



陕西投资集团有限公司 2023 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0491 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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，亦不对发行人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，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 15 日

本次跟踪发行人及评级结果		陕西投资集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果		“19 陕投集团 MTN001”、“19 陕投债 01/19 陕投 01”、“19 陕投债 02/19 陕投 02”、“20 陕投集团 MTN001”、“20 陕投集团 MTN003”、“20 陕投债 01/20 陕投 Y1”、“21 陕投债 01/21 陕投 01”、“21 陕投集团 MTN003”、“21 陕投集团 MTN005”、“21 陕投集团 MTN006”、“22 陕投集团 MTN001”、“22 陕投集团 MTN002”、“22 陕投集团 MTN003”、“22 陕投集团 MTN004”、“22 陕投集团 MTN005”、“23 陕投集团 MTN001”	AAA
评级观点		本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。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”或“发行人”）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等方面的优势。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4月，子公司陕西能源投资股份有限公司（以下简称“陕西能源”，证券代码：001286.SZ）在深交所主板上市，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2023年3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的影响较大，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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	2,040.53	2,416.58	2,590.90	2,676.36
所有者权益合计（亿元）	682.63	738.62	812.60	823.38
负债合计（亿元）	1,357.90	1,677.95	1,778.31	1,852.98
总债务（亿元）	928.59	1,140.39	1,208.55	1,290.19
营业总收入（亿元）	754.15	840.77	844.84	173.65
净利润（亿元）	44.81	48.83	60.93	22.25
EBIT（亿元）	74.51	85.93	97.03	--
EBITDA（亿元）	100.89	117.01	132.18	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	39.20	-107.00	41.67	-7.52
营业毛利率(%)	8.16	11.35	15.09	17.86
总资产收益率(%)	3.65	3.86	3.88	--
EBIT 利润率(%)	10.39	10.76	12.04	--
资产负债率(%)	66.55	69.44	68.64	69.23
总资本化比率(%)	61.85	64.83	65.10	66.20
总债务/EBITDA(X)	9.20	9.75	9.14	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.69	2.44	2.81	--
FFO/总债务(X)	-0.01	0.03	0.05	--
陕投集团（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	773.76	818.30	798.16	817.71
所有者权益合计（亿元）	319.78	346.69	370.69	369.37
负债合计（亿元）	453.98	471.61	427.47	448.34
总债务（亿元）	525.62	552.84	567.14	593.42
营业总收入（亿元）	19.68	17.61	15.68	3.29
净利润（亿元）	6.60	25.49	2.26	-0.98
EBIT（亿元）	25.22	45.15	20.34	--
EBITDA（亿元）	25.28	45.22	20.42	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-5.48	34.91	1.23	-4.48
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	99.16
总资产收益率(%)	3.26	5.67	2.52	--
EBIT 利润率(%)	128.10	256.36	129.75	--
资产负债率(%)	58.67	57.63	53.56	54.83
总资本化比率(%)	71.45	70.90	73.36	74.36
总债务/EBITDA(X)	20.79	12.23	27.77	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.01	1.69	0.84	--
FFO/总债务(X)	-0.01	-0.01	-0.02	--

注：1、中诚信国际根据陕投集团提供的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 2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 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合并口径、母公司口径其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的带息债务。

评级历史关键信息

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	23 陕投集团 MTN001（AAA）	2023/03/28	夏雪、章毅	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	22 陕投集团 MTN005（AAA）	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	22 陕投集团 MTN004（AAA）	2022/09/15	李春辉、陈小鹏、陈涛	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	22 陕投集团 MTN003（AAA）	2022/08/12	李春辉、陈小鹏、陈涛	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	22 陕投集团 MTN002（AAA）	2022/06/10	李春辉、陈小鹏、陈涛	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	22 陕投集团 MTN001（AAA） 21 陕投集团 MTN006（AAA） 21 陕投集团 MTN005（AAA） 21 陕投集团 MTN003（AAA） 21 陕投债 01/21 陕投 01（AAA）	2022/06/24	李春辉、陈小鹏、陈涛	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文

	20 陕投债 01/20 陕投 Y1 (AAA)				
	20 陕投集团 MTN003 (AAA)				
	20 陕投集团 MTN001 (AAA)				
	19 陕投债 02/19 陕投 02 (AAA)				
	19 陕投债 01/19 陕投 01 (AAA)				
	19 陕投集团 MTN001 (AAA)				
AAA/稳定	22 陕投集团 MTN001 (AAA)	2022/03/24 2022/02/16	李春辉、陈小鹏、陈涛	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	21 陕投集团 MTN006 (AAA)	2021/06/25 2021/09/10	李春辉、周依、夏雪	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	21 陕投集团 MTN005 (AAA)	2021/08/03	李春辉、周依、夏雪	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	21 陕投集团 MTN003 (AAA)	2021/06/17	李春辉、周依、夏雪	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	21 陕投债 01/21 陕投 01 (AAA)	2021/03/10	李春辉、周依、夏雪	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	20 陕投债 01/20 陕投 Y1 (AAA)	2020/08/10	周飞、陈涛	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	20 陕投集团 MTN003 (AAA)	2020/04/16	李春辉、夏雪、齐鹏	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	20 陕投集团 MTN001 (AAA)	2020/03/06	李春辉、夏雪、齐鹏	中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	19 陕投债 01/19 陕投 01 (AAA)			中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用)	阅读全文
AAA/稳定	19 陕投债 02/19 陕投 02 (AAA)	2019/07/10	汪莹莹、李傲颜、齐鹏	CCXI TY 2016 01	阅读全文
AAA/稳定	19 陕投集团 MTN001 (AAA)	2019/01/11	余茜、汪莹莹、黄菲、齐鹏	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用)	阅读全文
				CCXI TY 2016 01	

同行业比较 (2022 年合并口径数据)

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)
越秀集团	1,432.34	2.20	71.66	2.37
广西投资	1,269.75	1.25	64.63	2.93
陕投集团	647.81	3.88	65.10	2.81
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: 越秀集团为“广州越秀集团股份有限公司”的简称; 广西投资为“广西投资集团有限公司”的简称。

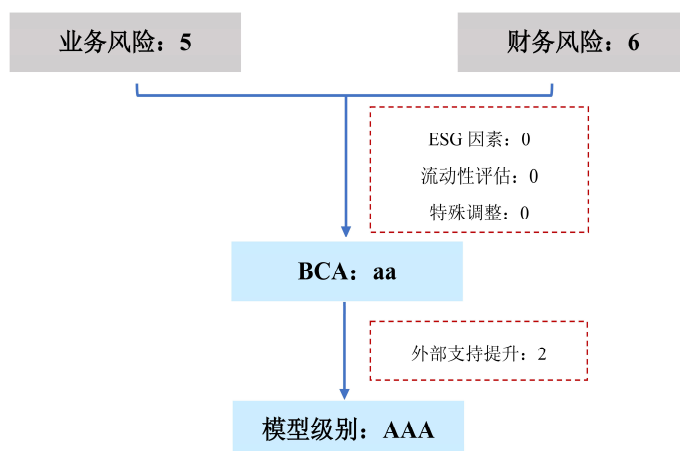
资料来源: 公司提供及公开信息, 中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
23 陕投集团 MTN001	AAA	AAA	2023/03/28	10.00	10.00	2023/04/11~2026/04/11	--
22 陕投集团 MTN005	AAA	AAA	2022/10/13	15.00	15.00	2022/10/20~2025/10/20 (3+N)	持有人救济、调整票面利率、赎回、延期、利息递延权
22 陕投集团 MTN004	AAA	AAA	2022/09/15	15.00	15.00	2022/09/23~2025/09/23 (3+N)	持有人救济、调整票面利率、赎回、延期、利息递延权
22 陕投集团 MTN003	AAA	AAA	2022/08/12	10.00	10.00	2022/08/22~2025/08/22 (3+N)	持有人救济、调整票面利率、赎回、延期、利息递延权
22 陕投集团 MTN002	AAA	AAA	2022/06/10	10.00	10.00	2022/06/20~2025/06/20 (3+N)	持有人救济、调整票面利率、赎回、延期、利息递延权
22 陕投集团 MTN001	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2022/04/18~2025/04/18 (3+N)	持有人救济、事先约束、调整票面利率、赎回、延期、利息递延权
21 陕投集团 MTN006	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2021/09/17~2024/09/17 (3+N)	持有人救济、事先约束、调整票面利率、赎回、延期、利息递延权
21 陕投集团 MTN005	AAA	AAA	2022/06/24	7.00	7.00	2021/08/13~2023/08/13 (2+N)	持有人救济、事先约束、调整票面利率、赎回、延期、利息递延权
21 陕投集团 MTN003	AAA	AAA	2022/06/24	8.00	8.00	2021/07/12~2023/07/12 (2+N)	持有人救济、事先约束、调整票面利率、赎回、延期、利息递延权
21 陕投债 01/21 陕投 01	AAA	AAA	2022/06/24	20.00	20.00	2021/04/09~2028/04/09	调整票面利率、回售
20 陕投债 01/20 陕投 Y1	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2020/08/31~2023/08/31 (3+N)	调整票面利率、延期、利息递延权、有条件赎回
20 陕投集团 MTN003	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2020/04/27~2025/04/27	事先约束
20 陕投集团 MTN001	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2020/03/23~2025/03/23	事先约束
19 陕投债 02/19 陕投 02	AAA	AAA	2022/06/24	15.00	15.00	2019/08/28~2026/08/28	--
19 陕投债 01/19 陕投 01	AAA	AAA	2022/06/24	15.00	9.15	2019/08/28~2024/08/28	调整票面利率、回售
19 陕投集团 MTN001	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2019/03/08~2024/03/08	事先约束

● 评级模型

陕西投资集团有限公司评级模型打分(2023_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：

中诚信国际认为，陕投集团业务板块构成较为多元，主营业务涵盖金融、物流、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：

中诚信国际认为，随着资产规模的扩大，陕投集团杠杆水平亦逐年提高，但陕投集团财务管控水平较强，近年来资本实力稳步夯实，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为其经营发展、资本支出和到期债务续接提供保障，母公司财务弹性很强，整体偿债能力亦保持在较好水平，财务风险评估为低。

■ 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陕投集团个体基础信用等级无影响，陕投集团具有 aa 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，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 2 个子级。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“19 陕投债 01/19 陕投 01”募集资金 15.00 亿元，用于补充营运资金，截至 2023 年 5 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

“19 陕投债 02/19 陕投 02”募集资金 15.00 亿元，用于电力开发项目，截至 2023 年 5 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

“20 陕投债 01/20 陕投 Y1”募集资金 10.00 亿元，用于电力开发项目，截至 2023 年 5 月末，募集资金已按约定用途使用完毕。

“21 陕投债 01/21 陕投 01”募集资金 20.00 亿元，其中 10.00 亿元用于电力开发项目，10.00 亿元用于补充营运资金，截至 2023 年 5 月末，募集资金已按约定用途使用完毕。

近期关注

宏观经济与政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。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。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

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加强，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。2022 年我国商品贸易进出口总值为 42.07 万亿元，首次突破 40 万亿元人民币关口，较上年增长 7.7%；其中出口 23.97 万亿元，较上年增长 10.5%；进口 18.1 万亿元，较上年增长 4.3%。同期我国外贸结构持续优化，一般贸易进出口 26.81 万亿元，较 2021 年增长 11.5%。

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

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，跟踪期内，主营业务仍涵盖金融、物流、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，公司仍面临着较大的投资压力，同时仍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，亦需对此保持关注。

受证券市场整体行情等因素影响，2022 年西部证券收入规模下滑明显，其中证券自营业务收入大幅下降，致使整体收入结构存在一定变动，但 2023 年一季度以来经营情况整体有所改善；同时西部证券负债规模亦显著增长，其信用业务的相关违约风险项目后续处置情况仍需持续关注。

西部证券股份有限公司（以下简称“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 2023 年 5 月 23 日，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），通过西部信托有限公司（以下简称“西部信托”）间接持有西部证券 1.14% 股权（均已冻结），持股比例共计 36.46%，为西部证券的控股股东。

2022 年，受国内外经济形势复杂多变、政策环境及行业竞争影响，西部证券实现营业收入 53.08 亿元，同比下降 21.37%，多数业务板块均有不同程度的下滑，归属上市公司股东的净利润同比下降近 70%；受应付债券规模增加影响，2022 年末西部证券负债总额同比增长 18.30% 至 685.06 亿元。2023 年 1~3 月，西部证券经营利润情况较上年同期明显改善；截至 2023 年 3 月末，西部证券总资产 974.58 亿元，所有者权益 275.35 亿元。

从收入构成上看，西部证券收入仍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，受证券市场整体行情影响，2022 年证券自营业务收入规模及占比均下降明显，但 2023 年一季度以来经营情况明显改善；同期证券经纪业务收入规模亦有所下降，但收入占比相对稳定；而信用交易业务和以基差业务为主要构成的其他业务收入规模基本稳定，其中其他业务收入占比保持提升，但其对西部证券的利润贡献相对有限。

表 1：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	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	10.21	19.69	10.35	15.34	8.35	15.73	1.97	10.87
证券自营业务	14.67	28.29	16.68	24.70	6.43	12.11	5.85	32.24
投资银行业务	5.18	9.99	4.61	6.82	3.27	6.17	0.20	1.12
资产管理业务	0.27	0.53	0.35	0.52	0.90	1.69	0.15	0.80
信用交易业务	4.18	8.07	5.12	7.58	4.93	9.28	1.23	6.77
其他业务	17.33	33.44	30.40	45.05	29.21	55.02	8.74	48.20
合计	51.84	100.00	67.51	100.00	53.08	100.00	18.13	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 2023 年 3 月末，西部证券拥有 108 家营业网点。受行业竞争压力较大影响，2022 年西部证券股票交易额出现下滑，经纪业务收入同比有所下降，但超越证券自营业务，成为营业收入的第二大来源。

表 2：近年来西部证券经纪业务发展情况（亿元、%）

证券种类	2020		2021		2022		2023.1~3	
	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
A 股	13,317.33	3.22	14,203.65	2.75	10,999.43	2.45	2,800.42	2.69
B 股	1.97	1.59	4.66	3.40	1.83	1.34	0.46	1.93
基金	139.39	0.51	241.21	0.66	1,742.46	3.76	634.51	4.86
其他	5,077.46	0.82	6,328.10	0.83	10,060.21	1.14	2,927.49	1.20
合计	18,536.15	1.75	20,777.61	1.58	22,803.93	1.65	6,362.88	1.76

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。跟踪期内，西部证券自营业务投资产品仍以债券为主；2022 年受国内权益市场多个黑天鹅负面事件的冲击影响，西部证券股票投资收入为负，债券投资收入亦出现下滑，导致全年自营业务收入同比下降 61.43%。

表 3：近年来西部证券自营业务投资收入结构（亿元、%）

证券种类	2020		2021		2022		2023.1~3	
	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	3.64	24.85	-0.34	-2.03	-2.48	-38.50	-0.08	-1.38
债券投资	10.16	69.31	13.34	80.02	8.27	128.71	5.04	86.29
其他	0.86	5.84	3.67	22.01	0.63	9.79	0.88	15.09
合计	14.67	100.00	16.68	100.00	6.43	100.00	5.85	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，2022 年，西部证券完成保荐项目 6 个、主承销债券 36 个、新三板推荐家数 1 个；受完成保荐项目数量减少及平均承销费率下降影响，投资银行业务收入降至 3.27 亿元，占比较上年相对稳定。2023 年 1~3 月，西部证券完成保荐项目 0 个、主承销债券 9 个、新三板推荐家数 2 个。整体来看，西部证券投资银行业务收入近年来持续下滑，截至 2023 年 3 月末，西部证券 IPO 在审项目共 3 个。

信用交易业务方面，西部证券信用类业务仍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。2022 年末及 2023 年 3 月末，西部证券融资融券余额分别为 74.97 亿元和 77.81 亿元。同期末，西部证券股票质押待购回初始交易金额分别为 30.72 亿元和 30.62 亿元。总体来看，信用交易业务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，2022 年收入规模小幅下降。

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 2022 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提减值准备 15.48 亿元。中诚信国际将对西部证券信用业务的相关违约风险项目后续处置情况保持持续关注。

未决诉讼方面，根据西部证券披露的 2022 年年度报告，截至 2023 年 4 月 25 日，西部证券为被诉讼对象的涉诉事项共 2 项，包括吉林森东电力设备股份有限公司证券虚假陈述案、深圳前海科睿投资发展有限公司仲裁案件，涉诉金额分别为 145.28 万元和 1,951.00 万元。

中诚信国际认为，2022 年西部证券业务板块仍基本稳定，但受证券市场整体行情等因素影响，以证券自营业务为代表的业务板块收入明显下滑，2023 年一季度以来整体经营情况有所改善；此外，信用业务相关违约风险项目后续处置情况仍值得关注。

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，2022 年以来其业务结构虽然实现一定优化，但收入规模继续小幅下降，仍面临较大竞争压力。

西部信托成立于 2002 年 7 月，截至 2023 年 3 月末，其注册资本为 20.00 亿元，公司对其持股比例为 57.78%。西部信托固有资产和存量信托资产规模整体处于收缩状态，导致营业收入继续小幅下降，但利润总额相对较为稳定。

截至 2023 年 3 月末，西部信託管理的自有资产规模为 56.72 亿元，信托资产规模约为 2,678.43 亿元。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 2023 年 3 月末，西部信託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 2,029.19 亿元、398.21 亿元和 148.59 亿元，占比分别为 75.05%、14.73%和 5.50%，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 4：近年来西部信托实收信托情况（亿元、%）

证券种类	2020		2021		2022		2023.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合类信托	884.24	30.46	645.88	24.16	585.89	21.92	627.16	23.20
单一类信托	1,068.05	36.79	953.49	35.67	922.16	34.51	910.65	33.68
财产管理类信托	950.58	32.75	1,073.69	40.17	1,164.48	43.57	1,165.83	43.12
合计	2,902.87	100.00	2,673.05	100.00	2,672.52	100.00	2,703.65	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。

公司物流收入有所下降，业务毛利率仍很低，产品价格存在周期性波动；同时，第一大交易品种

电解铜上游集中度较高。需关注公司后续物流业务结构变化及上下游情况。

目前，公司物流板块主要由二级子公司陕西省华秦投资集团有限公司（以下简称“华秦投资”）下属的陕西华山创业有限公司、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”）和陕西省煤田地质集团有限公司（以下简称“煤田地质公司”）负责运营¹。跟踪期内，公司物流收入及其占比继续下降，2022 年收入规模下滑主要系自 2022 年 11 月 1 日起公司不再将大商道纳入合并范围，电解铜交易规模减少所致。近年来公司物流业务毛利率均低于 1%，对利润影响程度有限。

公司主要交易品种包括煤炭、钢材及钢材制品、成品油、焦炭、电解铜及铝锭等，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，公司物流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。煤炭交易方面，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，自 2021 年开始公司不再开展该部分业务。

跟踪期内，电解铜仍为公司物流板块收入第一大单品，其销售单价有所增长，但销售收入规模有所下降；2023 年 1~3 月，电解铜交易仍为收入第一大来源，但其占比有所下降。上下游方面，2022 年 1~10 月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”）及其关联企业，采购金额合计 159.74 亿元，占采购总金额比重为 85.90%，集中度较高；同期，大商道电解铜外销前五大客户包括西安城融供应链管理有限公司、山东淄矿物产有限公司等公司，销售金额合计 107.89 亿元，占销售总金额比重为 57.84%。

表 5：近年来公司主要交易产品购销情况

种类		2020	2021	2022	2023.1~3
煤炭	采购量（万吨）	188.21	--	--	--
	销售量（万吨）	193.67	--	--	--
	外部采购成本（万元）	76,319.34	--	--	--
	外部采购销售收入（万元）	77,563.63	--	--	--
	平均采购单价（元/吨）	405.50	--	--	--
	平均销售单价（元/吨）	400.49	--	--	--
钢材及钢材制品	采购量（万吨）	13.16	15.13	27.78	3.76
	销售量（万吨）	13.60	15.13	27.78	3.76
	外部采购成本（万元）	50,676.95	71,967.60	110,441.39	12,503.11
	外部采购销售收入（万元）	51,068.85	72,947.86	111,644.84	12,683.33
	平均采购单价（元/吨）	3,850.83	4,756.62	3,975.57	3,325.30
	平均销售单价（元/吨）	3,755.06	4,821.41	4,018.89	3,373.23
成品油	采购量（万吨）	80.77	83.41	86.50	25.33
	销售量（万吨）	78.45	85.42	85.87	25.94
	外部采购成本（万元）	361,026.77	517,730.82	647,122.24	187,790.83
	外部采购销售收入（万元）	364,851.72	524,601.18	653,591.01	189,361.87
	平均采购单价（元/吨）	4,469.81	6,207.06	7,481.18	7,413.77
	平均销售单价（元/吨）	4,650.75	6,141.43	7,611.40	7,299.99
焦炭	采购量（万吨）	4.47	10.12	28.66	1.70

¹ 物流板块原经营主体之一大商道商品交易集团股份有限公司（以下简称“大商道”）自 2022 年 11 月 1 日起不再纳入公司合并范围。

电解铜	销售量（万吨）	4.47	10.12	28.66	1.70
	外部采购采购成本（万元）	8,245.90	24,882.25	74,042.07	3,549.52
	外部采购销售收入（万元）	8,332.76	25,515.59	74,496.99	3,579.70
	平均采购单价（元/吨）	1,844.72	2,458.72	2,583.46	2,087.95
	平均销售单价（元/吨）	1,864.15	2,521.30	2,599.34	2,105.71
	采购量（万吨）	91.94	68.87	54.15	8.49
	销售量（万吨）	92.14	68.87	54.15	8.49
	外部采购采购成本（万元）	3,956,236.83	4,137,432.48	3,336,744.73	564,873.42
	外部采购销售收入（万元）	3,979,081.64	4,160,327.80	3,356,804.71	565,678.76
	平均采购单价（元/吨）	43,030.64	60,075.98	61,620.40	66,533.97
铝锭	平均销售单价（元/吨）	43,185.17	60,408.42	61,990.85	66,628.83
	采购量（万吨）	45.56	2.46	5.94	1.65
	销售量（万吨）	45.56	2.46	5.94	1.65
	外部采购采购成本（万元）	569,109.51	41,162.43	102,621.99	22,835.68
	外部采购销售收入（万元）	568,782.14	41,128.41	102,928.78	22,862.83
	平均采购单价（元/吨）	12,484.24	16,732.70	17,276.43	13,839.81
	平均销售单价（元/吨）	12,484.24	16,718.87	17,328.08	13,856.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：2022 年 1~10 月电解铜交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	88.34	47.50%
西安盈宇贸易有限公司	18.51	9.95%
海南迈科供应链管理有限公司	22.97	12.35%
上海迈科金属集团有限公司	18.26	9.82%
深圳迈科大宗商品金融服务有限公司	11.66	6.27%
合计	159.74	85.90%
销售金额		占比
西安城融供应链管理有限公司	33.59	18.01%
山东淄矿物产有限公司	22.49	12.06%
上海华彬国心进出口有限公司	21.9	11.74%
宜昌兴发集团有限责任公司	20.32	10.89%
广州富利金属资源有限公司	9.59	5.14%
合计	107.89	57.84%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司经营品种仍以钢材、电解铜、成品油、铝锭等为主，跟踪期内收入规模有所下降，主要系受市场环境等因素影响所致，该业务毛利率均很低，产品价格存在周期性波动；同时，第一大交易品种电解铜上游集中度较高。需关注公司后续物流业务结构变化及上下游情况。

公司化工板块产能利用率维持较高水平，但受 PVC 产品市场价格下跌影响，2022 年收入和毛利率同比下降；金泰氯碱米脂厂区后续整改及经营情况仍有待关注。

公司化工板块主要由二级子公司华泰投资下属的陕西金泰氯碱化工有限公司（以下简称“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。受氯碱行业存在总体产能过剩、同质化竞争加剧影响，2022 年化工板块收入小幅降至 29.20 亿元，同期毛利率为 9.27%，同比大幅下降，主要系 PVC 产品价格下跌所致。

截至 2023 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，产能利用率维持较高水平。

表 7：近年来公司烧碱、PVC 产品产销情况

指标	烧碱				PVC			
	2019	2020	2022	2023.1~3	2019	2020	2022	2023.1~3
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）	23.41	23.86	24.63	5.97	32.59	31.65	31.94	7.83
产能利用率（%）	117.05	119.30	123.15	--	130.36	126.60	127.76	--
销量（万吨）	22.32	22.83	23.24	5.67	33.13	31.62	31.14	8.26
产销率（%）	92.34	95.68	94.36	94.97	100.00	99.91	97.50	105.49

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供应，如煤炭供应能够得到陕西能源的保障，在成本控制方面有一定优势。平均售价方面，公司烧碱产品平均售价保持增长态势，2022 年以来 PVC 产品平均售价则持续下降，对化工板块盈利水平有一定影响。

表 8：近年公司烧碱、PVC 平均售价（元/吨）

	2020	2021	2022	2023.1~3
烧碱平均售价	1,339.00	1,752.05	2,805.66	2,782.50
PVC 平均售价	5,709.00	7,954.61	6,661.09	5,516.34

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，2022 年前五大销售客户销售收入占总收入比重为 61.20%，客户较为集中；其中，烧碱产品对外销售区域主要集中于华北和西北地区，PVC 产品对外销售区域主要集中于华东区域。

表 9：2022 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	7.17	26.27
无锡利源化工集团有限公司	3.18	11.66
浙江物产氯碱化工有限公司	2.63	9.66
浙江锦宏商贸有限公司	1.94	7.12
一石巨鑫有限公司	1.77	6.49
合计	16.69	61.20

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²。截至 2023 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。

跟踪期内，公司煤炭生产板块收入小幅下降，但盈利能力仍较强，预计随着煤电一体化项目陆续投产，煤电业务综合效益将持续提升；同时，在建及拟建项目投资规模较大，需对此保持关注。

² 根据金泰氯碱公司官网披露信息，其就地改造方案于 2023 年 3 月初获得陕西省推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造工作领导小组办公室《关于反馈<陕西金泰氯碱化工有限公司就地改造提速方案>意见的函》（陕危化迁函〔2023〕3 号）批复，同意金泰氯碱就地改造，截至 2023 年 3 月末就地改造项目处于可行性研究报告编制阶段。

煤炭生产主要由子公司陕西能源负责运营。2022 年煤炭生产板块收入规模小幅回落，但毛利率仍维持较高水平。

截至 2023 年 3 月末，公司下属主要在产矿井 3 座，分别为陕西能源下属的冯家塔煤矿、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 9.37 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 5.94 亿吨，保有储量 2.83 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。截至 2023 年 3 月末公司在建及拟建项目总投资规模为 194.01 亿元，后续仍存在一定资本支出需求。

表 10：近年来公司下属三大煤矿产量情况（万吨）

	2020	2021	2022	2023.1~3
冯家塔煤矿	605.68	768.39	684.86	237.68
凉水井煤矿	800.68	842.66	828.86	221.19
园子沟煤矿	339.00	312.40	476.30	151.62
总产量	1,745.36	1,923.45	1,990.02	610.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2023 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	67.75
赵石畔煤矿	在建	-	600	87.23	21.76
丈八矿井	拟建	-	150	31.46	--
合计	--	10.05	3,150	194.01	89.51

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，跟踪期内公司煤炭生产板块盈利能力仍较强；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，2022 年以来电力板块可控装机容量继续提升，带动电力收入持续大幅增长；同时，陕西能源已在主板上市，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及陕西省水电开发集团股份有限公司（以下简称“陕西水电”）等负责运营，包括火电、水电和光伏发电。随着多个电站陆续投产，公司发电能力不断提升，2022 年公司电力板块收入同比增长 46.70%。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 2023 年 3 月末，公司可控装机容量为 1,053.08 万千瓦，较 2021 年末增加 89.11 万千瓦，仍以火电为主。其中 2021 年以来，随着吉木萨尔电厂 1、2 号机组分别于 2021 年及 2022 年一季度投产，2023 年 3 月末火电装机容量提升至 918.00 万千瓦。公司发电量主要受火电发电影响，近年来维持增长态势。

截至 2023 年 3 月末，公司火电主要由陕西清水川能源股份有限公司（以下简称“清水川能源”）旗下已建成并投产的清水川电厂（一期）和（二期）、陕西秦龙电力股份有限公司（以下简称“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建筑工程主体已施工完毕，安装工程已进入高峰期，计划 2023 年 12 月完成一台机组 168 小时试运行。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 2023 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 2023 年 3 月末，陕西水电下设 17 个光伏公司，32 个光伏电站，总装机容量 81.69 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 38.00 万千瓦。

表 12：近年来公司发电基本情况（万千瓦、亿千瓦时、元/千瓦时）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期末可装机容量	876.97	963.97	1,046.97	1,053.08
其中：火电装机	786.00	852.00	918.00	918.00
水电装机	15.39	15.39	15.39	15.39
光伏发电装机	65.58	75.58	75.58	81.69
风电发电装机	10.00	21.00	38.00	38.00
发电量	306.55	386.37	482.89	123.76
其中：火电发电量	289.31	365.05	460.52	119.25
水电发电量	5.85	6.63	4.55	0.23
光伏发电量	9.19	10.46	10.88	2.44
风电发电量	2.20	4.23	6.94	1.84
火电平均上网电价	0.27	0.28	0.29	0.30
水电平均上网电价	0.33	0.34	0.33	0.33
光伏发电平均上网电价	0.68	0.73	0.56	0.58
风电发电平均上网电价	0.60	0.58	0.46	0.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2023 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 76.69 亿元，已投资 40.80 亿元。2023 年 4 月 10 日，陕西能源已在深交所主板上市，本次发行

数量为 75,000 万股，募集资金 72 亿元，将主要用于投入建设清水川能源电厂三期项目和补充流动资金；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，中诚信国际将持续关注该项目建设情况。

表 13：截至 2023 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	76.69	40.80
合计	--	--	76.69	40.80

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 2022 年末，公司参股电厂权益装机容量为 225.31 万千瓦，权益装机规模较大。

表 14：截至 2022 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
大唐蒲城发电有限责任公司	138.00	29.79	41.11
陕西宝鸡第二发电有限责任公司	120.00	35.00	42.00
合计	630.00	--	225.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，跟踪期内随着公司在建项目陆续投产，电力板块可控装机容量继续提升，带动电力收入持续大幅增长；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。2022 年煤田地质公司勘探收入稳步增长，同时得益于投资收益提高，净利润大幅上升。

地质勘探板块主要由煤田地质公司负责运营，受下属经营的市场勘探项目增加影响，近年来该业务收入呈稳步增长趋势，毛利率则有所波动，2022 年收入和毛利率分别为 26.08 亿元、16.78%。

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加之服务型小型报告增加，煤田地质公司出具的报告份数保持较快增长；近年来煤田地质公司钻探深度存在一定波动，其中 2022 年钻探进尺较上年大幅提升主要系 2022 年钻探进尺统计中增加了煤矿井下钻探与基础工程钻探（其中

154.41 千米钻探中地面钻探 46.57 千米、煤矿井下钻探 63.21 千米、基础工程钻探 44.63 千米)。此外,得益于对陕西小保当矿业有限公司(以下简称“小保当矿业”)股权投资收益大幅提高,2022 年煤田地质公司实现净利润 28.12 亿元,同比增长 67.88%。

表 15: 近年来煤田地质公司钻探及勘查项目情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
钻探(千米)	73.05	44.23	154.41	29.83
地质报告(份)	176	244	775	60
其中:省级地勘项目	0	1	2	0
社会地质项目	176	243	773	60

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,未来去化情况仍有待关注;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,公司酒店业务持续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”)下属公司陕西金泰恒业房地产有限公司、陕西金信实业发展有限公司(以下分别简称“金泰恒业”、“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,部分项目陆续交付并结转收入,2022 年以来公司房地产及酒店板块收入为 59.84 亿元,维持增长态势,且仍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,2022 年新开工面积和投资规模保持增长,但签约面积呈下降态势,后续房地产项目去化情况仍值得关注。

表 16: 近年来公司房地产业务运营情况

指标	2020	2021	2022	2023.3
新开工面积(万平方米)	110.59	121.44	130.42	10.35
竣工面积(万平方米)	18.60	40.47	20.22	--
在建面积(万平方米)	207.44	310.29	400.23	390.36
投资金额(亿元)	65.26	51.19	74.97	28.53
签约面积(万平方米)	71.47	55.48	47.56	5.38
签约金额(亿元)	61.10	53.15	61.00	8.02

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

截至 2023 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 1,195.43 亿元,已投资 454.88 亿元,已回款 311.31 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沣片区,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 万平米，后续项目仍存在较大资本支出需求。

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 17：截至 2023 年 3 月末公司主要房地产项目情况（亿元）

项目名称	开发模式	状态	建设期间	总投资	已投资
金泰假日花城	独立开发	在建	2012~2023	41.11	33.68
金泰怡景花园	独立开发	在建	2011~2023	23.43	18.99
金泰新理城	独立开发	在建	2011~2025	31.88	23.13
灞桥项目	独立开发	在建	2018~2025	67.81	58.19
青龙台	独立开发	在建	2019~2026	177.00	54.16
贞观悦府	独立开发	在建	2017~2023	8.58	6.38
地质嘉苑	独立开发	在建	2019~2023	1.45	1.54
经开花城	独立开发	在建	2017~2023	12.10	9.86
延安项目	独立开发	在建	2021~2026	36.41	14.46
安康项目	独立开发	在建	2022~2025	23.53	8.75
成都项目	独立开发	前期	2022~2025	25.78	15.72
和樾项目	独立开发	前期	2023~2026	55.80	12.87
观棠樾项目	独立开发	前期	2023~2027	30.27	1.50
山东项目	合作开发	在建	2010~2023	123.43	107.65
海南项目	合作开发	在建	2010~2028	69.00	14.23
太白云境	合作开发	在建	2020~2025	17.30	3.46
梦想小镇	合作开发	在建	2017~2028	450.55	70.31
合计	--	--	--	1,195.43	454.88

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。2022 年及 2023 年 1~3 月，皇冠假日酒店客房平均入住率分别为 35.59%和 68.56%，2022 年出现较大程度下滑。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。2022 年及 2023 年 1~3 月，人民大厦公司旗下酒店平均客房入住率分别为 27.92%和 47.59%，2022 年同比亦有所下降。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且回款情况尚可，收入可持续性有一定保障，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，跟踪期内，公司继续保持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，仍需对此保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司主营业务板块经营情况整体稳中向好，资产规模保持较快增长，债务规模亦有所扩大，财务杠杆比率已处于相对较高水平；但公司利润水平稳步提升，且 EBITDA 可对利息支出形成良好覆盖；同时较为充裕的未受限货币资金、通畅且多元的融资渠道以及较为充足的融资空间等可为公司经营发展、资本支出及流动性提供支持，母公司财务弹性亦很强，以上因素为公司低的财务风险提供了良好保障。

盈利能力

跟踪期内，公司主营业务板块经营情况整体稳中向好，毛利率较高的金融、房地产、煤炭及电力板块收入占比有所提高，加之 2022 年投资收益大幅增长，共同推动利润水平和总资产收益率进一步提升；但 2022 年计提资产减值损失和信用减值损失规模亦同比增加，对盈利能力产生一定不利影响。

2022 年，在主营业务板块稳步发展的推动下，公司营业收入仍有所增长，加之物流板块收入占比下降，营业毛利率同比上升。加之投资收益的明显增长，公司利润总额进一步提升，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对小保当矿业及国家电投集团黄河上游水电开发有限责任公司等联营企业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；2022 年同比大幅增长，主要系对小保当矿业股权投资收益大幅提高。与此同时，2022 年公司计提资产减值损失和信用减值损失规模有所扩大，主要由金融板块、物流板块，以及对外投资活动产生，其中，受母公司股权投资及委托贷款计提减值损失影响，2022 年资产减值损失和信用减值损失合计 28.74 亿元，较 2021 年计提规模增加 22.14 亿元，对公司盈利能力产生不利影响，需对此保持关注。此外，公司 2022 年公允价值变动收益大幅下降且由正转负，主要系西部证券持有的金融产品价值波动所致。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，整体盈利能力将继续提升。

表 18：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
物流板块	516.18	0.61	492.22	0.69	442.56	0.70	81.90	0.37
金融板块	50.86	60.58	66.54	48.29	65.68	38.79	15.67	21.26
化工板块	23.44	11.90	30.29	19.53	29.20	9.27	6.52	-3.05
电力板块	81.45	31.08	112.55	16.34	165.11	32.21	42.97	42.82
煤田勘探与开发	22.30	14.26	25.05	17.04	26.08	16.78	2.74	12.68
煤炭生产	19.29	57.37	49.59	70.66	44.76	68.30	9.00	73.85
房地产及酒店	35.89	29.19	52.11	35.62	59.84	37.50	11.85	33.20
其他板块	4.76	12.66	12.41	36.58	11.61	38.39	2.99	22.86
营业总收入/营业毛利率	754.16	11.58	840.77	14.54	844.84	17.31	173.65	19.26
投资收益	41.43		33.95		51.63		9.34	

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，本报告中首页表及附表数据采用期初数据。

表 19：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	8.33	9.63	9.00	9.97
经营性业务利润	18.87	32.50	59.44	13.68
资产减值损失	-1.32	-2.02	-12.41	-0.18
信用减值损失	-2.82	-4.59	-16.33	0.25
投资收益	41.43	33.95	51.63	9.34
利润总额	54.94	62.38	73.66	26.87
总资产收益率	3.85	3.86	3.88	4.95

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资本结构

随着生产投资规模的扩大，公司资产规模保持增长，跟踪期内，公司债务规模继续推升，短期债务占比下降但仍有一定规模，财务杠杆比率持续上升，目前已处于相对较高水平。

跟踪期内，公司资产规模保持增长，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、在建工程保持较快增长；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、买入返售金融资产等增长较快；此外，公司账面货币资金较为充裕，受限比例不大，且货币资金规模变动不大，可为公司流动性提供稳定支持。

在以上背景下，跟踪期内公司仍维持较高的融资需求，以银行贷款和债券为主要构成的有息债务持续上升，加之西部证券卖出回购金融资产款整体保持较快增长，共同推动公司负债总额的扩大。从债务期限构成来看，近年来公司均以长期债务为主，2022 年短期债务占比有所下降但仍有一定规模。此外，随着合并范围的扩大以及经营利润的积累，2022 年以来公司经调整的所有者权益规模亦同比上升。财务杠杆方面，公司财务杠杆比率持续上升，目前已处于相对较高水平。

表 20：近年来公司资产质量及资本结构相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	309.55	278.44	259.18	273.57
交易性金融资产	322.86	571.24	622.91	661.05
存货	268.15	284.92	329.69	339.08
其他流动资产	97.61	123.66	115.91	119.84
长期股权投资	69.79	108.81	98.78	103.56
固定资产	423.91	461.28	479.71	474.26
在建工程	73.35	109.77	139.97	150.16
资产总额	2,040.53	2,416.58	2,590.90	2,676.36
负债总额	1,357.90	1,677.95	1,778.31	1,852.98
流动资产占比	58.59	60.31	60.64	61.44
总债务	928.59	1,140.39	1,208.55	1,290.19
短期债务/总债务	30.19	40.06	30.73	28.91
总资本化比率	61.85	64.83	65.10	66.22

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

跟踪期内，公司经营活动净现金流由负转正，投资活动资金缺口主要由筹资活动弥补。未来一年公司仍有一定的到期债务规模，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等为公司流动性提供了重要支持。

跟踪期内，受其他与经营活动有关的现金收支大规模净流入影响，公司经营活动净现金流由负转正。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，故公司需通过筹资活动来弥补资金缺口。随着公司投资活动的继续推进，预计未来公司财务杠杆比率或将进一步上升。

表 21：近年来公司资本结构及现金流相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
总资本化比率	61.85	64.83	65.10	66.20
经营活动净现金流	39.20	-107.00	41.67	-7.52
投资活动净现金流	-87.17	-126.53	-87.80	-33.69
筹资活动净现金流	131.76	201.12	30.90	59.77

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司有息债务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，2022 年短期债务占比有所下降。从到期分布来看，截至 2023 年 3 月末，公司未来 1 年、1~2 年的到期债务规模分别为 372.94 亿元和 327.81 亿元，到期规模均较大，需关注公司到期债务偿付及后续债务结构调整情况。

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，良好的盈利能力或可为债务本息偿付提供重要支持。

表 22：近年来公司偿债指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
总债务	928.59	1,140.39	1,208.55	1,290.19
短期债务占比	30.19	40.06	30.73	28.91
经营活动净现金流/利息支出	1.05	-2.23	0.88	--
经营活动净现金流/总债务	-0.02	-0.13	0.00	--
总债务/EBITDA	9.20	9.75	9.14	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.69	2.44	2.81	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 23：截至 2023 年 3 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	372.94
1~2 年以内到期	327.81
2~3 年以内到期	248.60
3 年以上	340.85
合计	1,290.19

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 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 2,154.01 亿元，未使用授信额度为 1,359.23 亿元，备用流动性充足。同期末，公司账面未受限货币资金为 255.26 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、陕西能源，同时在债券市场发行较为活跃，且受认可度较高，整体来看公司资本市场融资渠道较为通畅。从融资空间看，截至 2022 年末，公司合并口径受限资产账面价值为 470.34 亿元，规模较大，占总资产的比重为 18.33%，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。

母公司财务情况

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，且未来一年到期债务规模较大；母公司利润主要来源于投资收益，2022 年受母公司减值损失计提规模明显增长影响，利润水平大幅下滑，当期 EBITDA 对利息支出的覆盖能力减弱且无法实现有效覆盖；但母公司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，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；从到期分布来看，截至 2023 年 3 月末，母公司未来 1 年将到期的债务规模为 147.43 亿元，到期债务规模仍较大。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。2022 年，母公司投资收益较上年总体稳定，但当期母公司因股权投资及委托贷款计提了资产减值损失和信用减值损失，导致母公司利润总额大幅下降。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。偿债能力方面，受利润水平下降影响，2022 年母公司 EBITDA 对利息支出的覆盖能力明显下滑且无法实现有效覆盖，经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力在 2021 年有明显提升，总体水平较弱；同时，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 2023 年 3 月末为 44.53 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 24：近年来母公司主要财务指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	19.68	17.61	15.68	3.29
营业毛利率	100.00	100.00	100.00	99.16
投资收益	6.96	28.44	26.45	--
净利润	6.60	25.49	2.26	-0.98
资产总额	773.76	818.30	798.16	817.71
资产负债率	58.67	57.63	53.56	54.83
经调整的所有者权益	210.01	226.93	205.90	204.59
总资本化比率	71.45	70.90	73.36	74.36
总债务	525.62	552.84	567.14	593.42
短期债务占比	27.63	35.13	24.89	24.84
经营活动净现金流	-5.48	34.91	1.23	-4.48
经营活动净现金流/利息支出	-0.22	1.31	0.05	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.01	1.69	0.84	--

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 2023 年 3 月末，公司及子公司披露未决诉讼总笔数 8 笔，总金额 429,457.47 万元，其中未获得生效裁判文书的诉讼总笔数 1 笔，总金额 235,492.66 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 年末，公司对外担保余额为 5.50 亿元，占净资产的比重为 0.68%，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，截至 2023 年 4 月，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 2023 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 2023 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 2023 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 2023 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稳定提升。

预测

表 25：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	64.83	65.10	56.42~68.96
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.44	2.81	3.09~3.77

资料来源：公司提供，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，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，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发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

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一定的直接资金来源；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和陕西能源，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且多元的流动性来源。

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 2023 年 3 月末公司未来一年到期债务为 372.94 亿元，规模较大；此外，2022 年公司资本化、费用化以及永续类债券利息支出合计约 47 亿元，预计未来一年随着公司债务规模的增长，仍存在较大规模利息支出。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⁴

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；综上所述公司 ESG 表现较好，处于行业适中水平，潜在 ESG 风险较小。

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 26：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，也未出现产品责任事件。同时，公司在供应商管理、社会贡献方面也表现较好。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。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。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合区域发展规划和公司经营目标；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

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

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，具有很强的支持能力；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，综上陕西省政府支持能力很强。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，综上陕西省政府对公司的支持意愿极强。

同行业比较

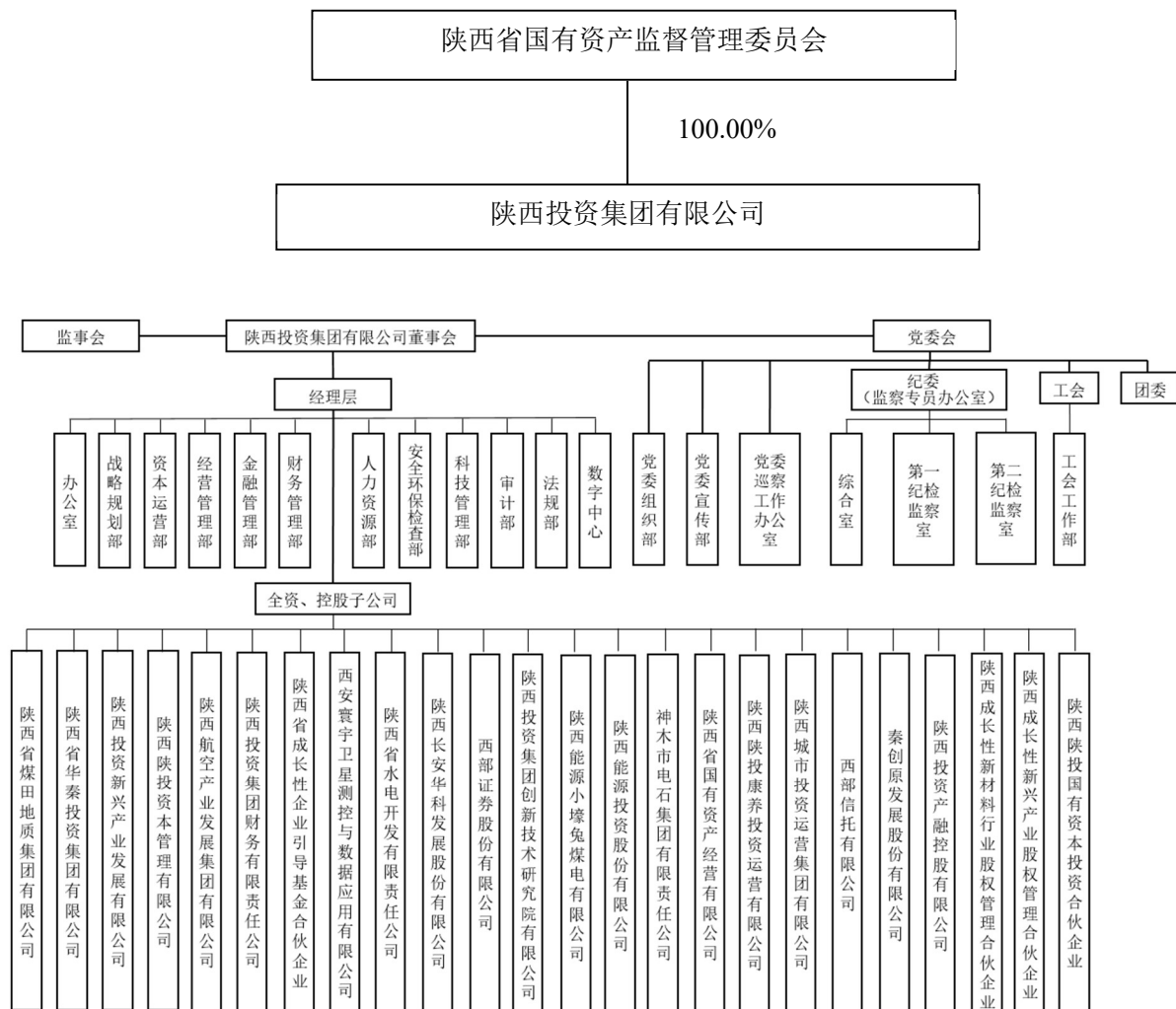
中诚信国际选取了广西投资和越秀集团作为公司的可比公司，其中广西投资作为广西国资委直属的国有企业，拥有铝业、电力、金融等多个业务板块，业务类型较为多元，越秀集团作为广州市重要的国有企业集团之一，目前已形成金融、房地产、交通基建、食品等板块多元化发展的格局，上述两家公司在业务和财务方面均具有较高的可比性。

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、金融和物流板块，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。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“19 陕投集团 MTN001”、“19 陕投债 01/19 陕投 01”、“19 陕投债 02/19 陕投 02”、“20 陕投集团 MTN001”、“20 陕投集团 MTN003”、“20 陕投债 01/20 陕投 Y1”、“21 陕投债 01/21 陕投 01”、“21 陕投集团 MTN003”、“21 陕投集团 MTN005”、“21 陕投集团 MTN006”、“22 陕投集团 MTN001”、“22 陕投集团 MTN002”、“22 陕投集团 MTN003”、“22 陕投集团 MTN004”、“22 陕投集团 MTN005”和“23 陕投集团 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2023 年 3 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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	3,095,503.20	2,784,389.22	2,591,754.30	2,735,725.10
应收账款	614,281.83	575,472.80	768,874.10	701,920.68
其他应收款	209,327.66	109,450.04	138,569.00	238,791.74
存货	2,681,548.27	2,849,229.16	3,296,858.97	3,390,805.38
长期投资	1,543,321.80	1,884,467.07	1,931,917.75	2,009,700.83
固定资产	4,239,058.64	4,612,771.17	4,797,149.91	4,742,635.59
在建工程	733,488.10	1,097,741.35	1,399,749.45	1,501,625.97
无形资产	748,020.31	727,709.08	779,187.43	776,479.29
资产总计	20,405,316.56	24,165,771.75	25,909,023.06	26,763,591.27
其他应付款	489,185.90	572,203.14	685,056.69	796,765.38
短期债务	2,803,619.04	4,568,194.09	3,714,101.60	3,729,372.71
长期债务	6,482,254.46	6,835,686.35	8,371,365.49	9,172,511.90
总债务	9,285,873.50	11,403,880.44	12,085,467.10	12,901,884.62
净债务	6,500,219.97	8,843,037.77	9,686,473.94	10,166,159.51
负债合计	13,579,002.86	16,779,528.67	17,783,069.15	18,529,771.40
所有者权益合计	6,826,313.70	7,386,243.08	8,125,953.91	8,233,819.86
利息支出	375,064.26	479,390.33	471,033.37	--
营业总收入	7,541,499.31	8,407,668.94	8,448,426.77	1,736,523.37
经营性业务利润	188,671.51	325,004.75	594,449.48	136,816.90
投资收益	414,267.71	339,511.97	516,294.19	93,402.71
净利润	448,063.39	488,314.85	609,280.30	222,542.75
EBIT	745,133.90	859,305.57	970,347.51	--
EBITDA	1,008,942.21	1,170,095.38	1,321,825.74	--
经营活动产生的现金流量净额	392,038.62	-1,070,045.91	416,718.04	-75,207.57
投资活动产生的现金流量净额	-871,732.58	-1,265,339.55	-878,027.46	-336,932.21
筹资活动产生的现金流量净额	1,317,624.16	2,011,165.49	309,038.55	597,725.37
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	8.16	11.35	15.09	17.86
期间费用率（%）	8.33	9.63	9.00	9.97
EBIT 利润率（%）	10.39	10.76	12.04	--
总资产收益率（%）	3.65	3.86	3.88	--
流动比率（X）	1.54	1.36	1.47	1.55
速动比率（X）	1.19	1.09	1.16	1.23
存货周转率（X）	2.46	2.56	2.23	1.63
应收账款周转率（X）	11.68	13.43	11.99	9.03
资产负债率（%）	66.55	69.44	68.64	69.23
总资本化比率（%）	61.85	64.83	65.10	66.20
短期债务/总债务（%）	30.19	40.06	30.73	28.91
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.02	-0.13	0.00	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.07	-0.32	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.05	-2.23	0.88	--
总债务/EBITDA（X）	9.20	9.75	9.14	--
EBITDA/短期债务（X）	0.36	0.26	0.36	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.69	2.44	2.81	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.99	1.79	2.06	--
FFO/总债务（X）	-0.01	0.03	0.05	--

注：中诚信国际根据 2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；其他流动负债中的带息债务调入短期债务，其他非流动负债、长期应付款、其他权益工具中的带息债务调入长期债务。

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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	388,035.73	282,106.99	319,234.37	445,349.86
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	70,699.14	203,419.14	270,471.63	268,245.29
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4,530,722.99	5,132,149.07	5,362,984.00	5,434,705.43
固定资产	734.21	1,574.38	1,157.81	1,037.76
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	140.75	437.20	867.22	787.84
资产总计	7,737,567.30	8,183,002.70	7,981,608.51	8,177,098.21
其他应付款	373,563.50	377,170.96	244,355.98	192,382.17
短期债务	1,452,201.62	1,942,227.53	1,411,703.41	1,474,324.68
长期债务	3,803,983.66	3,586,155.04	4,259,702.59	4,459,827.91
总债务	5,256,185.28	5,528,382.56	5,671,406.00	5,934,152.59
净债务	4,868,149.55	5,246,275.57	5,352,171.62	5,488,802.73
负债合计	4,539,792.22	4,716,140.87	4,274,740.01	4,483,362.81
所有者权益合计	3,197,775.07	3,466,861.83	3,706,868.49	3,693,735.40
利息支出	249,646.19	266,799.84	242,083.29	--
营业总收入	196,841.09	176,136.59	156,796.96	32,880.43
经营性业务利润	-1,023.32	-29,470.51	-36,346.02	-9,849.87
投资收益	69,581.42	284,428.48	264,450.50	0.00
净利润	66,023.20	254,892.76	22,616.98	-9,817.58
EBIT	252,153.22	451,538.17	203,444.87	--
EBITDA	252,784.63	452,209.66	204,192.50	--
经营活动产生的现金流量净额	-54,791.85	349,141.07	12,279.22	-44,811.65
投资活动产生的现金流量净额	198,484.30	-443,431.12	153,232.98	-63,360.00
筹资活动产生的现金流量净额	-158,529.25	-11,638.69	-128,384.82	234,287.13
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	100.00	100.00	100.00	99.16
期间费用率（%）	99.71	115.65	122.35	129.02
EBIT 利润率（%）	128.10	256.36	129.75	--
总资产收益率（%）	3.26	5.67	2.52	--
流动比率（X）	1.59	1.22	1.42	1.49
速动比率（X）	1.59	1.22	1.42	1.49
存货周转率（X）	--	--	--	--
应收账款周转率（X）	--	--	--	--
资产负债率（%）	58.67	57.63	53.56	54.83
总资本化比率（%）	71.45	70.90	73.36	74.36
短期债务/总债务（%）	27.63	35.13	24.89	24.84
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.06	0.02	-0.04	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.21	0.06	-0.16	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.22	1.31	0.05	--
总债务/EBITDA（X）	20.79	12.23	27.77	--
EBITDA/短期债务（X）	0.17	0.23	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.01	1.69	0.84	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.01	1.69	0.84	--
FFO/总债务（X）	-0.01	-0.01	-0.02	--

注：中诚信国际根据 2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；其他流动负债中的带息债务调入短期债务，其他权益工具中的带息债务调入长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	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
	现金周转天数	(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)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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
	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