



陕西投资集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行科技创新永续期公司债券（第一期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20240987D-01

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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注评级对象的政策环境、行业风险、经营策略、财务状况等因素的重大变化，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后 3 个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 7 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 4 月 15 日

发行人

陕西投资集团有限公司

本期债项评级结果

AAA

发行要素

本期债券拟发行金额为不超过 10 亿元（含 10 亿元）；债券基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，发行人有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期，在发行人不行使续期选择权而全额兑付时到期。本期债券在发行人不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次；在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。

本期债券募集资金扣除发行费用后将用于偿还“17 陕能债”到期兑付本金或置换“17 陕能债”到期偿付的自有资金。

评级观点

中诚信国际肯定了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。

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，同时拥有两家上市公司，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9月末，公司合并口径及母公司口径未来一年均有一定规模到期债务，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：杨小静 xjyang@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	2023.9/2023.1~9
资产总计（亿元）	2,040.53	2,416.58	2,590.90	2,779.02
所有者权益合计（亿元）	682.63	738.62	812.60	902.54
负债合计（亿元）	1,357.90	1,677.95	1,778.31	1,876.49
总债务（亿元）	928.59	1,140.39	1,208.55	1,290.18
营业总收入（亿元）	754.15	840.77	844.84	604.55
净利润（亿元）	44.81	48.83	60.93	58.71
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	34.83
营业毛利率(%)	8.16	11.35	15.09	14.62
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	67.52
总资本化比率(%)	61.85	64.83	65.10	63.16
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	2023.9/2023.1~9
资产总计（亿元）	773.76	818.30	798.16	824.15
所有者权益合计（亿元）	319.78	346.69	370.69	362.17
负债合计（亿元）	453.98	471.61	427.47	461.98
总债务（亿元）	525.62	552.84	567.14	590.68
营业总收入（亿元）	19.68	17.61	15.68	9.96
净利润（亿元）	6.60	25.49	2.26	14.92
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	1.32
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	98.87
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	56.06
总资本化比率(%)	71.45	70.90	73.36	73.56
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	--

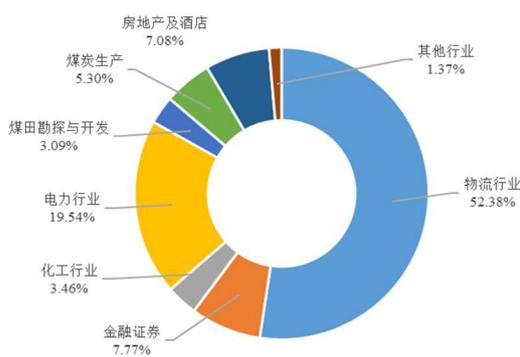
注：1、中诚信国际根据陕投集团提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年、2022 年审计报告及 2023 年三季度未经审计的财务报表整理；其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际在分析时将合并口径下其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具以及母公司口径下其他流动负债和其他权益工具中有息部分调整至债务核算。

发行人概况

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，根据陕国资产权发〔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 2023 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。

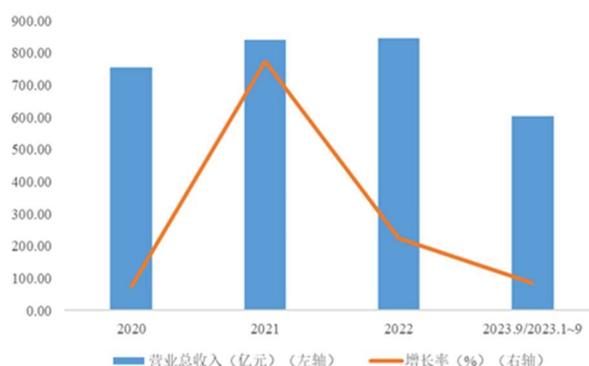
公司系陕西省首家国有资本投资运营公司，作为以能源类投资为主的重要国有资本经营管理主体，对全省重大产业发展项目进行投资开发和管理。公司业务涉及金融和实业两大领域，实施“金融与实业并举、走产融结合”的发展模式，逐步形成了以产融结合为基础，能源、金融和战略新兴产业投资有机结合的多元化发展格局，具备一定的协同优势。在此背景下，近年来公司营业总收入保持增长，2022 年为 844.84 亿元，较 2021 年小幅上升，2023 年以来随着公司继续优化内部业务结构，营业收入同比小幅下滑，但公司整体盈利能力保持提升。

图 1：2022 年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：近年来公司营业总收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 1：截至 2022 年末公司主要子公司情况（%、亿元）

全称	简称	持股比例	2022 年末		2022 年	
			总资产	净资产	营业收入	净利润
西部证券股份有限公司	西部证券	36.79	956.65	271.59	53.08	4.58
西部信托有限公司	西部信托	57.78	56.45	52.63	8.11	4.28

陕西能源投资股份有限公司	陕西能源 ¹	64.31	562.37	213.14	202.85	40.63
陕西省煤田地质集团有限公司	煤田地质公司	100.00	163.41	108.74	75.93	28.12
陕西金泰氯碱化工有限公司	金泰氯碱	81.42	16.78	8.95	27.36	0.24
陕西省水电开发集团股份有限公司	陕西水电	73.71	122.97	60.91	10.46	2.41
陕西金泰恒业房地产有限公司	金泰恒业	100.00	412.32	70.18	56.51	5.64

注：1、持股比例为截至本报告出具日；2、上述持股比例为直接持股及间接持股合计数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元）；基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，发行人有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期，在发行人不行使续期选择权而全额兑付时到期。本期债券为固定利率债券，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息；债券票面利率采取单利按年计息，不计复利；在发行人不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次；本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务；募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还“17 陕能债”到期兑付本金或置换“17 陕能债”到期偿付的自有资金。

续期选择权：本期债券以每 3 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。发行人续期选择权的行使不受次数的限制。发行人将于本次约定的续期选择权行使日前至少 30 个交易日，披露续期选择权行使公告。本期债券首次发行票面利率在首个周期内保持不变，首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差。如果发行人行使续期选择权，本期债券后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。当期基准利率为重新定价周期起息日前 250 个工作日由中国债券信息网公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

递延支付利息选择权：本期债券附设发行人递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。发行人决定递延支付利息的，将于付息日前 10 个交易日发布递延支付利息公告。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若发行人继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

赎回选择权：发行人如果进行赎回，将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。若发行人不行使赎回

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，陕西能源披露首次公开发行股票招股意向书，正式启动 IPO 招股程序；2023 年 4 月 10 日，陕西能源在深交所主板上市；截至本报告出具日，陕投集团对陕西能源的持股比例为 64.31%。

回选择权，则本期债券将继续存续。具体赎回情形包括：（一）发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权在法律法规、相关法律法规司法解释变更后的首个付息日行使赎回权。发行人如果进行赎回，必须在可以赎回之日（即法律法规、相关法律法规司法解释变更后的首个付息日）前 20 个交易日公告（法律法规、相关法律法规司法解释变更日距付息日少于 20 个交易日的情况除外，但发行人应及时进行公告）。

（二）根据财政部《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会[2017]14 号）及其他相关规定，发行人将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响发行人在合并财务报表中将本期债券计入权益时，发行人有权在该会计政策变更正式实施日的年度末行使赎回权。发行人如果进行赎回，必须在可以赎回之日前 20 个交易日公告（会计政策变更正式实施日距年度末少于 20 个交易日的情况除外，但发行人应及时进行公告）。

发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，全国电力供需总体平衡，保供及调峰需求下火电投资增速稳定增长，风电及太阳能装机在政策扶持下仍呈快速增长趋势，未来我国用电需求将持续提升，但增速水平或将保持低速增长；2023 年以来证券行业分化加剧，监管鼓励证券公司做优做强，未来可能出现股权收购、兼并整合现象，同时证券行业将持续面临严格的监管环境，证券公司的风险管理能力、合规经营能力成为其可持续发展的基石；房地产行业继续呈下行态势，销售规模小幅收缩，开发规模与土地投资探底，融资环境边际改善，竞争格局以央国企为主，随着各项房地产支持政策在下半年密集出台，行业整体下行态势尚未完全逆转；在扩产能及进口煤炭量走阔影响下，我国煤炭供求紧张局面明显缓解，2023 年以来煤炭价格出现回落但仍处于相对高位，煤炭企业盈利仍处于较好水平；经济的持续增长仍将继续拉动大宗商品需求；但外部需求的持续低迷仍然是制约我国出口增长的主要因素，保护主义、单边主义这些因素亦会对我国的出口造成影响，亦间接影响国内大宗商品贸易业务开展；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

2023 年全国电力供需总体平衡，保供及调峰需求下火电投资增速稳定增长，风电及太阳能装机在政策扶持下仍呈快速增长趋势。未来我国用电需求将持续提升，但增速水平或将保持低速增长。行业内企业凭借较好的融资及经营获现能力整体保持了可控的财务风险，但各类电源企业财务状况延续分化态势，其中火电企业受益于煤炭价格下行盈利大幅修复，容量电价机制有望稳定未来行业预期；风电及太阳能发电企业财务表现在政策扶持下仍将呈持续优化态势。

详见《中国电力生产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接
<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

证券行业

证券行业的发展与宏观经济环境、资本市场走势高度相关，2023 年主要指数均有不同程度下滑，证券行业资产规模、资本实力有所增强，营业收入小幅增加，但净利润有所下滑；伴随着一系列

规范行业发展的政策出台，证券行业向高质量发展迈出更坚实的步伐。2023 年以来监管对证券公司再融资的必要性、合理性更加关注，证券公司的再融资节奏有所放缓，未来行业将在稳健经营、资本节约的倡导下，聚焦高质量发展。同时证券公司之间或将出现股权收购、兼并整合现象。自营业务成为证券公司营业收入的首要来源，经纪、投行、资管等业务受到不同因素的影响，收入贡献度有所下降。行业分化仍在加剧，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保持较高水平；中小券商竞争更加激烈，客需业务及机构业务成为证券公司差异化竞争的另一突破口。整体来看，证券行业将持续面临严格的监管环境，证券公司的风险管理能力、合规经营能力成为其可持续发展的基石。

详见《中国证券业展望，2024 年 4 月》<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11074?type=1>

房地产行业

2023 年房地产行业继续呈下行态势，销售规模小幅收缩，开发规模与土地投资探底，融资环境边际改善，竞争格局以央国企为主；随着各项房地产支持政策在下半年密集出台，房地产市场出现一定积极变化，但受人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰行业修复进程，行业整体下行态势尚未完全逆转，高能级城市及改善性住房为市场主要支撑。预计 2024 年投资端仍将低迷，销售规模仍有下行压力，且城市间分化更为明显，但预计政策面有望持续宽松，房企金融资源企稳回升，“三大工程”继续加力，行业加速筑底回稳、“先立后破”适应市场新需求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

煤炭行业

在扩产能及进口煤炭量走阔影响下，我国煤炭供求紧张局面明显缓解，2023 年以来煤炭价格出现回落但仍处于相对高位，煤炭企业盈利仍处于较好水平。短期来看，煤炭供应紧张向宽松转变的势能仍存，煤炭价格或承压，但作为国家能源保障的“压舱石”，煤炭行业稳价仍然是主基调，行业信用水平将保持稳定。长期来看，“双碳”政策下，新能源替代传统能源的规模将逐步扩大，煤炭需求增长受限，同时煤炭供应弹性能力的建立，价格或难再出现大幅波动情况。

详见《中国煤炭行业展望，2024 年 1 月》<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10925?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，受世界经济疲弱、贸易保护主义持续升温等影响，我国对外贸易发展面临的形势复杂严峻。2023 年，我国经济克服挑战、稳步前行，生产供给稳中有升，市场需求持续改善，经济运行持续回升向好；外贸领域进出口整体保持增长，持续发挥对经济的支撑作用。2023 年我国商品贸易进出口总值为 41.76 万亿元，同比增长 0.2%；其中出口 23.77 万亿元，较上年增长 0.6%；进口 17.99 万亿元，较上年下降 0.3%。整体来看，经济的持续增长仍将继续拉动大宗商品需求；但外部需求的持续低迷仍然是制约我国出口增长的主要因素，保护主义、单边主义这些因素亦会对我国的出口造成影响，亦间接影响国内大宗商品贸易业务开展。

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。2021~2023 年，陕西省地区生产总值分别为 29,800.98 亿元、32,772.68 亿元和 33,786.07 亿元，增速分别为 6.5%、4.3%和 4.3%，2023 年三次产业结构占比为 7.8: 47.6: 44.6，第三产业占比较 2022 年小幅上升，产业结构有所优化。固定资产投资方面，2021~2023 年，陕西省固定资产投资分别同比增长-3.1%、7.9%和 0.2%，2023 年固定资产投资增速相对放缓，但投资结构有所优化。根据《陕西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，陕西省将推动新一代信息技术、高端装备、新能源、新能源汽车及新材料等支柱产业进一步发展，并积极布局人工智能、生命健康、北斗导航等新兴产业，同时将自身能源资源优势向产业优势、创新优势转变，实现能源产业高端化发展。陕西省能源和有色金属等资源的储量较为丰富，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。根据《2024 年陕西省人民政府工作报告》，陕西省将继续发挥能源资源优势，坚持稳煤、扩油、增气并举，夯实能源基本盘，煤炭、原油、天然气产量 7.8 亿吨、2,470 万吨、350 亿方以上，稳步扩大电力外送规模，新增新能源装机 1,000 万千瓦以上，能源工业增加值增长 5%；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。

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业务格局，主营业务涵盖金融、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，公司面临着较大的投资压力，同时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整体经营受到相关行业政策调整影响，同时对公司本部及子公司的管理及风控能力提出一定挑战，需对此保持关注。

表 2：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务	2020		2021		2022		2023.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力板块	81.45	31.08	112.55	16.34	165.11	32.21	122.00	38.91
煤田勘探与开发	22.30	14.26	25.05	17.04	26.08	16.78	13.43	15.22
煤炭生产	19.29	57.37	49.59	70.66	44.76	68.30	23.71	70.32
金融板块	50.86	60.58	66.54	48.29	65.68	38.79	54.49	28.56
化工板块	23.44	11.90	30.29	19.53	29.20	9.27	18.06	-0.02
物流板块	516.18	0.61	492.22	0.69	442.56	0.70	313.94	0.20
房地产及酒店	35.89	29.19	52.11	35.62	59.84	37.50	50.79	27.72
其他板块	4.76	12.66	12.41	36.58	11.61	38.39	8.13	36.26
营业总收入/营业毛利率	754.15	11.58	840.77	14.54	844.84	17.31	604.55	16.44
投资收益	41.43		33.95		51.63		33.34	

注：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

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，2020~2022 年收入规模平均增长率为 42.37%。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 6 月末，公司可控装机容量为 1,058.72 万千瓦，较 2022 年末小幅增长，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 6 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 6 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超临界燃煤空冷机组项目系陕北-湖北±800kV 直流通道配套电源点，首台机组（5 号机组，1,000MW）已于 2024 年 1 月 15 日顺利通过 168 小时连续满负荷试运行，待项目全部建成投运后，外送及煤电一体化装机比例将得到进一步提升。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 6 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，同期末，陕西水电下设 23 个光伏公司，32 个光伏电站，总装机容量 87.33 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 3：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	2023.1~6
期末可装机容量	876.97	963.97	1,046.97	1,058.72
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	87.33
风电发电装机	10.00	21.00	38.00	38.00
发电量	306.55	386.37	482.89	225.81
其中：火电发电量	289.31	365.05	460.52	214.07
水电发电量	5.85	6.63	4.55	2.15
光伏发电量	9.19	10.46	10.88	5.53
风电发电量	2.20	4.23	6.94	4.06
火电平均上网电价	0.27	0.28	0.29	0.29
水电平均上网电价	0.33	0.34	0.33	0.29

光伏发电平均上网电价	0.68	0.73	0.56	0.57
风电发电平均上网电价	0.60	0.58	0.46	0.47

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，首次发行数量为 75,000 万股，募集资金 72 亿元，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。此外，秦龙电力拟出资建设陕投延安 2×350MW 热电联产项目，该项目由秦龙电力控股子公司陕西能源（延安）圣地蓝热电有限公司（以下简称“延安热电”）作为实施主体进行建设，项目总规划容量为 2×350MW 超临界燃煤空冷热电联产机组，工程总投资约 35.30 亿元。此外，陕能股份亦拟出资建设商洛电厂二期 2×660MW 机组项目，建设主体为陕西商洛发电有限公司，建设内容为 2×660MW 超超临界空冷燃煤发电机组，工程总投资 56.07 亿元。

表 4：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

表 5：公司电力板块主要拟建项目情况（亿元、%）

项目名称	项目建设主体	建设周期	总投资	资本金比例
陕投延安 2×350MW 热电联产项目	陕西秦龙电力股份有限公司	2 年	35.30	20
商洛电厂二期 2×660MW 机组项目	陕西商洛发电有限公司	2 年	56.07	20
合计	--	--	91.37	--

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 6：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，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。

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。

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，2022 年以来收入规模相对有所回落；同时，该板块毛利率始终维持较高水平。

截至 2023 年 6 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 2.58 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 2.84 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，是良好的动力燃料、工业气化和液化用煤。近年来，凉水井煤矿产量相对稳定。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 7：近年来公司下属三大煤矿产量情况（万吨）

	2020	2021	2022	2023.1~6
冯家塔煤矿	605.68	768.39	684.86	412.23
凉水井煤矿	800.68	842.66	828.86	439.37
园子沟煤矿	339.00	312.40	476.30	275.98
总产量	1,745.36	1,923.45	1,990.02	1,127.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：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	2.58	800	--	--
凉水井煤矿	已投产	2.84	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，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，未来或面临一定投资压力。

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 9：近年来煤田地质公司钻探及勘查项目情况

	2020	2021	2022	2023.1~6
钻探（千米）	73.05	44.23	154.41	69.56
地质报告（份）	176	244	775	262
其中：省级地勘项目	0	1	2	2
社会地质项目	176	243	773	260
地勘项目数（项）	866	1272	1,509	814
勘察资金（亿元）	14.25	14.87	16.41	7.00

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。

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 年以来经营情况整体明显好转。

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 2024 年 3 月 7 日，陕投集团直接持有西部证券 35.65% 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 1.14% 股权（均已冻结），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 1~9 月，西部证券实现营业收入 57.23 亿元，净利润 9.02 亿元，整体经营情况较上年同期明显改善；截至 2023 年 9 月末，西部证券总资产 959.81 亿元，所有者权益 278.42 亿元。同时，根据《西部证券股份有限公司 2023 年度业绩预告》，西部证券 2023 年归属于上市公司

司股东的净利润 9.08 亿元~11.05 亿元，较上年同期增长 112.12%~158.23%，扣除非经常性损益的归属于上市公司股东的净利润 8.99 亿元~10.96 亿元，较上年同期增长 116.70%~164.28%，经营情况较 2022 年明显好转。

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 年以来经营情况明显改善；同期证券经纪业务收入规模及其占比有所下降；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呈波动增长趋势，其中其他业务近年来收入占比保持提升，但其对西部证券的利润贡献相对有限。

表 10：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		2023.1~6	
	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	4.04	10.26
证券自营业务	14.67	28.29	16.68	24.70	6.43	12.11	11.03	28.02
投资银行业务	5.18	9.99	4.61	6.82	3.27	6.17	2.04	5.18
资产管理业务	0.27	0.53	0.35	0.52	0.90	1.69	0.43	1.10
信用交易业务	4.18	8.07	5.12	7.58	4.93	9.28	2.49	6.32
其他业务	17.33	33.44	30.40	45.05	29.21	55.02	19.33	49.12
合计	51.84	100.00	67.51	100.00	53.08	100.00	39.35	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 6 月末，西部证券拥有 109 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，但 2023 年以来随着市场行情相对好转，交易额同比小幅增长；此外，尽管经纪业务收入有所下降，但仍为营业收入的重要来源。

表 11：近年来西部证券经纪业务发展情况（亿元、‰）

证券种类	2020		2021		2022		2023.1~6	
	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	5,852.37	2.62
B 股	1.97	1.59	4.66	3.40	1.83	1.34	0.79	1.72
基金	139.39	0.51	241.21	0.66	1,742.46	3.76	1,071.86	4.05
其他	5,077.46	0.82	6,328.10	0.83	10,060.21	1.14	6,013.43	1.23
合计	18,536.15	1.75	20,777.61	1.58	22,803.93	1.65	12,938.45	1.75

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，西部证券自营业务投资产品以债券为主；其中，2021 年西部证券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%；2023 年上半年，受益于国内债券市场恢复，西部证券持有的债券公允价值上升，使得债券投资营收规模明显增长，但股票投资以及场外衍生品等投资业绩情况仍相对一般。

表 12：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		2023.1~6	
	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	-0.48	-4.39
债券投资	10.16	69.31	13.34	80.02	8.27	128.71	12.65	114.72
其他	0.86	5.84	3.67	22.01	0.63	9.79	-1.14	-10.32
合计	14.67	100.00	16.68	100.00	6.43	100.00	11.03	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 1~6 月，西部证券完成保荐项目 2 个、主承销债券 27 个、新三板推荐家数 3 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 6 月末，西部证券 IPO 在审项目共 4 个。

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、约定式回购证券交易业务和股票质押式回购业务。2020~2022 年末及 2023 年 6 月末，西部证券融资融券余额分别为 61.65 亿元、82.06 亿元、74.97 亿元和 78.43 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 28.44 亿元、28.71 亿元、30.72 亿元和 33.12 亿元。总体来看，近年来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，收入存在一定波动。

此外，西部证券还开展了期货、基金管理等业务。其中，期货业务由其子公司西部期货有限公司负责，包括商品期货、金融期货经纪业务，2022 年及 2023 年 1~6 月分别实现营业收入 1.28 亿元和 0.50 亿元，业务毛利率水平相对较低。基金业务方面，下属子公司西部优势资本投资有限公司（以下简称“西部优势资本”）负责私募基金业务运营，2022 年及 2023 年 1~6 月分别实现营业收入 0.25 亿元和 0.11 亿元，截至 2023 年 6 月末，西部优势资本存续基金 9 支，存续投资项目 54 个；西部利得基金管理有限公司负责公募基金业务运营，2022 年及 2023 年 1~6 月分别实现营业收入 4.47 亿元和 2.31 亿元。

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 2023 年 6 月末，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 2023 半年度报告，截至 2023 年 8 月 23 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 年以来整体经营情况明显改善；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，近年来其业务结构虽然实现一定优化，但收入逐年减少，仍面临较大竞争压力。

西部信托成立于 2002 年 7 月，2023 年 9 月，其注册资本由 20.00 亿元增长至 40.00 亿元，公司对其持股比例为 57.78%。2020~2022 年，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，导致营业收入逐年小幅下降，但利润总额相对较为稳定，2023 年上半年，西部信托实现营业收入和利润总额分别为 3.54 亿元和 2.13 亿元，均较上年同期明显下降，在当前信托行业整体承压的背景下，西部信托增资后的业务经营情况仍需持续关注。

截至 2023 年 6 月末，西部信託管理的自有资产规模为 56 亿元左右，信托资产规模为 2,745.19 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 6 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 2,030.44 亿元、397.39 亿元和 146.72 亿元，占比分别为 73.97%、14.48%和 5.34%，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 13：近年来西部信托实收信托情况（亿元、%）

证券种类	2020		2021		2022		2023.1~6	
	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	672.57	24.50
单一类信托	1,068.05	36.79	953.49	35.67	922.16	34.51	835.52	30.44
财产管理类信托	950.58	32.75	1,073.69	40.17	1,164.48	43.57	1,237.10	45.06
合计	2,902.87	100.00	2,673.05	100.00	2,672.52	100.00	2,745.19	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。

基金管理业务已形成一定规模，且已成功退出多个优质项目，对区域内重点产业发展具有积极效应，但后续基金业绩实现及退出情况仍需持续关注。

陕西陕投资本管理有限公司（以下简称“陕投资本”）成立于 2012 年 6 月，注册资本 18.00 亿元，母公司及下属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”）分别持有其 51% 和 49% 股权。截至 2023 年 3 月末，陕投资本管理基金数量 20 只，实缴规模 88.21 亿元，具体由其下属子公司陕西省成长性企业引导基金管理有限公司、陕西绿金投资管理有限公司和陕西陕投誉华投资管理有限公司（以下分别简称“成长引导基金”、“绿金投资”和“誉华投资”）负责运营。

成长引导基金成立于 2015 年 12 月，注册资本 1 亿元人民币，陕投资本持有其 70% 股权，成长引导基金主要围绕省内优势资源、聚焦优势产业，布局相关产业范畴内早期、成长期到成熟期优质项目。资金来源主要为省级财政一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算等安排资金，基金投资收益及退出资金，中央财政安排用于基金投资的相关资金以及社会捐赠（捐助）资金及社会资本等。截至 2023 年 3 月末，成长引导基金已设立基金 14 支，实缴规模 72.86 亿元，主要管理的基金类型包括政府出资产业投资基金、集团科技领域母基金、扶贫基金，以及专注于不同领域的市场化投资基金等，根据基金的不同定位及公司业务的发展布局，目前所投项目涵盖三板挂牌企业定增项目、科研院所合作项目、集团实业板块协同项目、团队自主发掘的优质项目等。股权投资领域涉及军工、医药、先进制造，储备项目涉及农业、航空航天、半导体设备制造、电子器件制造等。目前已成功退出西部超导、红星美羚、西科天使、南方测绘等市场化项目。

绿金投资成立于 2018 年 11 月，注册资本 0.10 亿元，主要参与股权投资基金和创业投资基金管理，投资方向主要为光伏、新能源、新材料等战略新兴产业，截至 2023 年 3 月末，公司已设立基金 4 支，实际管理规模近 3.79 亿元。2022 年绿金投资实现主营业务收入 438.34 万元，实现利润总额 12.99 万元。誉华投资成立于 2019 年 10 月，注册资本 0.10 亿元，主要负责股权投资基金管理，目前存续基金一支，主要投资先进制造业以及工业互联网行业的早期、成长期、成熟期项目，2022 年誉华投资实现主营业务收入 652.48 万元，实现利润总额 288.90 万元。

整体来看，目前基金管理业务以成长引导基金为主，整体业务已形成一定规模，且已成功退出多个优质项目，但后续基金业绩实现情况及退出进度易受宏观经济及行业政策等因素影响，仍需持续关注。

表 14：截至 2023 年 3 月末陕投资本管理基金情况（亿元、年）

基金名称	设立时间	存续期限	LP 实缴金额	基金投放金额	基金投向	重点投资项目
陕西省成长性企业引导基金管理有限公司						
陕西成长性新兴产业股权管理合伙企业（有限合伙）	2016.09	10	4.56	3.40	新兴产业领域	西部超导材料科技股份有限公司
陕西君源惠科投资基金合伙企业（有限合伙）	2017.05	10	1.91	1.90	科技创投领域基金	相关领域子基金
陕西君盈成长产业发展基金合伙企业（有限合伙）	2018.12	9	1.01	1.00	生物医药领域	相关领域子基金
陕西成长性新材料行业股权管理合伙企业（有限合伙）	2016.09	10	3.64	2.72	新材料领域	西部超导材料科技股份有限公司
陕西空天新兴产业发展基金合伙企业（有限合伙）	2018.11	11	1.80	1.65	航空航天、高端装备制造、军民融合领域	广州南方测绘科技股份有限公司、西安兴航航空科技股份有限公司等
陕西君铭创星投资基金合伙企业（有限合伙）	2018.04	9	0.98	0.94	科技创新领域	新美光（苏州）半导体科技有限公司、浙江赛思电子科技有限公司等
陕西君盈惠康投资基金合伙企业	2017.11	9	0.54	0.51	乳制品领域	陕西红星美羚乳业股份有限公司

(有限合伙)						
中央企业贫困地区(陕西)产业投资基金合伙企业(有限合伙)	2017.12	7	4.00	4.00	陕西省内贫困地区、革命老区等区域内的资源开发、产业园区建设、新型城镇化发展等	蒲城隆基生态农业光伏新能源有限公司、陕西美羚羊牧业科技有限公司等
陕西省成长性企业引导基金合伙企业(有限合伙)	2016.02	12	5.17	4.93	省内成长性中小企业及省内基金	相关领域子基金
陕西空港成长新兴领域投资基金合伙企业(有限合伙)	2019.12	9	2.98	2.25	装备制造、光电半导体、智能制造、新兴信息技术、医疗健康等领域	西安博瑞集信电子科技有限公司、微寰(广州)半导体有限公司、北京可瑞生物科技有限公司
陕西恒业发展股权管理合伙企业(有限合伙)	2017.04	10	40.00	40.00	城市运营	陕西金泰恒业天朗实业有限公司
陕西省省属企业创新投资基金合伙企业(有限合伙)	2020.12	9	3.24	1.70	高端装备制造	陕西法士特松正电驱系统股份有限公司、陕西华明普泰医疗设备有限公司
陕西君盈泰富医药产业发展基金合伙企业(有限合伙)	2021.02	7	0.89	0.84	生物医药	上海恒润达生物科技有限公司、应世生物公司
陕西君盈佳成医药产业发展基金合伙企业(有限合伙)	2022.10	7	1.79	0.50	生物医药	北京大橡科技有限公司、杭州多域生物技术有限公司等
小计	--	--	72.51	66.34	--	--
陕西绿金投资管理有限公司						
陕西绿能产业投资基金合伙企业(有限合伙)	2018.12	5	0.27	0.25	基金重点围绕分布式光伏电站开发, 兼顾部分多能互补、智能微电网等优质项目	--
陕西绿金智能科技投资基金合伙企业(有限合伙)	2020.02	5	2.46	0.80	绿色、智能科技领域	泰豪科技股份有限公司
陕西绿金惠科创业投资基金合伙企业(有限合伙)	2021.05	5	0.01	0.00	新能源、智能科技、高端装备等战略性新兴产业方向	--
陕西薪火创新投资基金合伙企业(有限合伙)	2021.07	10	0.10	0.41	现代能源、高端装备、电子信息、新材料、医药健康等	深圳承泰科技有限公司、南京天创电子技术有限公司
小计	--	--	2.84	1.46	--	--
陕西陕投誉华投资管理有限公司						
陕西誉华先进制造产业投资合伙企业(有限合伙)	2019.12	5	4.00	1.39	先进制造、工业互联网行业的早期、成长期、成熟期的项目	视微及星天海洋、远算科技及金峰智能物流自动化项目
小计	--	--	4.00	1.39	--	--
合计	--	--	79.35	69.19	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司物流收入逐年下降，主要系受市场环境因素影响所致，该业务毛利率很低，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华泰投资下属的陕西华山创业有限公司（以下简称“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²。近年来，公司物流收入及其占比呈逐年下降趋势，2022 年下滑主要系自 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。

近年来电解铜均为公司物流板块收入第一大单品，2022 年以来销售单价小幅下跌，销售收入则呈波动趋势；2023 年 1~6 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%。2023 年上半年，电解铜交易业务由华山创业负责，其上下游集中度较高，上游供应商前五大集中度达到 100.00%，其中与陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司业务占比为 90.08%。

表 15：近年来公司主要交易产品购销情况

种类	2020	2021	2022	2023.1~6
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
	销售量（万吨）	13.60	15.13	27.78
	外部采购成本（万元）	50,676.95	71,967.60	110,441.39
	外部采购销售收入（万元）	51,068.85	72,947.86	111,644.84
	平均采购单价（元/吨）	3,850.83	4,756.62	3,975.57
	平均销售单价（元/吨）	3,755.06	4,821.41	4,018.89
成品油	采购量（万吨）	80.77	83.41	86.50
	销售量（万吨）	78.45	85.42	85.87
	外部采购成本（万元）	361,026.77	517,730.82	647,122.24
	外部采购销售收入（万元）	364,851.72	524,601.18	653,591.01
	平均采购单价（元/吨）	4,469.81	6,207.06	7,481.18
	平均销售单价（元/吨）	4,650.75	6,141.43	7,611.40

² 物流业务板块原经营主体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。

焦炭	采购量（万吨）	4.47	10.12	28.66	3.91
	销售量（万吨）	4.47	10.12	28.66	3.91
	外部采购采购成本（万元）	8,245.90	24,882.25	74,042.07	7,803.46
	外部采购销售收入（万元）	8,332.76	25,515.59	74,496.99	7,855.52
	平均采购单价（元/吨）	1,844.72	2,458.72	2,583.46	1,995.77
电解铜	平均销售单价（元/吨）	1,864.15	2,521.30	2,599.34	2,009.08
	采购量（万吨）	91.94	68.87	54.15	26.23
	销售量（万吨）	92.14	68.87	54.15	26.23
	外部采购采购成本（万元）	3,956,236.83	4,137,432.48	3,336,744.73	1,575,671.42
	外部采购销售收入（万元）	3,979,081.64	4,160,327.80	3,356,804.71	1,575,835.27
铝锭	平均采购单价（元/吨）	43,030.64	60,075.98	61,620.40	60,071.35
	平均销售单价（元/吨）	43,185.17	60,408.42	61,990.85	60,077.59
	采购量（万吨）	45.56	2.46	5.94	7.08
	销售量（万吨）	45.56	2.46	5.94	7.08
	外部采购采购成本（万元）	569,109.51	41,162.43	102,621.99	112,004.21
锌锭	外部采购销售收入（万元）	568,782.14	41,128.41	102,928.78	112,127.58
	平均采购单价（元/吨）	12,484.24	16,732.70	17,276.43	15,819.80
	平均销售单价（元/吨）	12,484.24	16,718.87	17,328.08	15,837.23
	采购量（万吨）	0.14	--	1.30	6.98
	销售量（万吨）	0.14	--	1.30	6.98
锌锭	外部采购采购成本（万元）	2,033.89	--	28,680.56	135,554.15
	外部采购销售收入（万元）	2,035.80	--	28,715.07	135,591.85
	平均采购单价（元/吨）	14,527.79	--	22,061.97	19,420.37
	平均销售单价（元/吨）	14,541.43	--	22,088.52	19,425.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司经营品种以钢材、电解铜、成品油、铝锭等为主，近年来收入规模逐年下降，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年以来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。受氯碱行业存在总体产能过剩、同质化竞争加剧以及房地产政策调整等因素影响，2022年以来PVC产品价格持续下跌，公司化工板块收入规模及毛利率水平均明显下降，且2023年半年度已出现亏损，在市场整体下行的背景下，后续化工板块经营情况需持续关注。

截至2023年6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 16：近年来公司烧碱、PVC 产品产销情况

指标	烧碱				PVC			
	2019	2020	2022	2023.1~6	2019	2020	2022	2023.1~6

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	11.24	32.59	31.65	31.94	14.67
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	10.92	33.13	31.62	31.14	15.01
产销率（%）	92.34	95.68	94.36	97.15	100.00	99.91	97.50	102.32

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，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，PVC 产品平均售价自 2022 年以来持续下降。

表 17：近年公司烧碱、PVC 平均售价（元/吨）

	2020	2021	2022	2023.1~6
烧碱平均售价	1,339.00	1,752.05	2,805.66	2,517.89
PVC 平均售价	5,709.00	7,954.61	6,661.09	5,370.11

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 年及 2023 年 1~6 月前五大销售客户较为集中；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 18：2022 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

表 19：2023 年 1~6 月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	2.73	25.09
浙江物产氯碱化工有限公司	1.13	10.35
无锡利源化工集团有限公司	1.05	9.62
孝义市兴安化工有限公司	0.61	5.65
浙江启跃商贸有限公司	0.61	5.61
合计	6.12	56.32

注：加总数与合计数存在差异主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司化工板块在建项目主要为 60 万吨/年高性能树脂及配套项目和 120 万吨/年电石资源循环综合利用续建项目，其中，60 万吨/年高性能树脂及配套项目总投资规模 76.60 亿元，截至 2023 年 6 月末已投资 58.44 亿元，主要通过烧碱及 PVC 销售获取收益，120 万吨/年电石资源循环综合利用续建项目总投资规模 33.87 亿元，同期末已投资规模 21.99 亿元，主要通过电石销售获取收益，目前以上项目均已进入试生产阶段。

公司房地产业务在建项目较多，资金需求较大，资本支出压力以及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，公司酒店业务持续处于亏损或微利状态，尽管 2023 年半年度经营情况有所好转，但后续经营情况仍需持续关注。

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，部分项目陆续交付并结转收入，公司房地产及酒店板块收入逐年增长，其中 2022 年为 59.84 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，近年来新开工面积保持增长，但签约面积逐年下降，后续房地产项目去化情况仍值得关注。

表 20：近年来公司房地产业务运营情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~6
新开工面积（万平方米）	110.59	121.44	130.42	66.84
竣工面积（万平方米）	18.60	40.47	20.22	5.70
在建面积（万平方米）	207.44	310.29	400.23	446.79
投资金额（亿元）	65.26	51.19	74.97	45.81
签约面积（万平方米）	71.47	55.48	47.56	13.75
签约金额（亿元）	61.10	53.15	61.00	20.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 6 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计划总投资 907.77 亿元，已投资 257.08 亿元。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 万平米，该项目分多期开发，后续项目仍存在一定资本支出需求。

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 21：截至 2023 年 6 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
青龙台	独立开发	在建	2019~2026	177.00	80.04
贞观悦府	独立开发	在建	2017~2023	8.58	6.76
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	10.24
延安项目	独立开发	在建	2021~2026	36.41	23.96
安康项目	独立开发	在建	2022~2025	23.53	9.48
成都项目	独立开发	在建	2022~2025	25.78	15.94

和樾项目	独立开发	在建	2023~2026	55.80	13.33
观棠樾项目	独立开发	在建	2023~2027	30.27	3.84
海南项目	合作开发	在建	2010~2028	69.00	14.98
太白云境	合作开发	在建	2020~2025	17.30	3.80
梦想小镇	合作开发	在建	2017~2028	450.55	73.17
合计	--	--	--	907.77	257.08

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。2020~2022 年及 2023 年 1~6 月，皇冠假日酒店客房平均入住率分别为 58.76%、51.67%、35.59%和 69.04%，2023 年以来入住率明显提升。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。2020~2022 年及 2023 年 1~6 月，人民大厦公司旗下酒店平均客房入住率分别为 38.03%、39.21%、27.92%和 54.60%，2023 年以来入住率亦有明显提升。2020~2022 年，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，2023 年以来随着相关降成本措施逐渐成效，酒店业务经营情况明显好转。

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，尽管 2023 年半年度经营情况有所好转，但后续经营情况仍需持续关注。

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。

中诚信国际认为，近年来公司资产规模保持较快增长，债务规模亦持续扩大，2021 年以来财务杠杆整体有所下降，财务杠杆比率仍超过 60%；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，以上因素为公司较低的财务风险提供了良好保障。

近年来随着生产投资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，财务杠杆比率超过 60%。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较高，公司盈利能力不断增强；2022 年以来投资收益大幅增长，其中 2022 年计提资产减值损失和信用减值损失规模亦同比增加；经营活动净现金流仍无法满足大规模的投资支出资金需求，需由筹资活动来补充资金缺口。

近年来，公司资产规模保持较快增长，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、存货和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；同时，对西部机

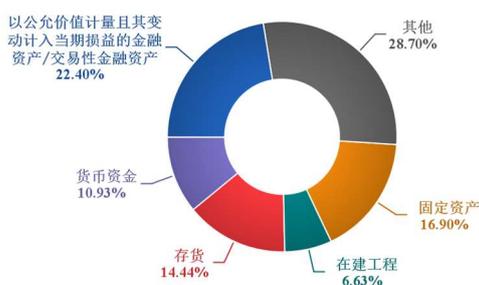
场集团有限公司等联营企业的投资使得公司长期股权投资规模亦整体扩大。此外，公司账面货币资金较为充裕，受限比例不大，可为公司流动性提供稳定支持。

在以上背景下，公司融资需求不断扩大，以银行贷款和债券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。此外，随着合并范围的扩大以及经营利润的积累，近年来公司经调整的所有者权益规模亦不断上升。财务杠杆方面，近年来公司资产负债率在 65%~70% 区间波动、总资本化比率在 60%~65% 区间波动。

在主营业务板块稳步发展的推动下，近年来公司营业收入稳定增长，加之物流板块收入占比下降，营业毛利率整体呈上升态势，加之投资收益的波动增长，公司利润总额亦逐年增长，总资产收益率持续提高。公司利润总额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长期股权投资收益以及子公司西部证券持有和处置金融工具产生的投资收益；2022 年以来公司投资收益规模明显增长，主要系对小保当矿业股权投资收益大幅提高。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，且计提规模整体有所扩大，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，2023 年 1~9 月随着西部证券业务债券投资经营明显好转，公允价值变动收益转为正值。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，预计未来公司整体盈利能力将继续提升。

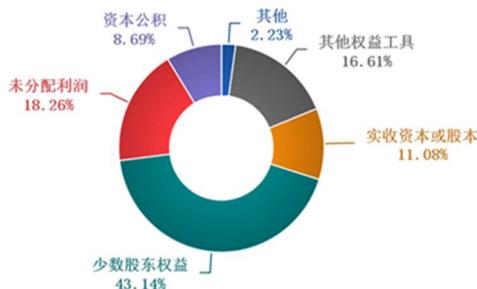
2021 年以前，因主营业务获现能力较强，公司经营活动现金流保持较大规模净流入状态；2021 年，因西部证券持有的交易性金融资产规模大幅增加使得经营活动现金流出大幅增长，故当期公司经营活动现金流呈大额净流出状态；2022 年以来，受其他与经营活动有关的现金收支大规模净流入影响，公司经营活动净现金流由负转正。与此同时，随着生产规模的扩大以及对外投资的增加，近年来公司投资活动现金流均呈大规模净流出状态，故公司需通过筹资活动来弥补资金缺口；近年来公司筹资活动净现金流持续保持净流入状态，其中 2022 年受债务到期规模较大影响，筹资活动现金净流入规模有所减少，但整体来看，公司良好的融资渠道仍可提供较好的流动性支撑。

图 3：截至 2023 年 9 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 9 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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、%）

	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
营业总收入	754.15	840.77	844.84	604.55
资产减值损失	-1.32	-2.02	-12.41	-0.01
信用减值损失	-2.82	-4.59	-16.33	0.28
公允价值变动收益	2.16	2.47	-8.39	2.81
投资收益	41.43	33.95	51.63	33.34
利润总额	54.94	62.38	73.66	71.53
净利润	44.81	48.83	60.93	58.71
总资产收益率	3.65	3.86	3.88	4.39*
资产总额	2,040.53	2,416.58	2,590.90	2,779.02
负债总额	1,357.90	1,677.95	1,778.31	1,876.49
资产负债率	66.55	69.44	68.64	67.52
经调整的所有者权益	572.77	618.77	647.81	752.66
总资本化比率	61.85	64.83	65.10	63.16
经营活动产生的现金流量净额	39.20	-107.00	41.67	34.83
投资活动产生的现金流量净额	-87.17	-126.53	-87.80	-80.39
筹资活动产生的现金流量净额	131.76	201.12	30.90	85.94

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来公司债务规模保持较快增长，且未来一年存在一定规模到期债务；但整体来看，良好的盈利能力、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为公司流动性提供了较好支持。

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，但短期债务占比存在一定波动，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，2022 年以来随着公司债务结构持续优化，短期债务占比相对有所下降，但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 2023 年 9 月末，公司未来 1 年、1~2 年的到期债务规模分别为 377.19 亿元和 354.21 亿元，均存在一定规模到期债务，需关注到期债务偿付情况。

近年来公司盈利能力持续提升，但因债务规模较大且整体保持增长，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，同时良好的盈利能力或可为债务本息偿付提供流动性支持。

表 23：近年来公司偿债指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
总债务	928.59	1,140.39	1,208.55	1,290.18
短期债务占比	30.19	40.06	30.73	29.24
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 利息保障倍数	2.69	2.44	2.81	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 24：截至 2023 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	377.19
1~2 年以内到期	354.21
2~3 年以内到期	224.88

3 年以上	333.90
合计	1,290.18

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 9 月末，公司共获得银行授信额度 2,457.21 亿元，未使用授信额度为 1,620.39 亿元，备用流动性充足。同期末，公司账面未受限货币资金为 283.78 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，同时公司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 2023 年 9 月末，公司合并口径受限资产账面价值为 452.38 亿元，规模较大，占总资产的比重为 16.28%，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

母公司主要承担统筹管理职能，债务规模小幅增长，且未来一年存在一定规模到期债务；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；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，其中，受母公司对下属子公司委托贷款规模减少影响，其他流动资产近年来呈持续下降态势。因母公司主要承担统筹管理职能，其总债务规模呈小幅增长态势。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 9 月末，母公司短期债务规模为 186.50 亿元，未来一年仍存在一定规模到期债务。财务杠杆方面，近年来母公司资产负债率整体有所下降，总资本化比率则随着债务规模的扩大有所增长。

母公司收入主要来源于委贷利息收入，近年来有所下降，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，2023 年以来盈利情况明显改善。

2021 年，随着母公司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，但受母公司委贷业务规模缩小影响，2022 年以来经营活动现金净流入规模较小；投资活动方面，2022 年以来随着母公司对外投资规模逐年减小，投资活动净现金流亦由负转正。近年来母公司筹资活动现金流入主要用于到期债务偿付，故受偿债规模变动影响，母公司筹资活动现金流量净额存在一定波动，且 2020~2022 年基本呈净流出状态。整体来看，随着母公司经营活动及投资活动获现能力改善，2022 年以来母公司整体现金流平衡能力逐渐好转。

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，但总体水平仍较弱；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 9 月末为 47.80 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）

	2020	2021	2022	2023.9/2023.1-9
营业总收入	19.68	17.61	15.68	9.96
营业毛利率	100.00	100.00	100.00	98.87
投资收益	6.96	28.44	26.45	18.27
利润总额	6.63	25.59	2.10	14.90
净利润	6.60	25.49	2.26	14.92
资产总额	773.76	818.30	798.16	824.15
资产负债率	58.67	57.63	53.56	56.06
经调整的所有者权益	210.01	226.93	205.90	212.29
总资本化比率	71.45	70.90	73.36	73.56
总债务	525.62	552.84	567.14	590.68
短期债务占比	27.63	35.13	24.89	31.57
经营活动产生的现金流量净额	-5.48	34.91	1.23	1.32
投资活动产生的现金流量净额	19.85	-44.34	15.32	11.05
筹资活动产生的现金流量净额	-15.85	-1.16	-12.84	3.51
经营活动净现金流/利息支出	-0.22	1.31	0.05	--
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务	-0.06	0.02	-0.04	--
EBITDA	25.28	45.22	20.42	--
EBITDA 利息保障倍数	1.01	1.69	0.84	--
总债务/EBITDA	20.79	12.23	27.77	--

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 9 月末，西部证券存在 1 起证券特别代表人诉讼，总金额 235,492.66 万元，若上述未决诉讼发生不利于西部证券的判决结论或执行困难，可能对西部证券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 2023 年 9 月末，公司对外担保余额为 4.41 亿元，占净资产的比重为 0.49%，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 2024 年 3 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 26：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

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，资本市场认可度较高，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。公司的资金流出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，资金需求量较大。整体来看，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对其流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析⁴

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年来安全生产和环境保护投入呈逐年增长趋势。

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。

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。

表 27：近年来子公司陕西能源安全、环保资金投入情况（亿元）

	2020	2021	2020	2023.1~6
安全生产投入	1.68	2.06	2.67	1.77
环境保护投入	2.15	3.03	--	1.53
合计	3.83	5.09	--	3.30

资料来源：陕西能源招股说明书及 2023 年半年度报告，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

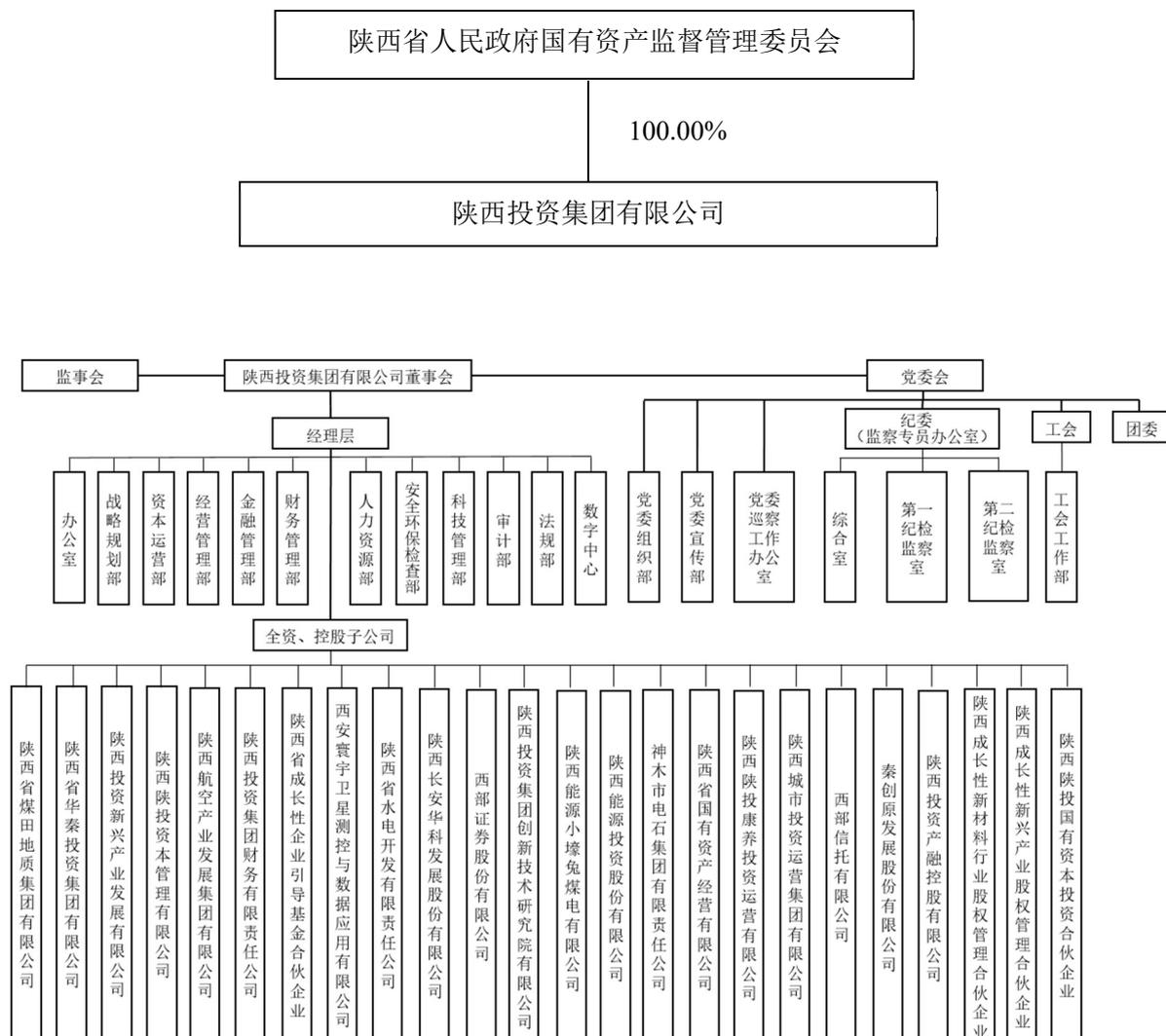
陕西省政府经济财政实力位于西部地区前列，具有很强的支持能力；同时公司作为陕西省首家国有资本投资运营公司，地位重要，陕西省政府对公司的支持意愿极强。

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。

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 2024 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）”的信用等级为 **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 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）	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
货币资金	3,095,503.20	2,784,389.22	2,591,754.30	3,038,431.07
应收账款	614,281.83	575,472.80	768,874.10	667,904.30
其他应收款	209,327.66	109,450.04	138,569.00	217,256.71
存货	2,681,548.27	2,849,229.16	3,296,858.97	4,012,195.66
长期投资	1,543,321.80	1,884,467.07	1,931,917.75	2,106,260.44
固定资产	4,239,058.64	4,612,771.17	4,797,149.91	4,696,031.40
在建工程	733,488.10	1,097,741.35	1,399,749.45	1,843,739.94
无形资产	748,020.31	727,709.08	779,187.43	775,018.51
资产总计	20,405,316.56	24,165,771.75	25,909,023.06	27,790,217.40
其他应付款	489,185.90	572,203.14	685,056.69	848,393.92
短期债务	2,803,619.04	4,568,194.09	3,714,101.60	3,771,887.11
长期债务	6,482,254.46	6,835,686.35	8,371,365.49	9,129,937.29
总债务	9,285,873.50	11,403,880.44	12,085,467.10	12,901,824.40
净债务	6,500,219.97	8,843,037.77	9,686,473.94	10,063,991.91
负债合计	13,579,002.86	16,779,528.67	17,783,069.15	18,764,866.41
所有者权益合计	6,826,313.70	7,386,243.08	8,125,953.91	9,025,350.99
利息支出	375,064.26	479,390.33	471,033.37	340,042.13
营业总收入	7,541,499.31	8,407,668.94	8,448,426.77	6,045,530.03
经营性业务利润	188,671.51	325,004.75	594,449.48	356,493.91
投资收益	414,267.71	339,511.97	516,294.19	333,388.45
净利润	448,063.39	488,314.85	609,280.30	587,119.25
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	348,324.42
投资活动产生的现金流量净额	-871,732.58	-1,265,339.55	-878,027.46	-803,856.88
筹资活动产生的现金流量净额	1,317,624.16	2,011,165.49	309,038.55	859,350.90
财务指标	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
营业毛利率（%）	8.16	11.35	15.09	14.62
期间费用率（%）	8.33	9.63	9.00	9.25
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	1.57
速动比率（X）	1.19	1.09	1.16	1.20
存货周转率（X）	2.46	2.56	2.23	1.80
应收账款周转率（X）	11.68	13.43	11.99	10.72
资产负债率（%）	66.55	69.44	68.64	67.52
总资本化比率（%）	61.85	64.83	65.10	63.16
短期债务/总债务（%）	30.19	40.06	30.73	29.24
经调整的经营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：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 年三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、中诚信国际在分析时将合并口径下其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中有息部分调整至债务核算。

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	2023.9/2023.1~9
货币资金	388,035.73	282,106.99	319,234.37	477,973.46
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	310,587.40
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	5,528,438.56
固定资产	734.21	1,574.38	1,157.81	805.53
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	140.75	437.20	867.22	629.09
资产总计	7,737,567.30	8,183,002.70	7,981,608.51	8,241,499.35
其他应付款	373,563.50	377,170.96	244,355.98	206,908.13
短期债务	1,452,201.62	1,942,227.53	1,411,703.41	1,865,017.82
长期债务	3,803,983.66	3,586,155.04	4,259,702.59	4,041,776.49
总债务	5,256,185.28	5,528,382.56	5,671,406.00	5,906,794.31
净债务	4,868,149.55	5,246,275.57	5,352,171.62	5,428,820.85
负债合计	4,539,792.22	4,716,140.87	4,274,740.01	4,619,817.31
所有者权益合计	3,197,775.07	3,466,861.83	3,706,868.49	3,621,682.04
利息支出	249,646.19	266,799.84	242,083.29	158,296.71
营业总收入	196,841.09	176,136.59	156,796.96	99,624.58
经营性业务利润	-1,023.32	-29,470.51	-36,346.02	-32,350.83
投资收益	69,581.42	284,428.48	264,450.50	182,659.11
净利润	66,023.20	254,892.76	22,616.98	149,233.74
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	13,162.56
投资活动产生的现金流量净额	198,484.30	-443,431.12	153,232.98	110,450.94
筹资活动产生的现金流量净额	-158,529.25	-11,638.69	-128,384.82	35,125.58

财务指标	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
营业毛利率（%）	100.00	100.00	100.00	98.87
期间费用率（%）	99.71	115.65	122.35	130.77
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	1.18
速动比率（X）	1.59	1.22	1.42	1.18
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	56.06
总资本化比率（%）	71.45	70.90	73.36	73.56
短期债务/总债务（%）	27.63	35.13	24.89	31.57
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：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 年三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、中诚信国际在分析时将母公司口径下其他流动负债和其他权益工具有息部分调整至债务核算。

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

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。



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