净利润集中度仍将保持较高水平；中小券商竞争更加激烈，逐渐形成部分有特色的精品券商，推动证券行业加快整合。证券公司直接融资占比高，发行主体整体信用水平较好，不同等级、期限利差分化趋势明显。

详见《中国证券行业展望，2022 年 6 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8689?type=1>

贸易行业

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。近年来，世界经济疲弱，贸易保护主义持续升温，我国对外贸易发展面临的形势复杂严峻。全球多数国家难以复工复产，在此背景下中国外贸占国际市场的份额有所提升；出口持续超预期增长成为我国经济增长的重要支撑。2021 年，我国进出口总额实现 6.05 万亿美元，同比增长 30.0%，比 2019 年同期增长 32.2%，系首次突破 6 万亿美元关口；2022 年 1~3 月，我国进出口贸易金额创历史新高，当期进出口总值 1.48 万亿美元，较上年同期增长 13.0%。

从国内贸易情况来看，近年来世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大。2020 年，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至历史高点；2021 年以来，“双碳”等环保及产业政策对化石能源及高耗能产业的约束可能会长期存在，北美飓风和山西暴雨等极端天气对大宗商品供应造成较大影响以及 OPEC+ 原油增产计划和俄乌冲突等地缘政治风险亦对大宗商品带来较大不确定性，上述因素综合作用下大宗商品价格继续高位运行。但大宗商品价格波动和高位运行的市场态势，在风险控制方面对国内生产要素和消费品流通企业带来了一定的挑战。

陕西省经济概况

陕西省为我国西部的重要省份，主要经济指标位于西部地区前列。近年来，陕西省经济保持持续增长势头，经济增速有所波动。2020~2022 年，陕西省地区生产总值分别为 26,181.86 亿元、29,800.98 亿元和 32,772.68 亿元，增速分别为 2.2%、6.5% 和 4.3%，2022 年三次产业结构占比为 7.9:48.6:43.5，第二产业占比较 2021 年小幅上升，但第二产业和第三产业占比仍基本相当。固定资产投资方面，2020~2022 年，陕西省固定资产投资（不含农户）分别同比增长 4.1%、-3.0% 和 8.1%。陕西省将装备制造、能源化工、电子信息、现代医药产业、有色冶金、纺织服装、食品加工和新型建材产业作为地区八大支柱产业，尤其是能源和有色金属等资源的储量较为丰富。陕西省是国家重要的能源化工、西煤东运、西电东送、西气东输基地，是能源丝绸之路上的重要纽带和支撑点，能源资源丰富，目前探明的能源保有储量均位居全国前列。在我国能源及原材料短缺的宏观背景下，陕西省自然资源优势为其经济发展提供了强有力的支持。中诚信国际认为，陕西省整体经济形势向好，经济实力呈稳步增长态势，且能源资源储量丰富，煤炭储量位于国内前列，为公司发展提供了良好的外部环境。

运营实力

中诚信国际认为，陕投集团作为陕西省以能源类投资为主的国有资本投资运营平台，构建了实体与金融并重的金融格局，主营业务涵盖金融、贸易、化工、电力、煤炭生产及勘探与开发、房地产及酒店等板块，具备一定的协同优势，且核心业务板块整体竞争实力较强；但电力、煤炭生产及房地产等板块在建及拟建项目规模较大，公司面临着较大的投资压力，同时在当前房地产市场行情下行的背景下，需对公司主要房地产项目的去化情况保持关注；再者，多元的业务板块亦使得公司面临着较为广泛的行业风险，公司本部及子公司的管理及风控能力均面临挑战，需对此保持关注。

西部证券收入主要来自证券自营、证券经纪和以基差业务为主的其他业务，在市场行情回暖下收入规模逐年稳步提升，但易受监管政策环境及行业竞争影响；其股票质押式回购业务发生一定规模的信用风险损失，中诚信国际将持续关注信用风险损失及重大未决诉讼对公司经营业绩的影响。

西部证券（证券代码：002673.SZ）成立于 2001 年 1 月，初始注册资本为 10 亿元。2012 年 5 月，西部证券在深圳证券交易所上市，成为国内第 19 家上市证券公司，也是陕西省唯一一家全牌照的上市证券公司。截至 2022 年 6 月末，陕投集团直接持有西部证券 35.32% 股权（均未质押、标记或冻结），通过西部信托间接持有西部证券 1.92% 股权（均已冻结），持股比例共计 37.24%，为西部证券的控股股东。

截至 2022 年 9 月末，西部证券总资产 958.77 亿元，所有者权益 272.29 亿元。近年来，随着证券市场行情持续回暖，西部证券营业收入稳步增长，盈利能力持续提升。2021 年，西部证券实现营业收入 67.51 亿元，同比增长 30.22%，主要系其他业务中的基差业务收入大幅增长所致；实现净利润 14.25 亿元，同比增长 25.89%。根据《西部证券股份有限公司 2022 年度业绩预告》，西部证券 2022 年营业收入较上年减少，收入下降的主要业务板块为投资业务、证券经纪业务、信用业务、投资银行业务及研究发展业务；2022 年归属于上市公司股东的净利润预计较上年下降 66.41%~71.37%。

从收入构成上看，西部证券收入主要来自证券自营业务、证券经纪业务及其他业务等。具体来看，近年来，西部证券把握市场行情，权益投资取得较好收益，证券自营业务收入整体呈增长趋势，2019 年曾为西部证券第一大收入来源；随着证券市场行情回暖，证券经纪业务收入亦逐年增长，为西部证券主要收入来源之一；投资银行业务发展趋势向好，近年来收入整体呈增长趋势，对西部证券收入形成良好补充；资产管理业务呈收缩趋势，收入波动下降；信用交易业务收入受市场行情利好逐年增长；其他业务主要由基差业务等构成，近年来该业务收入保持大幅增长，2020 年以来已成为收入占比最高的业务板块。

表 2：近年来西部证券各业务板块收入及占比情况（亿元、%）

业务构成	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	7.90	21.46	10.21	19.69	10.35	15.34	2.29	22.95
证券自营业务	14.85	40.35	14.67	28.29	16.68	24.70	-0.26	-2.61
投资银行业务	2.96	8.04	5.18	9.99	4.61	6.82	0.44	4.39
资产管理业务	0.49	1.33	0.27	0.53	0.35	0.52	0.12	1.21
信用交易业务	3.88	10.54	4.18	8.07	5.12	7.58	1.26	12.60
其他业务	6.73	18.28	17.33	33.44	30.40	45.05	6.14	61.46
合计	36.81	100.00	51.84	100.00	67.51	100.00	9.98	100.00

注：表内各项加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

证券经纪业务方面，西部证券已基本形成了立足陕西，覆盖全国主要城市的经纪业务网络。截至 2022 年 3 月末，西部证券拥有 108 家营业网点，且近年来新增客户数保持较快增长。受益于证券市场回暖，西部证券交易量明显提升，带动经纪业务收入逐年上升。佣金方面，目前西部证券代理买卖证券业务平均佣金率处于行业内较高水平，未来下降压力较大。

表 3：近年来西部证券经纪业务发展情况（亿元、%）

证券种类	2019		2020		2021		2022.1~3	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	9,125.02	3.58	13,319.30	3.22	14,208.31	2.75	2,925.94	2.50
基金	63.22	0.35	139.39	0.51	241.21	0.66	309.58	3.20
其他	5,414.86	1.10	5,077.46	0.82	6,328.10	0.83	1,741.43	0.83
合计	14,603.10	1.91	18,536.15	1.75	20,777.61	1.58	4,976.95	1.48

注：表内各项加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

证券自营业务方面，西部证券自营业务主要包括权益投资、固定收益投资和金融衍生品投资。近年来，西部证券自营业务收入整体呈增长趋势，投资产品以债券为主；其中，2021 年西部证券继续深耕固定收益类投资，较好地把握住了市场投资机会，在全年利率震荡下行的背景下取得了较好的投资业绩，带动当期自营业务收入同比小幅增长；2022 年 1~3 月国内权益市场受多个黑天鹅负面事件的冲击导致其自营业务收入为负。

表 4：近年来西部证券自营业务投资收入结构（亿元、%）

证券种类	2019		2020		2021		2022.1~3	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
股票投资	2.38	16.00	3.64	24.85	-0.34	-2.03	-1.30	-
债券投资	12.65	85.15	10.16	69.31	13.34	80.02	2.70	-
其他	-0.17	-1.15	0.86	5.84	3.67	22.01	-1.66	-
合计	14.85	100.00	14.67	100.00	16.68	100.00	-0.26	100.00

注：1、其他主要系证券公司理财产品；2、表内各项加总数与合计数存在尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

投资银行业务方面，近年来西部证券投资银行业务收入随证券市场行情回暖而整体呈增长趋势。2019 年，西部证券完成保荐项目 2 个、主承销债券 27 个、新三板推荐挂牌 3 家，得益于平均承销费率上升，投资银行业务收入同比大幅增加。2020 年，西部证券完成保荐项目 8 个、主承销债券 10 个、新三板推荐家数 2 个，投资银行业务收入规模持续增加。2021 年，西部证券完成保荐项目 10 个、主承销债券 14 个、新三板推荐家数 2 个，受平均承销费率下降影响，投资银行业务收入同比有所下降。2022 年 1~3 月，西部证券完成保荐项目 1 个、主承销债券 9 个、新三板推荐家数 0 个，实现投资银行业务收入 0.44 亿元；截至 2022 年 3 月末，西部证券 IPO 在审项目共 12 个（包括 1 个已过会待核准）。

信用交易业务方面，西部证券信用类业务主要为融资融券业务、约定式购回证券交易业务和股票质押式回购业务。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，西部证券融资融券余额分别为 43.84 亿元、61.65 亿元、82.06 亿元和 75.33 亿元，融资融券规模整体保持较快增长。同期末，西部证券股票质押待购回初始交易金额分别为 35.12 亿元、28.44 亿元、28.71 亿元和 29.70 亿元，近年来整体有所下降。总体来看，近年来信用交易业务虽然发展较为迅速，收入规模逐年稳步增长，已成为西部证券的重要收入来源，但该业务受市场行情影响较大，收入存在不确定性。

近年来，西部证券股票质押式回购业务发生的重大信用风险事件包括：（1）质押股票“乐视网”（证券代码：300104.SZ）向贾跃亭等人融出资金本金 10.19 亿元。贾跃亭等人因股票质押式回购交易相关协议到期后，未履行约定赎回股票，构成违约，西部证券已向法院提起诉讼，并于 2018

年 11 月向陕西高院申请强制执行。因贾跃亭方面于 2019 年 10 月在美国申请个人破产重整，2020 年 12 月，法院已裁定终结本次执行。(2) 质押股票“*ST 信威”（证券代码：600485.SH）向王靖等融出资金本金 5.00 亿元，北京市第一中级人民法院（以下简称“北京一中院”）已于 2019 年 9 月 18 日对此案做出民事裁定，并于同年 9 月 20 日开始强制执行。2020 年 6 月，北京一中院裁定终结本次执行。截至 2021 年末，西部证券对违约的股票质押回购业务及债券逆回购业务共计计提减值准备 15.27 亿元。中诚信国际将对西部证券股权质押业务风险事件的后续进展和计提减值金额对西部证券经营业绩的影响保持持续关注。

未决诉讼方面，根据西部证券披露的 2022 年半年度报告，截至 2022 年 6 月末，西部证券为被诉讼对象的涉诉事项共七项，其中诉讼标的金额在 100 万元以上的事项有三件，包括安徽盛运环保集团（以下简称“盛运环保”）债务违约诉讼案、吉林森东电力设备股份有限公司证券虚假陈述案、沂水县热电有限责任公司诉讼案，涉诉金额分别为 5.61 亿元、145.28 万元和 133.20 万元。盛运环保诉讼案涉诉金额较大，中诚信国际将对该案件后续进展及其对西部证券可能带来的损失保持关注。

中诚信国际认为，随着证券市场行情回暖，西部证券营业总收入逐年提高，但业务受监管政策环境、证券市场行情及行业竞争影响较大，且股票质押式回购业务发生一定规模的信用风险损失，需关注信用风险损失及重大未决诉讼对其经营业绩的影响。

西部信托在管理的信托资产规模及自有资产规模等方面均相对较小，近年来其业务结构虽然实现一定优化，收入整体呈增长趋势，但仍面临较大竞争压力。

西部信托成立于 2002 年 7 月，截至 2022 年 9 月末，其注册资本为 20.00 亿元，公司对其持股比例为 57.78%。近年来，随着业务规模的扩大，西部信托营业收入呈波动增长趋势。

截至 2022 年 3 月末，西部信托管理的自有资产规模为 63.94 亿元，信托资产规模约为 2,729.64 亿元。2019~2020 年，西部信托实收信托以单一类信托为主，但集合类信托和财产管理类信托占比整体有所提升，业务结构实现一定优化；2021 年以来，随着财产管理类信托规模的提升，其已成为占比最大的实收信托。截至 2022 年 3 月末，西部信托管理的信托资产主要分布于工商企业、基础产业及房地产行业，其规模分别为 2,074.39 亿元、351.18 亿元和 199.70 亿元，占比分别为 75.93%、12.85%和 7.31%，其中受近年来房地产市场行情下行影响，房地产行业信托规模和占比持续下降。

表 5：近年来西部信托实收信托情况（亿元、%）

证券种类	2019		2020		2021		2022.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合类信托	950.37	30.10	884.24	30.46	660.95	24.55	635.19	23.27
单一类信托	1,355.55	42.94	1,068.05	36.79	955.83	35.50	1,006.82	36.88
财产管理类信托	851.26	26.96	950.58	32.75	1,076.02	39.96	1,087.64	39.85
合计	3,157.18	100.00	2,902.87	100.00	2,692.80	100.00	2,729.64	100.00

注：1、其他主要系证券公司理财产品；2、表内各项加总数与合计数存在尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，西部信托各项资本监管指标均高于监管要求，风险控制方面相对较为完善；但

其在管理的信托资产规模及自有资产规模等指标方面均相对较小，行业地位亦相对较弱，近年来业务结构虽已实现一定优化，但仍面临较大的市场竞争压力。

近年来，公司贸易收入逐年下降，主要系受市场环境因素影响所致，且业务毛利率均很低，产品价格存在周期性波动；同时，第一大贸易品种电解铜上游集中度较高。此外，大商道出表后公司贸易板块经营情况值得关注。

公司贸易板块主要由二级子公司华泰投资下属的华山创业、陕西能源煤炭运销有限责任公司（原“陕西汇森煤业运销有限责任公司”，以下简称“煤炭运销公司”）和煤田地质公司负责运营。此外，2018 年 12 月 29 日，陕投集团发布《陕西投资集团有限公司重大资产重组的公告》。根据该公告，公司收购大商道 35% 的股权，并与中西部商品交易中心有限公司签订一致行动协议，陕投集团对大商道实现实际控制，纳入公司合并范围。大商道于 2016 年设立，注册资本 10 亿元，2017 年 8 月成为陕西省仅 7 家合规商品类交易所中一员，股东均为大宗商品行业内龙头企业，目前按照交易线上平台交易金额和交易量位列西北五省第一，线上和线下交易主要经营电解铜、电解铝（铝锭）等产品的销售。自成立以来，大商道市场累计客户近千家，铜、铝产品成交量达 900 多万吨，累计交易规模达 3,500 余亿元，其中 2020~2021 年连续两年线上交易额均突破千亿元。

近年来，公司贸易收入呈逐年下降趋势，其中 2021 年主要系因市场行情原因收缩铝锭业务规模所致，且该业务毛利率均低于 1%，受贸易特性影响始终处于很低水平。

公司主要贸易品种包括煤炭、机电、化工、钢材、水泥、成品油、天然气销售、招标代理等，2018 年合并大商道后新增电解铜、铝锭等贵金属贸易。其中，煤炭、钢材、成品油等产品的价格存在周期性波动，受市场行情影响较大。业务模式方面，公司贸易业务采取以销定采模式，同时大商道又分为线上平台业务模式和线下自营业务模式：（1）线上平台销售方式分为直销、委托购销两种交易模式，直销模式下有挂牌交易，委托购销模式下分为挂牌、竞价、专场交易；由买卖双方直接通过交易系统挂牌达成交易，并实现当日线上交易、结算、交收，由平台居间开票，此为平进平出，不产生交易差价，线上平台所有收入均为服务项下收入，如会员管理费、线上交易手续费、线上融资手续费等。（2）线下自营模式，作为线上平台业务模式的补充，凭借大商道在行业内的资源优势，主要通过续做大宗商品线下自营贸易，其国内业务结算主要以 TT 付款、银承、国内信用证为主，国际业务结算主要以 TT 付款、国际信用证、进口代付为主。

煤炭贸易方面，公司采用实购实销的业务模式，公司煤炭商品客户分为终端用户和中间商。2018 年，由于公司煤电板块统一上市安排，煤炭贸易逐步转入煤炭运销公司，同时基于市场对煤炭、钢材行业的较低认可度，公司将主营业务转移到成品油、焦炭购销等毛利更高的产品，因此造成煤炭销售收入和销售量逐年减少；此外，2021 年因煤炭贸易量减少，公司外购煤炭主要用于电厂自用。

电解铜和铝锭贸易主要由大商道负责，其中自大商道纳入公司合并范围以来，电解铜均为公司贸易板块收入第一大单品，其销售收入逐年增长，但销量则呈波动趋势。上下游方面，2021 年大商道电解铜外购前五大供应商系西安迈科金属国际集团有限公司（以下简称“迈科集团”）、福建

三安集团有限公司等公司，采购金额合计 190.04 亿元，占采购总金额比重为 66.34%，集中度较高；同期，大商道电解铜外销前五大客户包括迈科集团、上海华彬国心进出口有限公司等公司，销售金额合计 81.84 亿元，占销售总金额比重为 28.47%。

表 6：近年来公司主要贸易产品购销情况

种类		2019	2020	2021	2022.1~3
煤炭	采购量（万吨）	387.27	188.21	-	-
	销售量（万吨）	387.27	193.67	-	-
	外部采购成本（万元）	149,000.62	76,319.34	-	-
	外部采购销售收入（万元）	150,909.83	77,563.63	-	-
	平均采购单价（元/吨）	384.75	405.50	-	-
	平均销售单价（元/吨）	389.67	400.49	-	-
钢材及钢材制品	采购量（万吨）	6.23	13.16	15.13	2.09
	销售量（万吨）	6.05	13.60	15.13	2.09
	外部采购成本（万元）	21,922.76	50,676.95	71,967.60	11,556.96
	外部采购销售收入（万元）	22,141.70	51,068.85	72,947.86	11,782.47
	平均采购单价（元/吨）	3,518.90	3,850.83	4,756.62	5,529.65
	平均销售单价（元/吨）	3,659.79	3,755.06	4,821.41	5,637.55
成品油	采购量（万吨）	91.04	80.77	83.41	28.00
	销售量（万吨）	90.03	78.45	85.42	25.89
	外部采购成本（万元）	494,847.98	361,026.77	517,730.82	187,229.60
	外部采购销售收入（万元）	502,415.61	364,851.72	524,601.18	188,633.58
	平均采购单价（元/吨）	5,435.50	4,469.81	6,207.06	6,686.77
	平均销售单价（元/吨）	5,580.54	4,650.75	6,141.43	7,285.96
焦炭	采购量（万吨）	23.50	4.47	10.12	0.003
	销售量（万吨）	23.50	4.47	10.12	0.003
	外部采购成本（万元）	33,292.27	8,245.90	24,882.25	6.87
	外部采购销售收入（万元）	34,037.12	8,332.76	25,515.59	6.94
	平均采购单价（元/吨）	1,416.69	1,844.72	2,458.72	2,290.00
	平均销售单价（元/吨）	1,448.39	1,864.15	2,521.30	2,313.33
电解铜	采购量（万吨）	87.52	91.94	68.87	16.62
	销售量（万吨）	87.44	92.14	68.87	16.62
	外部采购成本（万元）	3,681,333.33	3,956,236.83	4,137,432.48	1,018,549.76
	外部采购销售收入（万元）	3,701,787.65	3,979,081.64	4,160,327.80	1,022,981.63
	平均采购单价（元/吨）	42,062.77	43,030.64	60,075.98	61,284.58
	平均销售单价（元/吨）	42,335.17	43,185.17	60,408.42	61,551.24
铝锭	采购量（万吨）	72.42	45.56	2.46	0.17
	销售量（万吨）	73.73	45.56	2.46	0.17
	外部采购成本（万元）	905,463.01	569,109.51	41,162.43	3,339.42
	外部采购销售收入（万元）	905,231.80	568,782.14	41,128.41	3,336.96
	平均采购单价（元/吨）	12,502.94	12,484.24	16,732.70	19,643.65
	平均销售单价（元/吨）	12,277.66	12,484.24	16,718.87	19,629.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：2021 年电解铜贸易外购前五大供应商和客户情况（亿元、%）

	采购金额	占比
西安迈科金属国际集团有限公司	143.60	50.13
福建三安集团有限公司	17.28	6.03
宁波环富供应链管理有限公司	11.06	3.86

深圳迈科金属有限公司	10.49	3.66
上海迈科金属集团有限公司	7.62	2.66
合计	190.04	66.34
	销售金额	占比
西安迈科金属国际集团有限公司	30.31	10.55
上海华彬国心进出口有限公司	16.74	5.82
上海迈科金属集团有限公司	15.14	5.27
西安城融供应链管理有限公司	9.88	3.44
上海忠翼金属有限公司	9.77	3.40
合计	81.84	28.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年 11 月 16 日，公司发布了《陕西投资集团有限公司关于丧失对重要子公司实际控制权的公告》（以下简称“《公告》”），《公告》显示，由于公司与商交公司签订的一致行动协议已于 2022 年 10 月 31 日到期，公司决定不再续签，故大商道自 2022 年 11 月 1 日起不再纳入公司合并范围。大商道公司是公司贸易业务的经营主体之一，近年来其收入系公司营业收入的重要构成，丧失对大商道公司的实际控制权或将使得公司贸易业务收入减少，但对公司资产总额、净资产及净利润的影响程度较小，公司作为陕西省以能源类投资为主的重要国有资本经营管理主体的定位未受影响。中诚信国际将持续关注该事项后续进展及其对公司未来经营和整体信用水平的影响。

总体来看，公司经营贸易品种以钢材、电解铜、成品油、铝锭等为主，近年来收入逐年下降，主要系受市场环境等因素影响所致，且业务毛利率均很低，产品价格存在周期性波动；同时，第一大贸易品种电解铜上游集中度较高。此外，大商道出表后公司贸易板块经营情况值得关注。

公司化工板块产能利用率较高，成本控制能力较强，近年来化工收入有所波动；金泰氯碱米脂厂区后续整改及经营情况有待关注。

公司化工板块主要由二级子公司华泰投资下属的金泰氯碱负责运营，主要从事聚氯乙烯(PVC)、烧碱等产品的生产、加工和销售。近年来，公司化工板块收入因我国氯碱行业存在总体产能过剩、同质化竞争加剧情形而有所波动，毛利率亦呈波动趋势；其中 2021 年化工板块收入和毛利率分别为 30.29 亿元和 19.53%。

截至 2022 年 3 月末，金泰氯碱的烧碱设计产能为 20 万吨/年，PVC 设计产能为 25 万吨/年。近年来，金泰氯碱持续推进精细化管理，不断提升生产管理水平，确保原材料供应，通过持续的技术改造工作，提升设备技术指标。近年来，金泰氯碱整体产销较为平衡，产能利用率较高²，成本控制能力较强。

表 8：近年来公司烧碱、PVC 产品产销情况

指标	烧碱				PVC			
	2019	2020	2021	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3
产能（万吨/年）	20.00	20.00	20.00	20.00	25.00	25.00	25.00	25.00
产量（万吨）	22.70	23.41	23.86	6.11	31.02	32.59	31.65	8.27
产能利用率（%）	113.50	117.05	119.30	30.55	124.08	130.36	126.60	33.08

² 产能利用率=实际产量/年产能，故季度间的产能利用率明显低于完整年度。

销量（万吨）	22.28	22.32	22.83	5.93	31.64	33.13	31.62	8.10
产销率（%）	98.15	92.34	95.68	97.05	102.00	100.00	99.91	97.94

注：此处产能指生产线设计产能，因生产线改扩建等原因，实际产能高于设计产能。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料供应方面，金泰氯碱拥有自建盐井和自备电厂，生产所需的大宗原材料电石、煤炭、柴油等均可通过公司内部公司供应，如煤炭供应能够得到陕西能源的保障，电石主要由华山创业供应，在成本控制方面有一定优势。平均售价方面，由于行业景气度原因，近年来烧碱平均售价虽有所波动但整体处于低位徘徊；PVC 平均售价则整体呈上升趋势，尤其 2021 年同比涨幅较大。

表 9：近年公司烧碱、PVC 平均售价（元/吨）

	2019	2020	2021	2022.1~3
烧碱平均售价	2,175.37	1,339.00	1,752.05	2,177.13
PVC 平均售价	5,748.20	5,709.00	7,954.61	7,730.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售模式方面，金泰氯碱主要产品 PVC 及烧碱以终端销售为主，2021 年前五大销售客户销售收入占总收入比重为 63.42%，客户较为集中。

表 10：2021 年金泰氯碱化工业务前五大客户情况（亿元、%）

客户	销售金额	占比
中财招商投资集团有限公司	8.75	30.00
浙江物产氯碱化工有限公司	2.86	9.81
无锡利源化工集团有限公司	2.78	9.51
一石巨鑫有限公司	2.07	7.05
浙江锦宏商贸有限公司	2.06	7.05
合计	18.51	63.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，金泰氯碱米脂厂区位于榆林市米脂县，于 2006 年建成投产，但随着厂区周边环境敏感点现状发生变化，周边生活建筑迫使尾声防护距离小于原 1,000 米的设置，目前不再符合卫生防护距离标准要求。截至 2022 年 3 月末，金泰氯碱米脂厂仍在生产，其产能占比为 30%，中诚信国际将对该厂区后续整改及经营情况保持关注。

近年来，公司煤炭生产板块收入波动增长，且盈利能力总体较强，预计随着煤电一体化项目陆续投产，煤电业务综合效益将有所提升；同时，在建及拟建项目投资规模较大，需对此保持关注。

煤炭生产主要由子公司陕西能源负责运营。近年来，公司煤炭生产板块收入呈波动增长趋势，其中 2021 年同比大幅增长至 49.59 亿元，主要系煤炭产量提高，叠加煤炭价格大幅上涨所致；同时，该板块毛利率基本在 55%~70%之间，始终维持较高水平。

截至 2022 年 3 月末，公司下属主要在产矿井 3 座，分别为清水川能源下属的冯家塔煤矿，陕西能源下属的凉水井煤矿和园子沟煤矿。其中冯家塔煤矿为清水川煤电一体化项目配套煤矿，属低瓦斯矿井，矿井保有资源量 9.41 亿吨，保有储量 2.64 亿吨，煤种为长焰煤，属优质动力煤。冯家塔煤矿与清水川电厂为陕西省首个煤电一体化项目，该煤矿生产的煤炭优先用于清水川电厂的发电需求。随着清水川电厂二期正式投入商业运营，近年来冯家塔煤矿的产量稳步提升。凉水井煤矿全部用于外销，矿井保有资源量 6.01 亿吨，保有储量 2.90 亿吨，核定生产能力 800 万吨/年，煤质属特低灰、特低硫、特低磷、中高发热量、富油、高挥发分、中高发热量的不粘煤或长

焰煤，良好的动力燃料、工业气化和液化用煤。近年来，凉水井煤矿产量亦呈逐年增长趋势。园子沟煤矿位于陕西省宝鸡市麟游县西北部，矿井保有资源量 12.78 亿吨，保有储量 4.51 亿吨，核定生产能力 800 万吨/年。目前，该矿井西翼 600 万吨/年生产项目已于 2020 年 11 月正式投产，矿井东翼 200 万吨/年项目正在建设中。

表 11：近年来公司下属三大煤矿产量情况（万吨）

	2019	2020	2021	2022.1~3
冯家塔煤矿	600.47	605.68	768.39	208.46
凉水井煤矿	768.00	800.68	842.66	218.13
园子沟煤矿	-	339.00	312.40	140.49
总产量	1,368.47	1,745.36	1,923.45	567.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司在建煤矿包括园子沟煤矿、赵石畔煤矿，拟建煤矿包括小壕兔二号矿井和丈八矿井。同期末，公司主要在建及拟建矿井计划总投资 259.18 亿元，已投资 84.74 亿元。

表 12：截至 2022 年 3 月末公司下属主要矿井建设、产能及储量情况（亿吨、万吨/年、亿元）

项目	状态	保有储量	设计产能	总投资	已投资
冯家塔煤矿	已投产	2.64	800	-	-
凉水井煤矿	已投产	2.90	800	-	-
园子沟煤矿	部分投产/在建	4.51	800	75.32	64.20
赵石畔煤矿	在建	-	600	87.23	20.54
小壕兔二号	拟建	-	600	65.17	-
丈八矿井	拟建	-	150	31.46	-
合计	--	10.05	3,750	259.18	84.74

注：园子沟煤矿以上总投资和已投资中包含年产 600 万吨/年项目和 200 万吨/年项目，其中年产 600 万吨/年项目已于 2020 年转固，转固金额为 51.70 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，近年来公司煤炭生产板块收入呈波动增长状态，盈利能力总体较强，预计随着煤电一体化项目的陆续投产，公司煤电业务综合效益将有所提升。同时，中诚信国际也关注到，公司在建及拟建矿井投资规模较大，未来可能面临较大的投资压力。

随着公司在建项目陆续投产，近年来电力板块可控装机容量逐年提升，带动电力收入实现较快增长；同时，陕西能源 IPO 已启动招股，并稳步推进煤电一体化项目建设，未来业务综合效益或将进一步提升。

电力板块主要由陕西能源下属子公司清水川能源、陕西秦龙电力股份有限公司（以下简称“秦龙电力”）以及陕投集团二级子公司陕西水电等负责运营，包括火电、水电和光伏发电。近年来，随着多个电站陆续投产带动公司发电能力不断提升，公司电力收入保持较快增长，其中 2021 年为 112.55 亿元。此外，公司参与投资建设多家电厂，并以参股的形式持有部分权益。

截至 2022 年 3 月末，公司可控装机容量为 1,043.97 万千瓦，以火电为主。2019 年，随着清水川电厂二期、商洛 2×660MW 火力发电、赵石畔电厂等项目实现投产，期末火电装机容量大幅提升至 786.00 万千瓦；2021 年以来，随着吉木萨尔电厂 1、2 号机组分别于 2021 年及 2022 年 1 季度投产，2022 年 3 月末火电装机容量进一步提升至 918.00 万千瓦，亦带动公司可控装机总容量的提升。公司发电量主要受火电发电影响，近年来随着火电发电量的上升而逐年增长。

截至 2022 年 3 月末，公司火电主要由清水川能源旗下已建成并投产的清水川电厂（一期）和（二期）、秦龙电力旗下的渭河电厂、麟北电厂和吉木萨尔电厂、赵石畔电厂以及商洛电厂构成。其中清水川项目隶属于清水川煤电一体化项目，该项目是陕西省自主建设、自主运营的首座大型煤电一体化项目，一、二期规划总装机容量 260.00 万千瓦，其中一期两台 30 万千瓦超临界空冷机组于 2008 年 4 月投产；二期两台百万千瓦超临界燃煤空冷机组为陕西首座百万千瓦容量机组，已于 2019 年 3 月完成通过 168 小时工作，投入商业运行；三期两台百万千瓦超临界燃煤空冷机组项目前期工作已开工建设。煤炭供应方面，冯家塔煤矿是清水川电厂的配套煤矿，开采出的原煤筛选后用胶带输送机直接送至清水川发电厂；渭河电站则需要购买煤炭输送至电厂。

公司水电、光伏发电和风电主要由陕西水电负责，规模较小。水电方面，截至 2022 年 3 月末，陕西水电下设 4 个水电公司，8 个水电站，总装机容量为 15.39 万千瓦，主要为二郎坝电站、蔺河口电站和金淌电站等。公司水电发电机组单机容量较小、库容调节能力一般，发电受来水情况影响较大，因此年平均利用小时数有所波动。光伏发电方面，截至 2022 年 3 月末，陕西水电下设 14 个光伏公司，27 个光伏电站，总装机容量 75.58 万千瓦。风电方面，同期末，陕西水电下设 7 个风电公司，8 座风电场，总装机容量为 35.00 万千瓦。

表 13：近年来公司控股电厂基本运行情况（万千瓦时、小时）

电站名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数
清水川电站（一期）	138,994.20	2,316.57	123,126.60	2,052.11	333,163.80	5,552.73	98,275.80	1,637.93
清水川电站（二期）	427,305.80	3,122.90	914,661.72	4,573.31	969,620.22	4,848.10	267,149.34	1,335.75
渭河电站	485,579.00	3,915.96	459,585.00	3,706.00	499,648.08	4,029.42	124,103.64	1,000.84
赵石畔电站	643,897.54	5,295.95	966,716.91	4,833.58	927,245.57	4,636.23	199,363.01	996.82
商洛电厂	51,447.67	389.75	280,096.38	2,121.94	606,430.92	4,594.17	175,856.21	1,332.24
麟北电厂	73,900.00	1,055.71	148,915.00	2,127.00	264,066.93	3,772.38	84,158.67	1,202.27
吉木萨尔电厂	-	-	-	-	50,294.05	762.03	139,681.53	1,058.19
蔺河口电站	19,262.64	2,675.37	22,087.00	3,067.00	26,229.00	3,642.00	2,208.52	306.74
金淌电站	5,921.81	3,820.52	6,493.00	4,189.00	6,377.37	4,114.00	324.33	209.25
二郎坝电站	23,144.17	4,362.69	22,086.00	4,163.00	26,083.31	4,916.74	3,215.37	606.10
葫芦头电站	5,988.50	6,238.00	5,647.00	5,882.00	5,658.60	5,894.38	830.20	864.79
岚皋小水电站	2,326.00	5,359.50	2,227.00	5,132.00	1,997.03	5,339.66	182.69	488.47
协合光伏电站	27,579.07	1,378.95	29,678.00	1,427.00	29,172.10	1,442.73	5,935.37	293.54
分布式项目开发管理部	8,338.09	988.17	9,316.00	995.00	9,435.83	1,007.89	1,595.61	170.43
凤式塬光伏电站	5,602.14	1,192.22	5,277.00	1,242.00	5,397.13	1,349.28	1,207.93	301.98
斜里光伏电站	-	-	-	-	11,465.17	1,146.52	2,883.67	288.37
浪卡子光伏电站	7,477.26	1,495.45	7,044.00	1,408.00	7,869.84	1,573.97	2,096.36	419.27
朝旭光伏电站	937.96	187.59	7,190.00	1,438.00	7,525.61	1,505.12	1,688.38	337.67
映日光伏电站	1,024.31	204.86	7,387.00	1,477.00	7,572.08	1,514.42	1,689.12	337.82
卓兆光伏电站	2,243.38	448.67	8,410.00	1,682.00	7,777.28	1,555.45	1,610.42	322.08
朋达光伏电站	987.92	493.96	3,654.00	1,827.00	3,441.85	1,720.93	669.13	334.56
晴阳光伏电站	51.07	17.00	4,328.00	1,442.00	4,759.22	1,586.41	987.55	329.18
纳林光伏电站	7,328.82	1,465.76	8,391.00	1,678.00	7,985.52	5,834.42	1,770.65	354.13

西乡白龙塘光伏电站	-	-	1,205.00	602.00	24,906.22	2,490.62	5,054.69	505.47
纳林风电场	21,041.58	2,104.16	21,970.00	2,197.00	7,584.11	1,359.42	2,042.47	408.49
邢家沟风电场	-	-	-	-	6,797.11	1,359.42	1,822.32	364.46
瑞麟风电场	-	-	-	-	7,985.52	5,834.42	1,770.65	354.13
刀兔分散式风电	-	-	-	-	3,016.73	3,016.73	633.16	633.16
绥德中角风电场	-	-	-	-	-	-	1,871.65	374.33
府谷折水川风电场	-	-	-	-	-	-	2,477.67	495.53
永寿利民风电场	-	-	-	-	-	-	88.0025	40.74
永寿上桐湾风电场	-	-	-	-	-	-	90.8127	50.45
合计	1,960,378.93	-	3,065,491.61	-	3,869,506.20	-	1,133,334.93	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司电力板块主要在建项目系清水川电厂三期，该项目总投资 71.23 亿元，已投资 18.56 亿元。根据陕西能源发布的招股意向书，此次 IPO 募资额主要用于投入建设清水川能源电厂三期项目；全部建成后，清水川电厂将成为西北最大火力发电厂，亦将显著提升公司发电业务收入和综合效益，中诚信国际将对陕西能源募资进度和项目建设情况保持关注。

表 14：截至 2022 年 3 月末公司电力板块主要在建项目情况（亿元）

项目名称	项目建设主体	建设周期	总投资	已投资
清水川电厂三期	陕西清水川能源股份有限公司	2021.07~2023.12	71.23	18.56
合计	--	--	71.23	18.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

陕投集团还参与投资建设多家电厂，并以参股的形式持有部分权益，如大唐韩城第二发电有限责任公司和国电宝鸡发电有限公司等。截至 2021 年末，公司参股电厂权益装机容量为 232.50 万千瓦，权益装机规模较大。

表 15：截至 2021 年末公司主要参股电厂权益装机容量（万千瓦、%）

参股公司	装机容量	持股比例	权益装机容量
大唐韩城第二发电有限责任公司	240.00	40.00	96.00
国电宝鸡发电有限责任公司	132.00	35.00	46.20
陕西华电蒲城发电有限责任公司	138.00	35.00	48.30
陕西宝鸡第二发电有限责任公司	120.00	35.00	42.00
合计	630.00	--	232.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，随着公司在建项目陆续投产，电力板块近年来可控装机容量大幅提升，带动电力收入实现较快增长；同时，公司稳步推进煤电一体化项目建设，未来业务综合效益或将进一步提升。

公司地质勘探业务技术实力较强，在陕西省具备很强的竞争优势，未来煤炭勘查业务发展前景良好。

地质勘探板块主要由煤田地质公司负责运营，近年来该业务收入呈稳步增长趋势，毛利率则有所波动，2021 年收入和毛利率分别为 25.05 亿元、17.04%。

煤田地质公司在陕西地质勘探行业具有重要影响力，同时近年来在西北、西南等区域积极开展业务，范围遍及新疆、内蒙、宁夏、贵州、西藏等省份。同时，煤田地质公司亦拥有国土资源部、国家测绘地理信息局、中华人民共和国住房和城乡建设部、中国合格评定国家认可委员会、陕西省质量技术监督局、陕西煤矿安全监察局和陕西省水利厅等政府机构颁发的多项资质。

煤田地质公司地质勘查业务所承做的市场化运作项目包括省级地勘基金项目和市场项目。省级地勘基金项目主要运作模式如下：省级地勘基金管理部门发布基金项目招标公告，勘查单位参加投标，中标后签订合同，完工后双方结清款项，款项支付与探矿成果无关。市场项目主要客户为拥有矿权及拟进行地质施工的单位 and 机构。煤田地质公司积极参与市场竞争，客户群体小而分散。账务处理方面，煤田地质公司在地质勘查项目现场施工已经完结并经验收合格时，确认地质勘查服务收入，在双方签订正式地质成果转让合同并将相关地质成果资料移交给对方时，确认地质成果转让收入。近年来，由于市场勘探项目增长情况良好，煤田地质公司出具的报告份数保持较快增长；2019~2020 年，其钻探深度亦增长较快，但 2021 年钻探深度明显下降。

表 16：近年来煤田地质公司钻探及勘查项目情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
钻探（万米）	53.89	73.05	44.23	2.85
地质报告（份）	84	176	244	9
其中：省级地勘项目	1	0	1	0
社会地质项目	83	176	243	9

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司地质勘探业务技术实力较强，在陕西省具备很强的竞争优势；同时，陕西省及周边地区远景煤炭资源丰富，是我国重要的能源基地，未来公司煤炭勘查业务发展前景良好。

公司房地产业务在建项目较多，且以独立开发为主，资金需求较大，同时未来去化情况有待关注；受高端酒店业大环境不景气影响，加之折旧成本及财务费用较高，公司酒店业务处于亏损或微利状态。

公司房地产及酒店板块主要由陕西城市投资运营集团有限公司（以下简称“陕西城投集团”）下属公司金泰恒业、陕西金信实业发展有限公司（以下简称“金信实业”）和西安人民大厦有限公司（以下简称“人民大厦公司”）负责运营。随着房地产项目开发的持续推进，部分项目陆续结转收入，公司房地产及酒店板块收入逐年增长，其中 2021 年为 52.11 亿元，以房地产销售收入为主。

金泰恒业拥有国家房地产开发企业一级资质，开发项目主要位于陕西省内，同时亦在山东、海南等地投资项目，主要以与当地企业合资成立公司的方式进行投资建设，产品以高档住宅、写字楼、公寓、商业综合体为主。房地产业务受市场行情、项目所处区域去库存化进程等影响较大，2021 年以来受市场行情下行影响，金泰恒业房地产新开工面积明显回落，其中 2021 年同比减少 124.19 万平方米。

表 17：2021 年以来公司房地产业务运营情况

指标	2021	2022.3
新开工面积（万平方米）	141.39	44.69
竣工面积（万平方米）	235.76	257.13

在建面积（万平方米）	376.19	420.88
投资金额（亿元）	475.23	491.51
签约面积（万平方米）	419.64	422.23
签约金额（亿元）	314.35	318.61

注：新开工面积为当期完成数据，其余指标均为累计完成数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，金泰恒业已完成西安人民大厦改扩建、金泰财富中心、陕西文化中心及金泰滨江花城等重点项目，其中陕西文化中心已于 2018 年 4 月投入使用，整体出租给北京 SKP。同期末，金泰恒业主要在建房地产项目以自主开发为主，计划总投资 1,083.60 亿元，已投资 359.06 亿元，已回款 246.89 亿元，主要来自金泰假日花城、金泰新理城及山东项目等项目。其中，梦想小镇项目位于西安市长安区常宁新区西沔片区，地处西安科创大走廊核心位置，致力于发挥长安国际大学城核心位置的区位优势，立足周边 37 所重点高校，建立多个优势方向的高校产学研平台；该项目总投资 450.55 亿元，开发净用地约 4,000 亩，总规划建筑面积约 500 万平方米，将给公司带来较大资本支出压力。

因公司房地产项目投资规模较大且部分项目地处外省，受宏观政策调控和区域房地产市场行情影响较大，中诚信国际持续关注公司主要房地产项目所在地房地产市场波动及当地去化程度等因素对项目盈利水平的影响。

表 18：截至 2022 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（亿元）

项目名称	开发模式	状态	总投资	已投资
金泰假日花城	独立开发	在建	41.11	26.79
金泰怡景花园	独立开发	在建	23.43	18.99
金泰新理城	独立开发	在建	31.88	26.79
延安项目	独立开发	在建	36.41	19.46
金泰东郡	独立开发	在建	67.81	43.35
金泰山河砚	独立开发	在建	23.53	3.14
贞观悦府	独立开发	在建	8.58	2.61
地质嘉苑	独立开发	在建	1.45	0.97
经开花城	独立开发	在建	12.10	3.62
金泰唐 618	独立开发	在建	177.00	34.78
山东项目	合作开发	在建	123.43	103.85
海南项目	合作开发	在建	69.00	12.37
太白云境	合作开发	在建	17.30	1.48
梦想小镇	合作开发	在建	450.55	60.87
合计	--	--	1,083.60	359.06

注：各项加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店业务方面，金信实业下设西安皇冠假日酒店。西安皇冠假日酒店是由洲际酒店管理集团委托管理，综合配套设施齐全，在西安市五星级酒店市场处于领先地位。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，皇冠假日酒店客房平均入住率分别为 73.56%、45.18%、51.67%和 46.29%，整体呈下降趋势。人民大厦公司经营的西安索菲特酒店群现由法国雅高国际酒店集团委托管理，建筑面积 13.03 万平方米，共有 6 幢接待楼。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，人民大厦公司旗下酒店平均客房入住率分别为 59.22%、38.03%、39.21%和 19.75%，亦呈波动下降趋势。近年来，受高端酒店业大环境不景气影响，加之折旧成本及财务费用较高，金信实业和人民大厦公司经营处于亏损或微利

状态。

总体来看，公司房地产业务在建项目充足，收入有一定保障，但投资节奏较快，在建项目投资压力较大，同时亦需关注房地产市场下行背景下公司房地产项目的去化情况。此外，受行业环境不景气以及折旧费用较高等因素影响，近年来公司酒店业务处于亏损或微利状态。

中诚信国际认为，公司将实业板块和金融板块并举发展，有利于公司经营格局多元化，充分发挥各板块间的协同优势。但同时，公司业务板块较多，下属子公司所涉及行业面较广，受行业政策及市场环境的影响较大，公司及子公司管理水平及风控能力均面临挑战，需对此保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，近年来公司主营业务板块经营情况整体稳中向好，利润水平持续提升，资产规模保持较快增长，债务规模亦持续扩大，财务杠杆比率不断上升，且已处于相对较高水平；虽然经营活动净现金流无法保证对利息支出的足额覆盖，但稳步提升的盈利能力、较为充裕的未受限货币资金、较为通畅且多元的融资渠道以及尚有一定的融资空间等为公司流动性提供了较好支持，且母公司财务弹性亦很强，以上因素为公司较低的财务风险提供了良好保障。

盈利能力

近年来公司主营业务板块经营情况整体稳中向好，加之毛利率较高的金融、房地产、煤炭及电力板块收入占比的上升使得公司盈利能力不断增强。

在主营业务板块稳步发展的推动下，近年来公司营业收入呈波动增长趋势，且随着毛利率很低的贸易板块收入规模的持续下降，加之毛利率较高的金融板块、房地产板块、煤炭板块以及电力板块收入占比的上升，近年来公司营业毛利率持续上升，总资产收益率亦整体呈增长趋势。受益于此，加之投资收益的波动增长，公司净利润亦逐年增长，其主要由经营性业务利润和投资收益构成，其中投资收益主要来源于权益法核算下的长期股权投资收益、子公司西部证券持有和处置金融工具产生的投资收益。但近年来公司计提了一定规模的资产减值损失和信用减值损失，主要由金融板块和贸易板块等产生，对公司盈利能力产生不利影响，需对此保持关注。在公司收入结构调整以及煤电板块生产规模持续扩大的背景下，预计未来公司营业总收入将保持稳步增长，盈利能力整体将继续提升。

表 19：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务	2019		2020		2021		2022.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易板块	581.34	0.65	516.18	0.61	492.22	0.69	333.40	0.69
金融板块	34.72	61.38	50.86	60.58	66.54	48.29	48.18	39.30
化工板块	30.16	18.22	23.44	11.90	30.29	19.53	21.75	13.82
电力板块	53.46	28.34	81.45	31.08	112.55	16.34	116.60	36.56
煤田勘探与开发	20.43	17.05	22.30	14.26	25.05	17.04	16.36	11.87
煤炭生产	24.77	63.93	19.29	57.37	49.59	70.66	34.41	59.41
房地产及酒店	21.88	35.39	35.89	29.19	52.11	35.62	37.73	35.69
其他板块	6.77	33.36	4.76	12.66	12.41	36.58	10.33	28.55
营业总收入/营业毛利率	773.53	9.70	754.16	11.58	840.77	14.54	618.76	17.08

注：上述表格营业总收入与营业毛利率采用审计报告期末数据计算所得，报告中首页表及附表数据采用期初数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 20：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1-9
期间费用率	6.48	8.33	9.63	8.15
经营性业务利润	20.24	18.87	32.50	45.40
资产减值损失	3.28	1.32	2.02	0.03
信用减值损失	7.33	2.82	4.59	-0.11
投资收益	25.05	41.43	33.95	27.27
利润总额	37.58	54.94	62.38	69.87
总资产收益率	2.75	4.00	3.86	4.50

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

近年来随着生产规模的扩大以及对外投资的增加，公司资产规模保持较快增长，同期，公司债务规模上升较快，短期债务亦有较大规模，债务结构有待优化，财务杠杆比率亦持续上升，目前已处于相对较高水平。

近年来，公司资产规模保持较快增长，流动资产占比持续提高，主要系一方面随着电力、煤炭生产及房地产开发等板块在建项目的持续推进，公司固定资产、存货保持较快增长；另一方面子公司西部证券对金融资产持有量的扩大，使得交易性金融资产增长较快；此外，对西部机场集团有限公司等联营企业的追加投资使得公司长期股权投资规模亦持续扩大所致。

在以上背景下，公司融资需求不断扩大，以银行贷款和债务融资工具为主要构成的有息债务持续增长，加之西部证券卖出回购金融资产款亦整体保持较快增长，共同推动公司负债总额的扩大。所有者权益方面，少数股东权益为公司所有者权益的最主要构成，随着合并范围的扩大以及经营利润的积累，近年来公司所有者权益规模亦不断上升。财务杠杆方面，随着债务规模的较快增长，近年来公司财务杠杆比率持续上升，目前已处于相对较高水平。

表 21：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	213.71	309.55	278.44	287.73
交易性金融资产	240.27	322.86	571.24	656.57
存货	196.70	268.15	284.92	317.75
其他流动资产	84.30	97.61	123.66	106.77
长期股权投资	45.30	69.79	108.81	116.00
固定资产	307.63	423.91	461.28	471.04
在建工程	145.92	73.35	109.77	122.40
流动资产占比	56.59	58.59	60.31	61.89
总债务	745.13	928.59	1,140.39	1,231.33
短期债务/总债务	29.63	30.19	40.06	28.15
总资本化比率	61.83	61.85	64.83	64.93

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

近年来公司经营获现能力较为波动，资金缺口主要由筹资活动弥补，因此公司债务规模保持较快增长，且未来一年到期债务规模较大，经营活动净现金流和 EBITDA 始终无法完全覆盖债务本金，但 EBITDA 对利息支出的覆盖能力较好；整体来看，良好的盈利能力、较为充裕的未受限

货币资金、较为通畅且多元的融资渠道以及尚有一定的融资空间等为公司流动性提供了较好支持。

2021 年以前，因主营业务获现能力较强，公司经营活动现金流保持较大规模净流入状态；2021 年，因西部证券持有的交易性金融资产规模大幅增加使得经营活动现金流出大幅增长，故当期公司经营活动现金流呈大额净流出状态。与此同时，随着生产规模的扩大以及对外投资的增加，近年来公司投资活动现金流均呈大规模净流出状态，且净流出规模持续扩大，需由筹资活动来弥补资金缺口。因此随着公司投资活动的继续，预计未来公司财务杠杆比率或将进一步上升。

表 22：近年来公司资本结构、盈利能力及现金流相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~9
总资本化比率	61.83	61.85	64.83	64.93
经营活动净现金流	33.93	39.20	-107.00	9.10
投资活动净现金流	-59.17	-87.17	-126.53	-36.13
筹资活动净现金流	30.09	131.76	201.12	35.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来，公司总债务规模保持较快增长，且主要由银行贷款及债券构成，其中包含了较大规模的永续债，均计入“其他权益工具”科目。从期限构成来看，近年来公司均以长期债务为主，但短期债务占比呈波动上升趋势，尤其是 2021 年因公司多采用短期融资方式以及长期债务的临近到期，当期末公司短期债务占比明显上升，整体来看公司债务结构尚有一定优化空间。从到期分布来看，截至 2022 年 9 月末，公司未来 1 年、1~2 年的到期债务规模分别为 346.62 亿元和 363.42 亿元，到期规模均较大，尤需关注未来 1 年到期债务偿付情况。

近年来公司盈利能力持续提升，但因债务规模较大且持续增长，经营活动净现金流和 EBITDA 始终无法完全覆盖债务本金，但 EBITDA 对利息支出的覆盖能力较好，且经营活动净现金流亦能在 2019~2020 年对利息支出形成有效覆盖，良好的盈利能力和部分年份的经营获现可为债务本息偿付提供一定的流动性支持。

表 23：近年来公司偿债指标情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.1~9
总债务	745.13	928.59	1,140.39	1,231.33
短期债务占比	29.63	30.19	40.06	28.15
经营活动净现金流/利息支出	1.20	1.05	-2.23	--
经营活动净现金流/总债务	0.05	0.04	-0.09	--
总债务/EBITDA	11.44	9.20	9.75	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.30	2.69	2.44	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 24：截至 2022 年 9 月末公司合并口径债务到期分布（亿元）

到期时间	到期金额
1 年以内到期	346.62
1~2 年以内到期	363.52
2~3 年以内到期	211.88
3 年以上	309.31
合计	1,231.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从流动性方面来看，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，截至 2022 年 9 月末，公司共

获得银行授信额度 2,322.47 亿元，未使用授信额度为 1,599.63 亿元，备用流动性充足。同期末，公司账面未受限货币资金为 265.84 亿元，可为公司偿还债务提供一定的直接支持。从直接融资看，公司拥有上市子公司西部证券，同时在债券市场发行较为活跃，且受认可度较高，资本市场融资渠道较为通畅。从融资空间看，截至 2022 年 9 月末，公司合并口径受限资产账面价值为 475.02 亿元，规模较大，占总资产的比重为 18.25%，主要系西部证券股票和卖出回购质押、用于抵押借款的土地和建筑物以及各类保证金和准备金等，公司仍有一定抵质押融资空间。整体来看，在较强的金融资源调度能力支持下，公司具备较好的流动性。

本部情况

母公司承担了较多融资职能，债务负担较重，总资本化比率已处于较高水平，且未来两年到期债务规模均较大；母公司利润主要来源于投资收益，EBITDA 始终能完全覆盖利息支出，同时其账面货币资金均未受限，融资渠道较为通畅，受资本市场认可度较高，整体来看财务弹性很强。

从母公司口径来看，长期股权投资和其他流动资产为母公司资产的主要构成，分别主要系对子公司和联营公司的投资成本以及委托贷款，近年来随着母公司对子公司及联营公司追加投资，其资产总额不断扩大。因母公司承担了较多融资职能，其总债务规模呈小幅增长态势，且债务负担较重。从债务种类上看，母公司以银行贷款和发行债券为主要融资方式，且发行了多期永续类融资工具，计入“其他权益工具”科目；从期限构成上看，近年来母公司始终以长期债务为主；从到期分布上看，截至 2022 年 9 月末，母公司未来 1 年、1~2 年将到期的债务规模分别为 115.63 亿元和 293.42 亿元，到期债务规模均较大。财务杠杆方面，近年来母公司资产负债率整体有所下降，总资本化比率则有所波动，但已处于较高水平。

母公司收入主要来源于委贷利息收入，近年来有所波动，但其利润则主要来源于投资收益，近年来受被投资企业分红影响波动幅度较大，其中 2020 年因未实现子公司华泰投资的分红而同比大幅下降。由于对子公司投资力度以及委托贷款金额较大，母公司经营活动和投资活动现金流多呈净流出状态，但 2021 年因往来款流出规模大幅缩减，母公司经营活动净现金流大幅增长，且由负转正，可为当期债务偿还提供一定流动性支撑。偿债能力方面，近年来母公司 EBITDA 对利息支出的覆盖能力始终较好，经营活动净现金流亦能在 2021 年完全覆盖利息支出，但因债务规模较大，两者始终无法完全覆盖债务本金。

从流动性方面来看，母公司账面货币资金均未受限，截至 2022 年 9 月末为 46.00 亿元，同时直接融资渠道和间接融资渠道均较为通畅，且其注册通过了多品种债务融资工具（DFI），以上均可为其及集团整体提供较好的流动性支持，再者较低的融资成本亦反映出母公司受资本市场的认可度较高，整体来看母公司财务弹性很强。

表 25：近年来母公司主要财务指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.1-9
营业总收入	18.40	19.68	17.61	11.99
营业毛利率	99.78	100.00	100.00	100.00
投资收益	24.97	6.96	28.44	17.36
净利润	22.64	6.60	25.49	14.06
资产总额	763.13	773.76	818.30	834.66

资产负债率	58.40	58.67	57.63	52.06
经调整的所有者权益	207.63	210.01	226.93	235.48
总资本化比率	71.04	71.45	70.90	70.86
总债务	509.36	525.62	552.84	572.48
短期债务占比	33.15	27.63	35.13	20.20
经营活动净现金流	-22.95	-5.48	34.91	-6.33
经营活动净现金流/利息支出	-0.90	-0.22	1.31	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.67	1.01	1.69	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

未决诉讼方面，截至 2022 年 9 月末，公司及子公司披露诉讼总笔数 9 笔，总金额 250,055.91 万元，其中未获得生效裁判文书的诉讼总笔数 1 笔，总金额 2,000 万元，其余案件处于执行阶段或已被驳回起诉。若上述未决诉讼发生不利于公司的判决结论或执行困难，可能对公司的经营情况造成一定程度不利影响，中诚信国际将对此保持关注。

对外担保方面，截至 2022 年 9 月末，公司对外担保余额为 5.97 亿元，占净资产的比重为 0.72%，被担保对象均为国有企业，包括公司参股企业大唐韩城第二发电有限责任公司、大唐蒲城发电有限责任公司和陕西宝麟铁路有限责任公司，代偿风险相对较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，公司存在一笔作为保证人的关注类贷款，余额为 12,350.00 万元，系公司对参股企业大唐蒲城发电有限责任公司的贷款担保。根据公司提供的由中国建设银行股份有限公司西安南大街支行出具的《关于陕西华电蒲城发电有限责任公司贷款五级分类的说明》，因历史债务原因，该笔贷款于 2007 年五级分类为“关注”，并于 2017 年由公司提供担保并实施重组，待重组观察期结束后，银行将依据相关政策上调该笔贷款的分类。除此以外，截至 2022 年 10 月 14 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测³

假设

——陕投集团 2022 年将继续坚持金融加实业协同发展的战略，主营业务板块整体经营呈稳中向好态势。

——预计陕投集团 2022 年营业总收入将稳步增长，盈利能力整体继续提升。

——预计陕投集团 2022 年投融资规模随着业务规模的扩张而有所扩大，债务规模继续增长。

——预计陕投集团 2022 年经营获现水平与上年相比变化不大，EBITDA 对债务本息的覆盖能力保持相对稳定。

³ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

预测

表 26：公司重点财务指标预测情况

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
总资本化比率 (%)	62.42	64.83	64.83~72.30
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	2.55	2.44	2.10~2.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较为充足，未来一年的流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

流动性来源方面，如前所述，公司部分年份经营活动获现能力较好，账面较为充裕的未受限货币资金可为公司还本付息提供直接资金来源；同时，公司与金融机构保持着良好的合作关系，有大额的未使用银行授信额度，且拥有上市子公司西部证券，债券发行亦较为活跃，资本市场融资渠道较为通畅，以上因素使得公司拥有良好的流动性来源。

公司的流动性需求主要来源于主营业务板块的日常生产经营，煤炭、电力、房地产等板块的项目建设，对外的股权类投资以及债务还本付息，预计未来一年公司仍将保持较大规模的投资支出，资金需求量较大。同时，截至 2022 年 9 月末公司未来一年到期债务为 346.62 亿元，规模较大；此外，2021 年公司资本化、费用化以及永续类债券利息支出合计约 48 亿元，预计未来一年随着公司债务规模的增长，利息支出将继续增加。综上所述，公司未来一年的流动性需求虽较大，但良好的流动性来源可对其流动性需求形成有效覆盖，公司流动性较为充足。

ESG 分析

中诚信国际认为，公司较为注重安全生产与环保投入，近年来未发生重大安全事故，且公司治理结构较为完善，内控制度较为健全；综上目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险无影响。

环境方面，公司煤炭、电力、化工等主营业务板块均面临着安全事故以及环境污染问题。为应对此问题，公司在安全环保生产和环境保护方面进行了一定投入，如子公司陕西能源近三年安全生产和环境保护投入呈逐年增长趋势。

表 27：近年来子公司陕西能源安全、环保资金投入情况（亿元）

	2019	2020	2021
安全生产投入	1.43	1.68	2.06
环境保护投入	1.46	2.15	3.03
合计	2.89	3.83	5.09

资料来源：陕西能源招股说明书，中诚信国际整理

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，近年来未发生重大安全事故。

公司治理方面，公司依据《公司法》等有关规定，制定了公司章程，设立了董事会、监事会和经

营管理层。公司不设股东会，由陕西省国资委代表陕西省政府履行出资人职责，依法享有资产收益权、参与重大决策和选择管理者等出资人权利。陕西省国资委授权公司董事会行使股东会的部分职权。同时，公司根据业务需要，设立了战略规划部、资本运营部、经营管理部、金融管理部、财务管理部、安全环保检查部等多个部门，并在财务管理、投融资决策、对外担保以及对子公司的管理等方面制定了多条规章制度并建立了较为完善的内控体系。战略规划方面，公司战略规划明确，“十四五”期间将按照“做强能源等实体产业，做优金融产业，做大战略新兴产业”的总要求，贯彻实业、金融“两轮驱动”的发展战略，深入推进板块公司专业化整合。但需注意到，公司子公司所涉及业务板块较多，受行业政策及市场环境的影响较大，公司及子公司管理水平及风控能力面临挑战。

外部支持

陕西省政府经济财政实力位于西部地区前列，对公司的支持能力很强；同时公司作为陕西省首家国有资本投资运营公司，地位重要，陕西省政府对公司的支持意愿极强。

陕西省为我国西部的重要省份，经济财政实力位于西部地区前列，且近年来经济发展呈稳步增长态势，同时能源资源储量丰富，煤炭储量位于国内前列，综合陕西省政府对公司的支持能力很强。公司唯一股东和实际控制人均为陕西省国资委，且作为陕西省首家国有资本投资运营公司，公司承担了国有资本投资与运营的重任，始终坚持金融实业两轮驱动发展战略，形成了多元化的业务布局，同时涉足的多个行业在陕西省内具有垄断优势，重要的地位使得公司与地方政府关系紧密，此外近年来公司亦在资产注入和财政补贴等方面获得了政府支持，综合陕西省政府对公司的支持意愿极强。

同行业比较

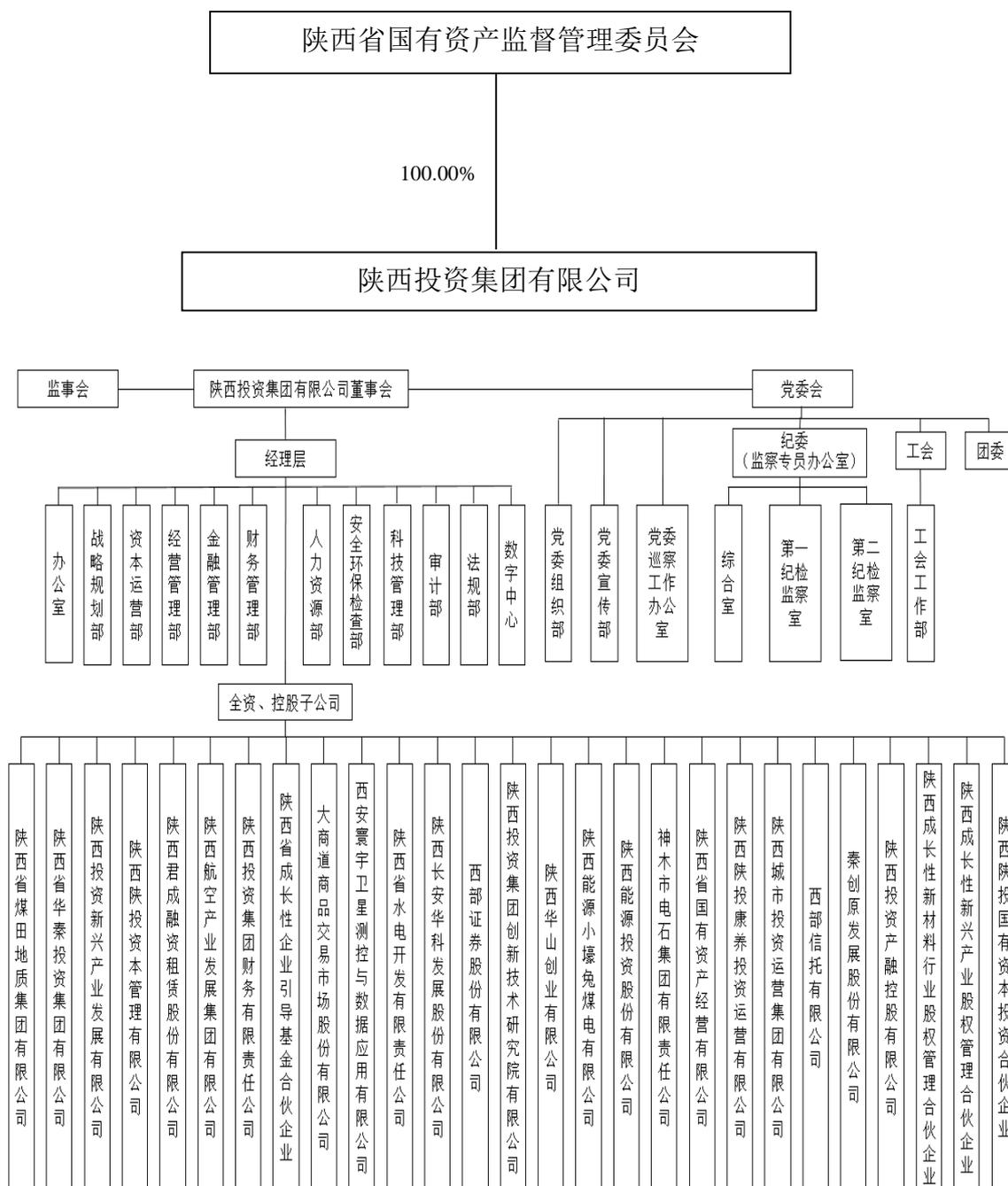
中诚信国际选取了广西投资和越秀集团作为公司的可比公司，其中广西投资作为广西国资委直属的国有企业，拥有铝业、电力、金融等多个业务板块，业务类型较为多元，越秀集团作为广州市重要的国有企业集团之一，目前已形成金融、房地产、交通基建、食品等板块多元化发展的格局，上述两家公司在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，业务多样性方面，公司的主要业务板块为煤炭、电力、金融和贸易板块，上述业务板块所涉及行业的风险适中，且公司运营实力尚可，但与广西投资和越秀集团相比，公司主营业务的集中度较高，整体而言，公司业务风险在同行业比较中处于中等水平。财务风险方面，与可比公司相比，公司经调整的所有者权益规模较小，资本实力相对较弱，但财务杠杆略低于同行业水平，盈利能力较好，财务风险与可比公司相差不大，均处于较低水平。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定陕西投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：陕西投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：陕西投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	2,137,109.81	3,095,503.20	2,784,389.22	2,877,292.87
应收账款	511,365.14	614,281.83	575,472.80	660,423.97
其他应收款	217,369.86	209,327.66	109,450.04	153,493.82
存货	1,967,046.18	2,681,548.27	2,849,229.16	3,177,538.14
长期投资	1,144,614.61	1,543,321.80	1,884,467.07	1,953,927.34
固定资产	3,076,328.98	4,239,058.64	4,612,771.17	4,710,407.18
在建工程	1,459,176.86	733,488.10	1,097,741.35	1,224,027.10
无形资产	708,477.07	748,020.31	727,709.08	728,039.02
资产总计	16,851,797.96	20,405,316.56	24,165,771.75	26,024,424.64
其他应付款	312,090.72	489,185.90	572,203.14	667,947.93
短期债务	2,207,950.16	2,803,619.04	4,568,194.09	3,466,248.45
长期债务	5,243,361.88	6,482,254.46	6,835,686.35	8,847,031.71
总债务	7,451,312.04	9,285,873.50	11,403,880.44	12,313,280.15
净债务	5,406,087.58	6,500,219.97	8,843,037.77	9,654,831.85
负债合计	11,151,968.55	13,579,002.86	16,779,528.67	17,726,513.60
所有者权益合计	5,699,829.41	6,826,313.70	7,386,243.08	8,297,911.04
利息支出	283,217.09	375,064.26	479,390.33	--
营业总收入	7,702,218.03	7,541,499.31	8,407,668.94	6,187,585.27
经营性业务利润	202,354.11	188,671.51	325,004.75	453,969.57
投资收益	250,472.83	414,267.71	339,511.97	272,697.72
净利润	310,683.18	448,063.39	488,314.85	596,809.15
EBIT	463,737.60	745,133.90	859,305.57	--
EBITDA	651,459.26	1,008,942.21	1,170,095.38	--
经营活动产生的现金流量净额	339,281.45	392,038.62	-1,070,045.91	91,041.43
投资活动产生的现金流量净额	-591,697.41	-871,732.58	-1,265,339.55	-361,302.31
筹资活动产生的现金流量净额	300,878.61	1,317,624.16	2,011,165.49	354,654.22
财务指标	2019	2020	2021	2022.9
营业毛利率（%）	7.12	8.16	11.35	14.71
期间费用率（%）	6.48	8.33	9.63	8.15
EBIT 利润率（%）	6.26	10.39	10.76	--
总资产收益率（%）	2.75	4.00	3.86	--
流动比率（X）	1.41	1.54	1.36	1.59
速动比率（X）	1.12	1.19	1.09	1.27
存货周转率（X）	3.50	2.83	2.56	2.23
应收账款周转率（X）	14.48	12.75	13.43	12.73
资产负债率（%）	66.18	66.55	69.44	68.11
总资本化比率（%）	61.83	61.85	64.83	64.93
短期债务/总债务（%）	29.63	30.19	40.06	28.15
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.00	-0.02	-0.13	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.01	-0.07	-0.32	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.20	1.05	-2.23	--
总债务/EBITDA（X）	11.44	9.20	9.75	--
EBITDA/短期债务（X）	0.30	0.36	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.30	2.69	2.44	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.64	1.99	1.79	--
FFO/总债务（X）	0.01	-0.01	0.03	--

注：1、中诚信国际根据陕投集团提供的 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理，其中 2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、中诚信国际将公司合并口径下“其他流动负债”中的带息债务调整至短期债务，将“长期应付款”和“其他权益工具”中的带息债务调整至长期债务。

附三：陕西投资集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	402,872.53	388,035.73	282,106.99	459,960.90
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	587,256.01	70,699.14	203,419.14	200,775.99
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	3,148,335.21	4,930,722.99	5,132,149.07	5,281,977.28
固定资产	1,020.93	734.21	1,574.38	1,241.90
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	481.33	140.75	437.20	307.84
资产总计	7,631,340.21	7,737,567.30	8,183,002.70	8,346,644.97
其他应付款	50,241.19	373,563.50	377,170.96	261,926.04
短期债务	1,688,579.80	1,452,201.62	1,942,227.53	1,156,327.35
长期债务	3,405,012.44	3,803,983.66	3,586,155.04	4,568,476.78
总债务	5,093,592.24	5,256,185.28	5,528,382.56	5,724,804.13
净债务	4,690,719.71	4,868,149.55	5,246,275.57	5,264,843.23
负债合计	4,456,736.72	4,539,792.22	4,716,140.87	4,345,191.69
所有者权益合计	3,174,603.50	3,197,775.07	3,466,861.83	4,001,453.28
利息支出	254,362.10	249,646.19	266,799.84	--
营业总收入	183,988.13	196,841.09	176,136.59	119,871.00
经营性业务利润	-27,599.37	-1,023.32	-29,470.51	-23,455.85
投资收益	249,705.86	69,581.42	284,428.48	173,601.23
净利润	226,351.36	66,023.20	254,892.76	140,569.22
EBIT	423,468.16	252,153.22	451,538.17	--
EBITDA	424,130.77	252,784.63	452,209.66	--
经营活动产生的现金流量净额	-229,536.17	-54,791.85	349,141.07	-63,251.88
投资活动产生的现金流量净额	-424,068.83	198,484.30	-443,431.12	236,302.33
筹资活动产生的现金流量净额	528,751.96	-158,529.25	-11,638.69	4,803.45

财务指标	2019	2020	2021	2022.9
营业毛利率（%）	99.78	100.00	100.00	100.00
期间费用率（%）	114.30	99.71	115.65	118.73
EBIT 利润率（%）	230.16	128.10	256.36	--
总资产收益率（%）	5.55	3.28	5.67	--
流动比率（X）	1.93	1.59	1.22	1.97
速动比率（X）	1.93	1.59	1.22	1.97
存货周转率（X）	--	--	--	--
应收账款周转率（X）	--	--	--	--
资产负债率（%）	58.40	58.67	57.63	52.06
总资本化比率（%）	71.04	71.45	70.9	70.86
短期债务/总债务（%）	33.15	27.63	35.13	20.20
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.09	-0.06	0.02	--
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.28	-0.21	0.06	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.90	-0.22	1.31	--
总债务/EBITDA（X）	12.01	20.79	12.23	--
EBITDA/短期债务（X）	0.25	0.17	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.67	1.01	1.69	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.66	1.01	1.69	--
FFO/总债务（X）	-0.01	-0.01	-0.01	--

注：1、中诚信国际根据陕投集团提供的 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理，其中 2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、中诚信国际将母公司口径下“其他流动负债”中的带息债务调整至短期债务，将“其他权益工具”中的带息债务调整至长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
资本结构	
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) × 360 天/营业收入+存货平均净额 × 360 天/营业成本+合同资产平均净额 × 360 天/营业收入-应付账款平均净额 × 360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
现金周转天数	360 天/营业收入-应付账款平均净额 × 360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn