



陕西投资集团有限公司公司债 2024 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[2024]跟踪 0652 号

声 明

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

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 14 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	“22 陕投 01”、“23 陕投 01”、“23 陕投 02”、“24 陕投 KY02”	AAA
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。	
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；公司能源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，陕投集团将继续依托良好的外部发展环境及金融和实业并举的业务布局，资产体量继续扩大，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，项目投资存在较大资本支出需求，公司及子公司管理水平和风控能力均面临挑战等因素可能对公司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		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 外部发展环境优良。 陕西省能源资源丰富，2023 年整体经济实力继续提升，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。 ■ 能源板块竞争实力不断增强。 2023 年以来，公司煤炭生产业务盈利能力仍较强，电力业务可控装机容量不断扩大，能源板块整体继续维持较好的盈利水平；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。 公司与金融机构仍保持良好的合作关系，未使用银行授信额度较大，2023 年以来公司在债券市场仍保持较高的市场认可度，同时拥有两家上市子公司，直接和间接融资渠道仍较为通畅。 		
关注		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司债务规模继续上升。 跟踪期内，随着业务规模的扩大及项目建设的持续推进，公司总债务规模继续增长，同时母公司因承担了较多融资职能，债务负担仍较重。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径及母公司口径未来一年均有一定规模的到期债务，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。 ■ 项目投资存在较大资本支出需求。 跟踪期内，公司电力、煤炭生产及房地产业务等在建及拟建项目整体尚需投资规模仍较大，面临较大资本支出需求，中诚信国际将持续关注公司业务板块项目收益平衡情况。 ■ 公司及子公司管理水平和风控能力均面临挑战。 公司业务板块较多，下属子公司所涉及行业面较广，受行业政策及市场环境影响较大，公司及子公司管理水平和风控能力均面临挑战，需对此保持关注。 		

项目负责人： 陈小鹏 xpchen@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,416.58	2,592.41	2,808.78	2,874.54
所有者权益合计（亿元）	738.62	812.28	866.14	874.66
负债合计（亿元）	1,677.95	1,780.13	1,942.65	1,999.88
总债务（亿元）	1,140.39	1,208.55	1,329.52	1,383.08
营业总收入（亿元）	840.77	844.70	718.86	105.60
净利润（亿元）	48.83	60.69	63.16	16.85
EBIT（亿元）	85.93	96.69	100.25	--
EBITDA（亿元）	117.01	132.04	137.18	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-107.00	41.58	46.33	38.63
营业毛利率(%)	11.35	15.02	15.19	25.54
总资产收益率(%)	3.56	3.86	3.71	--
EBIT 利润率(%)	10.76	12.00	14.72	--
资产负债率(%)	69.44	68.67	69.16	69.57
总资本化比率(%)	64.83	65.11	64.94	65.57
总债务/EBITDA(X)	9.75	9.15	9.69	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.44	2.80	2.94	--
FFO/总债务(X)	0.03	0.05	0.03	--
陕投集团（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	818.30	798.16	820.91	833.87
所有者权益合计（亿元）	346.69	370.69	338.33	335.75
负债合计（亿元）	471.61	427.47	482.59	498.12
总债务（亿元）	552.84	567.14	593.47	609.70
营业总收入（亿元）	17.61	15.68	13.08	2.74
净利润（亿元）	25.49	2.26	5.80	-0.75
EBIT（亿元）	45.15	20.34	22.61	--
EBITDA（亿元）	45.22	20.42	22.61	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	34.91	1.23	1.90	1.52
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	98.44
总资产收益率(%)	5.52	2.52	2.79	--
EBIT 利润率(%)	256.36	129.75	172.87	--
资产负债率(%)	57.63	53.56	58.79	59.74
总资本化比率(%)	70.90	73.36	75.76	76.50
总债务/EBITDA(X)	12.23	27.77	26.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.69	0.84	1.00	--
FFO/总债务(X)	-0.01	-0.02	-0.04	--

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 2021~2023 年审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表整理；其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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；4、公司未提供 2024 年一季度现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

同行业比较（2023 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 利息保障倍数（X）
越秀集团	1,608.36	1.62	71.34	1.98
广西投资	1,269.75	1.25	64.63	2.93
陕投集团	717.66	3.71	64.94	2.94

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、财务杠杆水平及偿债能力整体具有相对优势。

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；因财务数据调整项原因，广西投资相关财务数据为 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

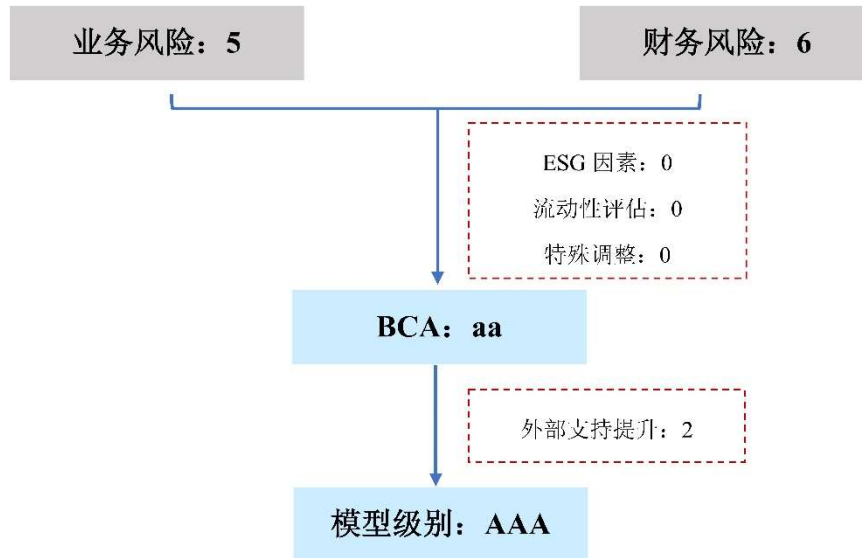
本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
24 陕投 KY02	AAA	AAA	2024/04/15 至本报告出具日	10.00/10.00	2024/04/26~2027/04/26（3+N）	调整票面利率、有条件赎回、续期选择权、利息递延权
23 陕投 02	AAA	AAA	2023/11/06 至本报告出具日	10.00/10.00	2023/11/15~2028/11/15	--
23 陕投 01	AAA	AAA	2023/06/15 至本报告出具日	15.00/15.00	2023/04/21~2026/04/21	--
22 陕投 01	AAA	AAA	2023/06/15 至本报告出具日	15.00/15.00	2022/03/01~2027/03/01	--

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
陕投集团	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/15 至本报告出具日

● 评级模型

陕西投资集团有限公司评级模型打分(C210200_2024_02_2024_01)



注：

调整项： 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持： 作为陕西省首家国有资本投资运营公司，公司承担了国有资本投资与运营的重任，始终坚持金融、实业两轮驱动发展战略，形成了多元化的业务布局，同时涉足的多个行业在陕西省内具有垄断优势，重要的地位使得公司与地方政府关系紧密，近年来在资产注入和财政补贴等方面获得了政府的有力支持，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论： 中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2024_02

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

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；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；同期，我国经济运行持续恢复向好，资本市场改革继续推进，证券行业盈利水平有所回升，资产规模保持增长，资本实力整体增强，外部环境的不稳定因素仍对证券市场形成扰动，但监管机构将继续推动证券行业回归服务实体经济本源；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陆续出台，行业整体下行态势尚未完全逆转；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>

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>

证券行业，2023 年，我国经济运行持续恢复向好，资本市场改革继续推进，证券行业盈利水平有所回升，资产规模保持增长，资本实力整体增强，同时债券融资规模增加。预计 2024 年，外部环境的不稳定因素仍对证券市场形成扰动，但我国经济发展韧性及活力将保持强劲；监管机构将继续推动证券行业回归服务实体经济本源，促进行业高质量发展；证券公司的各项业务将整体企

稳回升，财富管理转型、提升主动管理能力的进程将继续推进，头部证券公司将继续保持较强的市场竞争力，拉动行业收入水平进一步增长；资本对信用风险的抵御能力较高，行业整体信用水平将保持稳定。

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>

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 0.3%；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。

区域环境，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。2024 年 1~3 月，陕西省经济实力保持提升，当期实现 GDP7,898.55 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.2%，其中固定资产投资同比增长 3.1%。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公司，构建了实体与金融并重的业务格局，主营业务涵盖能源、金融、地勘、城市运营、物流等板块，具备协同优势，且核心业务整体竞争实力较强；但能源及房地产等板块在建及拟建项目规模较大，公司项目投资面临较大资本支出需求，需对公司相关项目后续建设进度及实际运营情况保持关注；再者，多元的业务板块亦使得公司整体经营易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。

随着公司在建项目陆续投产，2023 年以来电力业务可控装机容量持续提升，同时煤炭生产业务维持良好的盈利能力，加之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；但公司能源板块在建及拟建项目投资规模较大，需对此保持关注。

电力业务：公司系陕西省以能源类投资为主的国有资本投资运营公司，近年来积极推进能源板块深入发展，具体涉及电力、煤炭及化工等业务。其中，电力业务是公司煤电一体化产业重要支撑，亦为公司优势主导产业，具体业务由火电、水电、光伏发电及风电四个部分构成，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。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。目前公司电力业务收入仍主要来自陕西能源，2023 年陕西能源实现电力业务收入 147.70 亿元，较上年同比下降 2.25%，电力业务收入略有下降主要系同期上网电量减少所致，但受益于陕西能源煤电一体化深入发展，有效控制电煤成本，电力业务毛利率同比有所提高，2023 年为 34.87%。

截至 2024 年 3 月末，公司可控装机容量为 1,177.91 万千瓦，较 2022 年末小幅增长，仍以火电为主。其中，2023 年以来，随着清水川煤电一体化项目三期 5 号机组、陕投延安 2×25MW 热电联产项目 2 号机组等陆续投产，火电装机容量整体继续保持增长态势；同时，公司发电量主要受火电发电影响，2023 年以来整体规模略有下降。

截至 2024 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、商洛电厂、陕投延安 2×25MW 热电联产项目等构成。其中，清水川煤电一体化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，规划总装机容量 460.00 万千瓦，其中一期两台 30 万千瓦时超临界空冷机组已于 2008 年 4 月投产；二期两台百万千瓦超超临界燃煤空冷机组，3、4 号机组分别于 2019 年 5 月 25 日及 2019 年 3 月 14 日完成 168 小时试运，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建设已接近尾声，其中 5 号机组已投产，6 号机组预计 2024 年上半年投产，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，水电方面，截至 2024 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，2023 年发电量同比略有增长。光伏发电方面，同期末，陕西水电下设 24 个光伏公司，40 个光伏电站，总装机容量 104.23 万千瓦，2023 年以来

随着电站数量增加，装机容量保持增长。风电方面，同期末，陕西水电下设 8 个风电公司，8 座风电场，总装机容量为 37.79 万千瓦。总体来看，公司水电、光伏发电和风电装机容量及发电量规模尚小，但目前公司已储备较为充裕的新能源相关项目，该部分业务仍具有较好的发展空间。

表 1：近年来公司发电基本情况（万千瓦、亿千瓦时、元/千瓦时）

	2021	2022	2023	2024.1~3
期末可控装机容量	963.97	1,046.97	1,067.43	1,177.91
其中：火电装机	852.00	918.00	918.00	1,020.50
水电装机	15.39	15.39	15.39	15.39
光伏发电装机	75.58	75.58	96.25	104.23
风电发电装机	21.00	38.00	37.79	37.79
发电量	386.37	482.89	467.43	137.25
其中：火电发电量	365.05	460.52	443.00	132.72
水电发电量	6.63	4.55	5.55	0.25
光伏发电量	10.46	10.88	11.47	2.73
风电发电量	4.23	6.94	7.41	1.55
火电平均上网电价	0.28	0.29	0.35	0.35
水电平均上网电价	0.29	0.29	0.29	0.31
光伏发电平均上网电价	0.59	0.56	0.53	0.50
风电发电平均上网电价	0.51	0.46	0.45	0.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

为进一步完善电力业务布局，近年来公司积极谋划了多个重点项目，截至 2024 年 3 月末，公司电力板块在建项目储备充裕，但尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力，火力发电主要在建项目系清水川电厂三期、陕投延安 2×350MW 热电联产项目及商洛电厂二期 2×660MW 机组项目等。其中，清水川电厂三期项目总投资 76.69 亿元，已投资 64.94 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。同时 2022 年以来公司亦积极布局新能源相关项目，白水风光发电基地项目预计总投资 80.31 亿元，项目总装机容量 1.3GW，其中光伏装机 800MW，分两期开发建设，一期为雷牙 100MW 光伏发电项目与尧禾 200MW 光伏发电项目，二期为林皋 100MW 光伏发电项目、北塬 200MW 光伏发电项目与史官 200MW 光伏发电项目；风电装机 500MW，分别为榆林 100MW 风力发电项目、尧禾 200MW 风力发电项目与西固 200MW 风力发电项目；配套建设 8 座 110kV 升压站、1 座 330kV 汇集站、1 座集控中心及林皋湖清洁能源实训基地。佛坪抽水蓄能项目预计总投资 102.38 亿元，为陕西省抽水蓄能规划“十四五”重点实施项目，项目建成后主要承担陕西电网负荷中心的调峰、填谷、储能、调频、调相、紧急事故备用等功能，并兼顾陕西省新能源消纳，该电站为日调节型纯抽水蓄能电站，电站装机容量 1400MW(4x350MW)，电站满发利用小时数 6h，设计年平均发电量 14.36 亿 KW/h。

表 2：截至 2024 年 3 月末公司电力业务主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资
清水川电厂三期	2021~2023	76.69	64.94
陕投延安 2×350MW 热电联产项目	2024~2026	34.99	1.95
商洛电厂二期 2×660MW 机组项目	2023~2025	56.55	2.48
白水风光发电基地项目	2022.12~2027.12	80.31	8.48
佛坪抽水蓄能项目	2023~2030	102.38	3.15
喀什光伏治沙发电项目	2023.11~2024.12	20.86	0.003
府谷光伏项目	2023.07~2024.12	14.81	5.20

新疆新能源项目	2022.06~2024.12	27.00	6.06
合计	--	413.59	92.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司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 2023 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 3：截至 2023 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

煤炭生产：跟踪期内，煤炭生产仍主要由子公司陕西能源负责运营。截至 2024 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 9.35 亿吨，保有储量 2.59 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。随着清水川煤电一体化项目陆续投入运营，冯家塔煤矿的产量稳步提升。凉水井煤矿矿井保有资源量 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，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/年项目已进入联合试运转。

2023 年陕西能源实现煤炭生产业务收入 40.85 亿元，较上年有所下降，主要系自产煤外销量减少，同期煤炭生产业务毛利率为 63.62%；但随着园子沟煤矿产能逐步释放、冯家塔煤矿扩产达产和在建煤矿项目工程煤产出，公司当期原煤产量同比增长，使得已投产煤矿产能利用率较上年整体有所提升。此外，截至 2024 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 4：近年来公司下属三大煤矿产量情况（万吨、%）

		2021	2022	2023	2024.1~3
冯家塔煤矿	煤炭产量	768.39	684.86	858.27	234.64
	产能利用率	128.07	93.82	107.28	-
凉水井煤矿	煤炭产量	842.66	828.86	850.28	220.78
	产能利用率	105.33	103.61	106.29	-
园子沟煤矿	煤炭产量	312.40	476.30	620.39	139.38
	产能利用率	52.07	79.38	103.40	-
产量合计	--	1,923.45	1,990.02	2,328.94	594.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2024 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	2.59	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	68.16
赵石畔煤矿	在建	--	600	87.23	40.73
丈八矿井	拟建	--	150	31.46	--
合计	--	10.05	3,150	194.01	108.89

注：表中园子沟煤矿项目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

化工业务：化工业务仍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”）下属的陕西金泰氯碱化工有限公司（以下简称“金泰氯碱”）负责运营，其主要从事聚氯乙烯(PVC)、烧碱等产品的生产、加工和销售。金泰氯碱初始产能均为 10 万吨/年，2014 年 2 月 PVC 和烧碱二期建设全面完工；金泰氯碱烧碱设计产能为 20 万吨/年，PVC 设计产能为 25 万吨/年。截至 2023 年末，金泰氯碱资产总额为 16.61 亿元，所有者权益 8.10 亿元，2023 年度实现营业收入 22.86 亿元，净利润-0.83 亿元。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，2023 年以来 PVC 产品价格继续下跌，后续化工板块经营情况需持续关注。

公司化工业务在建项目主要为 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 2024 年 3 月末已投资 66.81 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 27.80 亿元，主要通过电石销售获取收益，目前以上项目均已部分进入试生产阶段。

受益于债券投资稳健投资策略及整体市场相对回暖，2023 年以来西部证券整体经营情况明显好转，证券自营业务和证券经纪业务仍为主要收入和利润来源；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，2023 年以来其业务结构虽然实现一定优化，但整体行业经营承压仍使其面临较大竞争压力；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。

跟踪期内，公司金融板块业务仍主要集中于西部证券股份有限公司（以下简称“西部证券”）（证券代码：002673.SZ）金融证券业务、西部信托有限公司（以下简称“西部信托”）负责的信托业务以及陕西陕投资本管理有限公司（以下简称“陕投资本”）负责的基金管理及投资业务。

西部证券：西部证券成立于 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 6 月 5 日，陕投集团直接持有西部证券 35.65% 股权，通过西部信托间接持有西部证券 1.14% 股权，为西部证券的控股股东。2023 年以来，受益于债券投资等业务经营情况明显好转，西部证券营收及盈利情况均有明显改善，2023 年及 2024 年 1~3 月，西部证券分别实现营业收入 68.94 亿元和 15.95 亿元，同期分别实现净利润 11.98 亿元和 2.04 亿元。截至 2024 年 3 月末，西部证券总资产 985.33 亿元，净资产 283.26 亿元，资产负债率为 71.25%（扣除代理买卖证券款及代理承销证券款后资产负债率为 66.46%）。

从收入构成上看，2023 年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；2023 年以来证券经纪业务收入规模及其占比继续有所下降；而同期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增长趋势，但其对西部证券的利润贡献相对有限。

表 6：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	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	10.35	15.34	8.35	15.73	7.71	11.18	1.92	12.05
证券自营业务	16.68	24.70	6.43	12.11	17.60	25.53	3.80	23.82
投资银行业务	4.61	6.82	3.27	6.17	3.47	5.04	0.36	2.26
客户资产管理业务	0.35	0.52	0.90	1.69	1.10	1.60	0.27	1.67
信用交易业务	5.12	7.58	4.93	9.28	5.06	7.34	1.22	7.64
其他业务	30.40	45.05	29.21	55.02	34.00	49.31	8.38	52.56
合计	67.51	100.00	53.08	100.00	68.94	100.00	15.95	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 2024 年 3 月末，西部证券拥有 111 家营业网点。2023 年以来随着市场行情相对好转，交易额同比有所增长；此外，受证券行业竞争激烈影响，公司平均佣金率持续下降，2023 年为 0.47%，同期经纪业务收入继续呈下降态势，但仍为营业收入的重要来源。

表 7：近年来西部证券经纪业务发展情况（亿元、%）

证券种类	2021		2022		2023		2024.1~3	
	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	14,203.65	2.75	10,999.43	2.45	10,926.46	2.57	2,741.43	2.63
B 股	4.66	3.40	1.83	1.34	1.48	1.73	0.48	1.41
基金	241.21	0.66	1,742.46	3.76	1,587.05	2.86	142.36	0.92
其他	6,328.10	0.83	10,060.21	1.14	12,181.59	1.21	2,804.98	1.09
合计	20,777.61	1.58	22,803.93	1.65	24,696.57	1.66	5,689.25	1.51

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。2023 年以来，西部证券自营业务投资产品以债券为主；2023 年以来，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 8：近年来西部证券自营业务投资收入结构（亿元、%）

证券种类	2021		2022		2023		2024.1~3	
	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	-0.34	-2.03	-2.48	-38.50	-1.18	-6.72	-0.11	-2.94
债券投资	13.34	80.02	8.27	128.71	22.16	125.87	8.51	224.01
其他	3.67	22.01	0.63	9.79	-3.18	-18.07	-4.52	-118.96
合计	16.68	100.00	6.43	100.00	17.60	100.00	3.80	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，2023 年，西部证券完成保荐项目 4 个、主承销债券 72 个、新三板推荐家数 5 个，当期项目数量及整体收入规模均较上期有所增长。2024 年 1~3 月，西部证券完成主承销债

券 15 个、2 个新三板推荐挂牌项目取得同意挂牌的函。截至 2024 年 3 月末，西部证券 IPO 在审项目共 5 个。

资产管理业务方面，尽管 2023 年以来收入规模仍维持增长态势，但整体业务规模仍较小。截至 2024 年 3 月末，西部证券资产管理总规模为 347.46 亿元，主要为主动管理业务。

信用交易业务方面，西部证券信用类业务主要为融资融券业务、约定式购回证券交易业务和股票质押式回购业务。2023 年末及 2024 年 3 月末，西部证券融资融券余额分别为 83.01 亿元和 79.80 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 30.75 亿元和 30.93 亿元。总体来看，信用交易业务仍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，2023 年及 2024 年 1~3 月西部期货本部分别实现营业收入 1.34 亿元和 0.24 亿元。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，2023 年及 2024 年 1~3 月分别实现营业收入 0.38 亿元和 0.09 亿元，截至 2024 年 3 月末，西部优势资本存续基金 18 支，存续投资项目 66 个；西部利得基金管理有限公司负责公募基金业务运营，2023 年及 2024 年 1~3 月分别实现营业收入 4.54 亿元和 0.98 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 2024 年 3 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 15.50 亿元，基本针对前期风险事项充分计提减值。

中诚信国际认为，2023 年以来受债券投资等业务经营情况明显好转，西部证券整体营收及盈利水平明显提升，同时各业务板块布局渐趋完善。

西部信托：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，公司对其直接持股比例为 57.78%。2023 年西部信托实现营业收入 9.42 亿元、净利润 4.40 亿元，均保持增长态势，股东增资支持对西部信托整体业务经营形成有效支撑，但在当前信托行业整体承压的背景下西部信托后续经营情况仍需持续关注。

截至 2024 年 3 月末，西部信託管理的自有资产规模为 57.72 亿元，信託资产规模为 4,847.89 亿元。2023 年以来，财产管理类信託规模明显提升且仍为公司占比最大的实收信託。截至 2024 年 3 月末，西部信託管理的信託资产主要分布于实业、基础产业及房地产行业，其规模分别为 3,204.87 亿元、535.22 亿元和 528.70 亿元，占比分别为 71.56%、11.95%和 11.80%，其中，西部

信托房地产行业信托资产较 2022 年末（152.54 亿元）增长明显，新增部分主要为服务信托。

表 9：近年来西部信托实收信托情况（亿元、%）

证券种类	2020		2021		2023		2024.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合类信托	645.88	24.16	585.89	21.92	809.05	18.04	837.50	17.27
单一类信托	953.49	35.67	922.16	34.51	588.22	13.12	585.11	12.07
财产管理类信托	1,073.69	40.17	1,164.48	43.57	3,086.42	68.84	3,425.28	70.66
合计	2,673.05	100.00	2,672.52	100.00	4,483.69	100.00	4,847.89	100.00

注：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

2023 年末，西部信托净资本风险控制指标为：净资本 40.59 亿元，各项业务风险资本之和 25.56 亿元，净资本/各项业务风险资本之和为 158.80%，净资本/净资产为 75.10%，净资本各项监管指标均达到监管要求，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。

陕投资本：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华秦投资分别持有其 51%和 49%股权。截至 2024 年 3 月末，陕投资本管理基金数量 23 只，实缴规模 92.64 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 2024 年 3 月末，成长引导基金已设立基金 15 支，实缴规模 73.41 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。目前该基金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 2024 年 3 月末，绿金投资已设立基金 6 支，实际管理规模近 4.60 亿元。2023 年绿金投资实现主营业务收入 502.72 万元，实现利润总额 163.24 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，2023 年誉华投资实现主营业务收入 651.45 万元，实现利润总额 368.80 万元。

整体来看，目前公司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 10：截至 2024 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	1.95	1.94	科技创新领域基金	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（有限合伙）	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
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	3.00	2.64	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、微龛（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	2.37	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	1.70	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	--	--	72.57	68.64	--	--

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
陕西绿金熠霖企业咨询合伙企业（有限合伙）	2923.05	5	0.12	0.20	单一重点项目投资	常州九天新能源科技股份有限公司
陕西成长熠煌创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2023.08	5	0.41	0.40	单一重点项目投资	哈尔滨玻璃钢研究院有限公司
陕西绿金惠科创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2021.05	5	0.21	0.20	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	1.00	0.73	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	--	--	4.47	2.58	--	--
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	1.45	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	1.45	--	--
合计	--	--	81.04	72.67	--	--

注：基金投放金额超过 LP 实缴部分主要系 GP 实缴金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2023 年地质勘探业务继续维持较好的盈利水平，同时得益于对小保当矿业股权投资继续形成较大规模投资收益，煤田地质公司仍维持较好的利润水平。

跟踪期内，地质勘探板块仍主要由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，受下属经营的市场勘探项目情况影响，2023 年以来该业务收入规模有所下降，2023 年及 2024 年 1~3 月，公司分别实现地质勘探业务收入 24.70 亿元和 2.31 亿元，仍维持较好的毛利率水平且持续提升。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”）股权继续形成较大规模投资收益，煤田地质公司仍维持较好的利润水平，2023 年煤田地质公司实现净利润 23.86 亿元；其中，小保当矿业为陕西煤业股份有限公司控股子公司，煤田地质对其持股 28.00%，2023 年小保当矿业实现营业收入 194.62 亿元，净利润 75.99 亿元，均较上年有所下滑，但整体仍维持较好收益水平。

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。2023 年煤田地质公司钻探深度 48.11 万米，形成地质报告 781 份，同期完成地勘项目数 1,608 个，当期地质报告及勘探项目数均较上年有所增加。

表 11：近年来煤田地质公司钻探及勘查项目情况

	2021	2022	2023	2024.1~3
钻探（万米）	44.23	154.41	48.11	5.92
地质报告（份）	244	775	781	61
其中：省级地勘项目	1	2	0	0
社会地质项目	243	773	781	61
地勘项目数（项）	1,272	1,509	1,608	277
勘察资金（亿元）	14.87	16.41	21.36	2.90
探明及初步控制矿床（处）	2	4	4	--
其中：大型矿床	1	1	1	--
中型矿床	1	2	1	--
小型矿床	--	1	2	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

目前公司地产业务在建项目资金需求较大，资本支出压力以及未来去化情况仍有待关注；2023 年以来公司酒店业务经营状况有所恢复但整体仍处于亏损状态，后续经营情况仍需关注。

跟踪期内，公司城市运营板块仍主要由子公司陕西城市投资运营集团有限公司（以下简称“陕西城投集团”）负责管理运营，城市运营板块聚焦“城市开发、城市配套、城市服务、产城融合、资产运营”，主要开展地产、商业、酒店、餐饮、物业、健康养老、博物馆等业务。

房地产业务：该业务主要运营主体为陕西金泰恒业房地产有限公司（以下简称“金泰恒业”），2023 年以来随着房地产项目开发的继续推进，部分项目陆续交付并结转收入，2023 年和 2024 年 1~3 月分别实现房地产销售收入 43.21 亿元和 3.70 亿元，受房地产市场调控等因素影响，公司 2023 年房地产销售收入较上年有所下滑。

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，同时亦在省外部分地区通过自主开发及合作开发等形式投资项目，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进程等影响较大，2023 年以来新开工面积及签约面积明显下滑，后续房地产项目去化情况仍值得关注。

表 12：近年来公司房地产业务运营情况

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
新开工面积（万平方米）	121.44	130.42	70.44	20.61
竣工面积（万平方米）	40.47	20.22	63.13	0.00
在建面积（万平方米）	310.29	400.23	450.45	407.93
投资金额（亿元）	51.19	74.97	105.08	6.06
签约面积（万平方米）	55.48	47.56	29.44	3.20
签约金额（亿元）	53.15	61.00	47.39	5.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2024 年 3 月末，金泰恒业已完成人民大厦、财富中心、滨江花城、贞观悦府、地质嘉苑等重点项目。同期末，金泰恒业主要在建房地产项目计划总投资 450.06 亿元，已投资 248.09 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整体占地约 6 平方公里，截至 2024 年 3 月，拆迁工作已经完成，安置房部分已经完成主体封顶、正在进行二次结构施工。金泰·唐 618 项目规划建设 18 栋住宅，分两期开发，该项目位于西安市雁塔区雁翔路以东，新安路以西，青龙寺路以南，规划路以北，项目总占地面积约 388 亩，总规划建筑面积约 106.57 万平方米；截至 2024 年 3 月，项目东地块一期外装及景观施工，年内竣工交房，东地块二期主体结构施工，项目西地块一期主体结构施工，二期报建中。整体来看，公司后续房地产项目仍存在一定资本支出需求。公司房地产项目投资规模较大，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 13：截至 2024 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
金泰怡景花园	独立开发	在建	2011~2025	23.43	23.07
金泰新理城	独立开发	在建	2011~2025	31.88	23.37
唐 618 及唐樾	独立开发	在建	2019~2026	177.00	85.98
和樾项目	独立开发	新开	2023~2026	52.93	28.14
观棠樾项目	独立开发	新开	2023~2027	27.63	9.12
梦想小镇	合作开发	在建	2017~2028	137.19	78.40
合计	--	--	--	450.06	248.09

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：跟踪期内，该业务仍由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。金信实业下设西安皇冠假日酒店，其综合配套设施齐全，在西安市五星级酒店市场处于领先地位。2023 年及 2024 年 1~3 月，皇冠假日酒店客房平均入住率分别为 70.57%和 64.54%，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建筑面积 13.03 万平方米，共有 6 幢接待楼。2023 年及 2024 年 1~3 月，人民大厦公司旗下酒店平均客房入住率分别为 58.83%和 53.62%，2023 年以来入住率亦有明显提升。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，但整体经营仍处于亏损状态。

2023 年以来，因公司围绕主业优化整体业务布局，物流板块业务规模继续呈收缩态势，该业务整体毛利率水平仍较低，故收入规模的压降对公司利润影响有限；公司交易产品的价格存在周期性波动，且第一大交易品种电解铜上下游集中度较高，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”）负责运营，公司主要交易品种包括钢材及钢材制品、成品油、焦炭、电解铜及铝锭等，其中，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。

2023 年以来随着公司优化整体业务布局，对物流板块围绕主业整体做优做实，收入规模明显下降，同时由于该业务板块整体毛利率水平较低，因此对公司整体利润影响相对有限。其中，电解

铜仍为公司物流板块收入第一大单品，2023 年收入规模继续下降，华山创业电解铜商品交易业务上游前五大供应商分别为陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司、铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司、上海国楷商贸有限公司、上海裕江源贸易有限公司及陕西煤业化工贸易物流有限公司，前五大集中度为 98%，其中陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司占比为 86%；同时下游前五大客户分别为白银有色国际贸易（上海）有限公司、上海红鹭国际贸易有限公司、厦门信达股份有限公司、上海信达诺有限公司及广州宝铨国际贸易有限公司，集中度为 78.09%，整体来看上下游集中度较高。

表 14：近年来公司主要交易产品购销情况

种类	2021	2022	2023	2024.1~3	
钢材及钢材制品	采购量（万吨）	15.13	27.78	17.67	4.74
	销售量（万吨）	15.13	27.78	17.67	4.74
	外部采购采购成本（亿元）	7.20	11.04	6.18	1.44
	外部采购销售收入（亿元）	7.29	11.16	6.29	1.47
	平均采购单价（元/吨）	4,756.62	3,975.57	3,497.45	3,037.97
	平均销售单价（元/吨）	4,821.41	4,018.89	3,559.71	3,101.27
成品油	采购量（万吨）	83.41	86.50	74.90	11.85
	销售量（万吨）	85.42	85.87	75.65	11.82
	外部采购采购成本（亿元）	51.77	64.71	54.76	8.61
	外部采购销售收入（亿元）	52.46	65.36	54.95	8.65
	平均采购单价（元/吨）	6,207.06	7,481.18	7,311.08	7,265.82
	平均销售单价（元/吨）	6,141.43	7,611.40	7,263.71	7,318.10
焦炭	采购量（万吨）	10.12	28.66	--	--
	销售量（万吨）	10.12	28.66	--	--
	外部采购采购成本（亿元）	2.49	7.40	--	--
	外部采购销售收入（亿元）	2.55	7.45	--	--
	平均采购单价（元/吨）	2,458.72	2,583.46	--	--
	平均销售单价（元/吨）	2,521.30	2,599.34	--	--
电解铜	采购量（万吨）	68.87	54.15	37.77	--
	销售量（万吨）	68.87	54.15	37.77	--
	外部采购采购成本（亿元）	413.74	333.67	218.84	--
	外部采购销售收入（亿元）	416.03	335.68	218.86	--
	平均采购单价（元/吨）	60,075.98	61,620.40	57,940.16	--
	平均销售单价（元/吨）	60,408.42	61,990.85	57,940.16	--
铝锭	采购量（万吨）	2.46	5.94	9.87	--
	销售量（万吨）	2.46	5.94	9.87	--
	外部采购采购成本（亿元）	4.12	10.26	15.61	--
	外部采购销售收入（亿元）	4.11	10.29	15.63	--
	平均采购单价（元/吨）	16,732.70	17,276.43	15,815.60	--
	平均销售单价（元/吨）	16,718.87	17,328.08	15,835.87	--
锌锭	采购量（万吨）	--	1.30	15.80	--
	销售量（万吨）	--	1.30	15.80	--
	外部采购采购成本（亿元）	--	2.87	29.95	--
	外部采购销售收入（亿元）	--	2.87	29.95	--
	平均采购单价（元/吨）	--	22,061.97	18,955.70	--
	平均销售单价（元/吨）	--	22,088.52	18,955.70	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司亦积极拓展或布局航空产业、卫星测控等产业项目，加快培育新质生产力，中诚信国际认为，公司将实业板块和金融板块并举发展，有利于公司经营格局多元化，充分发挥各板块间的协同优势。但同时，公司业务板块较多，下属子公司所涉及行业面较广，受行业政策及市场环境的影响较大，公司及子公司管理水平及风控能力均面临挑战，需对此保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来公司能源及金融等板块经营情况整体稳中向好，资产规模保持增长，债务规模亦有所扩大，财务杠杆比率超过 65%；公司利润水平仍较好，EBITDA 仍可实现对利息支出的有效保障；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。

盈利能力

2023 年以来，随着公司围绕主业持续优化业务结构，物流板块收入及占比均明显下降，使得营业收入规模有所减少，但因该业务盈利能力相对有限，加之公司能源和金融板块整体经营状况较好，同时当期减值损失计提规模明显减少，公司 2023 年利润总额小幅增长。公司利润总额仍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；2023 年以来受益于小保当矿业仍维持较好经营状态以及西部证券持有的交易性金融资产实现良好收益，公司当期仍取得可观的投资收益。同时，2023 年公司金融板块、物流板块及房地产板块等仍计提了一定规模的资产减值损失和信用减值损失，对公司盈利能力产生一定侵蚀，但计提规模较上年有明显收窄。此外，随着西部证券债券投资业务经营情况明显好转，当期公司公允价值变动收益由负转正。故在以上因素综合影响下，尽管当期公司营收规模有所下滑，但整体利润相对提升；且在公司业务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。

表 15：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

业务	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
能源板块	192.43	30.84	240.22	35.90	228.57	35.91	64.64	35.15
金融板块	66.54	48.29	65.68	38.79	69.41	33.52	16.39	28.67
地勘板块	25.05	17.04	26.08	16.78	24.70	18.11	2.31	21.24
城市运营板块	52.92	35.72	63.59	38.34	54.31	24.17	5.03	5.14
物流板块	492.22	0.69	442.56	0.70	334.09	0.19	13.98	0.92
其他实体板块	9.40	28.89	3.52	36.92	5.38	18.34	2.16	17.87
其他业务	2.19	67.64	3.19	44.75	2.40	41.26	1.09	73.17
合计/综合	840.77	14.54	844.84	17.31	718.86	17.47	105.60	27.92

注：营业收入数据为各期期末数；整体毛利率与财务报表口径毛利率存在差异主要系将西部证券利息成本、手续费及佣金支出等考虑在内。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 16：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.1~3
期间费用率	9.63	9.01	11.04	15.89
经营性业务利润	32.50	58.79	38.33	11.81
资产减值损失	-2.02	-12.42	-5.79	0.01
信用减值损失	-4.59	-16.40	-7.33	0.21
公允价值变动收益	2.47	-8.38	2.26	0.73

投资收益	33.95	52.00	50.96	8.19
利润总额	62.38	73.32	78.17	20.85
总资产收益率	3.56	3.86	3.71	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资本结构

跟踪期内，公司资产规模保持增长，主要系随着电力、煤炭生产及房地产开发等业务重要在建项目建设的继续推进，公司存货、固定资产和在建工程整体保持较快增长；同时，2023 年西部证券融资融券等业务规模有所扩大，使得其他流动资产等有所增长；此外，对新疆潞安协鑫准东能源有限公司等企业的投资以及对小保当矿业股权投资整体账面价值提升使得公司长期股权投资规模有所扩大。截至 2024 年 3 月末，公司账面货币资金仍较为充裕，受限比例不大，可为公司流动性提供稳定支持。

在公司重要经营性项目建设持续推进的背景下，融资需求亦有所扩大，以银行贷款和债券为主要构成的有息债务继续呈增长态势，截至 2024 年 3 月末，公司有息债务占总负债的比重为 69.16%。跟踪期内，公司总债务规模保持增长，且主要由银行贷款及债券构成，其中包含了一定规模的永续债，均计入“其他权益工具”科目。从期限构成来看，公司债务仍以长期债务为主，但短期债务占比仍高于 30%，整体来看公司债务期限结构尚有一定优化空间。从到期分布来看，截至 2024 年 3 月末，公司未来 1 年的到期债务规模为 430.76 亿元，仍存在一定规模到期债务，需关注到期债务偿付情况。

同时，随着合并范围的扩大以及经营利润的积累，跟踪期内公司经调整的所有者权益¹规模保持增长。但受公司有息债务相对较快的增长态势影响，2023 年以来公司财务杠杆整体仍略有增长，截至 2024 年 3 月末资产负债率和总资本化比率均超过 65%。

表 17：近年来公司资产质量及资本结构相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	278.44	259.62	281.97	308.63
交易性金融资产	571.24	623.03	633.63	616.86
存货	284.92	329.69	412.87	418.98
其他流动资产	123.66	115.96	131.52	127.37
长期股权投资	108.81	99.10	118.96	123.45
固定资产	461.28	479.68	491.59	544.26
在建工程	109.77	139.40	225.92	185.14
资产总额	2,416.58	2,592.41	2,808.78	2,874.54
流动资产占比	60.31	60.63	60.31	60.38
负债总额	1,677.95	1,780.13	1,942.65	1,999.88
经调整的所有者权益	618.77	647.50	717.66	726.19
总债务	1,140.39	1,208.55	1,329.52	1,383.08
短期债务/总债务	40.06	30.73	31.74	31.14
资产负债率	69.44	68.67	69.16	69.57
总资本化比率	64.83	65.11	64.94	65.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，截至 2024 年 3 月末调整项为 148.47 亿元。

表 18：截至 2024 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	430.76
1~2 年以内到期	354.21
2~3 年以内到期	264.21
3 年以上	333.90
合计	1,383.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

跟踪期内，受其他与经营活动有关的现金收支净额由负转正影响，加之主营业务维持较好的收现水平，公司经营活动现金流继续维持较大规模净流入状态。与此同时，随着公司重要项目建设的继续推进以及对外投资的增加，跟踪期内投资活动继续呈大额净流出状态且资金缺口有所扩大，故公司需通过筹资活动来弥补资金缺口。

跟踪期内，公司盈利能力仍较好，但因债务规模较大且整体继续增长，经调整的经营净现金流和 EBITDA 始终无法完全覆盖债务本金，但 EBITDA 对利息支出的保障能力仍较好，良好的盈利能力或可为债务本息偿付提供流动性支持。

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 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 2,536.38 亿元，未使用授信额度为 1,726.15 亿元，备用流动性充足。同期末，公司账面未受限货币资金为 286.53 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 年末，公司合并口径受限资产账面价值为 510.14 亿元，规模较大，占当期末总资产的比重为 18.16%，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。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-107.00	41.58	46.33	38.63
投资活动产生的现金流量净额	-126.53	-88.01	-101.90	-17.76
筹资活动产生的现金流量净额	201.12	30.91	69.01	10.31
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-2.23	0.88	0.99	--
经调整的经营净现金流/总债务	-0.13	0.00	0.00	--
总债务/EBITDA	9.75	9.15	9.69	--
EBITDA 利息保障倍数	2.44	2.80	2.94	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司财务情况

从母公司口径来看，长期股权投资和其他流动资产仍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，2023 年以来随着母公司对子公司及联营公司追加投资，母公司资产总额保持增长，但受母公司对下属子公司委托贷款规模减少影响，其他流动资产继续呈下降态势。因母公司主要承担统筹管理职能，跟踪期内，随着经营规模的扩大，其总债务规模小幅增长。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，母公司仍以长期债务为主，但短期债务占比有所上升；从到期分布来看，截至 2024 年 3 月末，母公司短期债务规模为 186.28 亿元，未来一年仍存在一定规模的到期债务。此外，受母公司上缴国有资本收益及其他综合收益调整影响，2023 年以来，经调整的所有者权益规模有所减少；受此影响，跟踪期内母公司财务杠杆有所推升。

母公司收入主要来源于委贷利息收入，2023 年以来继续呈下降态势；其利润则主要来源于投资收益，2023 年母公司投资收益较上年有所下滑，但当期母公司资产减值损失和信用减值损失规模明显下降，故母公司利润总额有所增长，盈利情况相对改善。

2023 年母公司经营活动现金收支仍呈小额净流入状态，投资活动仍可形成一定规模现金净流入，且经营活动及投资活动现金流可实现对筹资活动资金缺口的覆盖，母公司整体现金流仍呈现紧平衡状态。偿债能力方面，受益于利润总额同比略有增长，2023 年母公司 EBITDA 对利息支出的保障能力有所提升，但经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力仍处于弱水平；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 2024 年 3 月末为 43.89 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）及交易所 150 亿元储架公司债券，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 20：近年来母公司主要财务指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业总收入	17.61	15.68	13.08	2.74
营业毛利率	100.00	100.00	100.00	98.44
投资收益	28.44	26.45	18.38	0.84
利润总额	25.59	2.10	5.77	-0.75
净利润	25.49	2.26	5.80	-0.75
资产总额	818.30	798.16	820.91	833.87
经调整的所有者权益	226.93	205.90	189.85	187.27
资产负债率	57.63	53.56	58.79	59.74
总资本化比率	70.90	73.36	75.76	76.50
总债务	552.84	567.14	593.47	609.70
短期债务占比	35.13	24.89	32.06	30.55
经营活动产生的现金流量净额	34.91	1.23	1.90	1.52
投资活动产生的现金流量净额	-44.34	15.32	9.38	-2.73
筹资活动产生的现金流量净额	-1.16	-12.84	-8.47	10.37
经调整的经营产生的现金流量净额	11.73	-22.18	-21.46	-2.43
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务	0.02	-0.04	-0.04	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.31	0.05	0.08	--
EBITDA	45.22	20.42	22.61	--
EBITDA 利息保障倍数	1.69	0.84	1.00	--
总债务/EBITDA	12.23	27.77	26.25	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

未决诉讼方面，截至 2023 年末，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，案件中西部证券仅作为资产计划管理人代投资人发起诉讼程序，不存在任何资金赔付责任，案件仲裁结果不会对西部证券及发行人日常经营及偿债能力产生重大影响。

对外担保方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 4.33 亿元，占当期末净资产的比重为 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：根据公司提供的本部《企业信用报告》及相关资料，截至 2024 年 4 月，公司本部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²

假设

——陕投集团 2024 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 2024 年盈利能力整体保持提升。

——预计陕投集团 2024 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 2024 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 21：公司重点财务指标预测情况

	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率（%）	65.11	64.94	57.81~70.65
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.80	2.94	3.03~3.71

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、房地产等业务相关项目建设，对外的股权类投资以及债务还本付息，资金需求量较大。

² 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。

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³

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，煤炭生产业务存在行政监管处罚等问题，为应对相关问题，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持续保持较大力度安全生产和环境保护投入。

表 22：近年来子公司陕西能源安全、环保资金投入情况（亿元）

	2021	2022	2023
安全生产投入	2.06	2.67	5.32
环境保护投入	3.03	--	1.89
合计	5.09	--	7.21

资料来源：陕西能源招股说明书及 2023 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，由陕西省人民政府国有资产监督管理委员会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、安全环保监察部等多个部门，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 2023 年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 2023 年以来公司继续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

³ 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。

司的支持意愿极强。

跟踪债券信用分析

“22 陕投 01”募集资金 15.00 亿元，扣除发行费用后全部用于偿还公司债务，截至 2024 年 5 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

“23 陕投 01”募集资金 15.00 亿元，扣除发行费用后用于置换已用于偿还到期公司债券“18 陕投 01”、“18 陕投 03”本金的自有资金，截至 2024 年 5 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

“23 陕投 02”募集资金 10.00 亿元，扣除发行费用后用于偿还到期债务及置换“20 陕投 Y1”到期兑付的自有资金，截至 2024 年 5 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

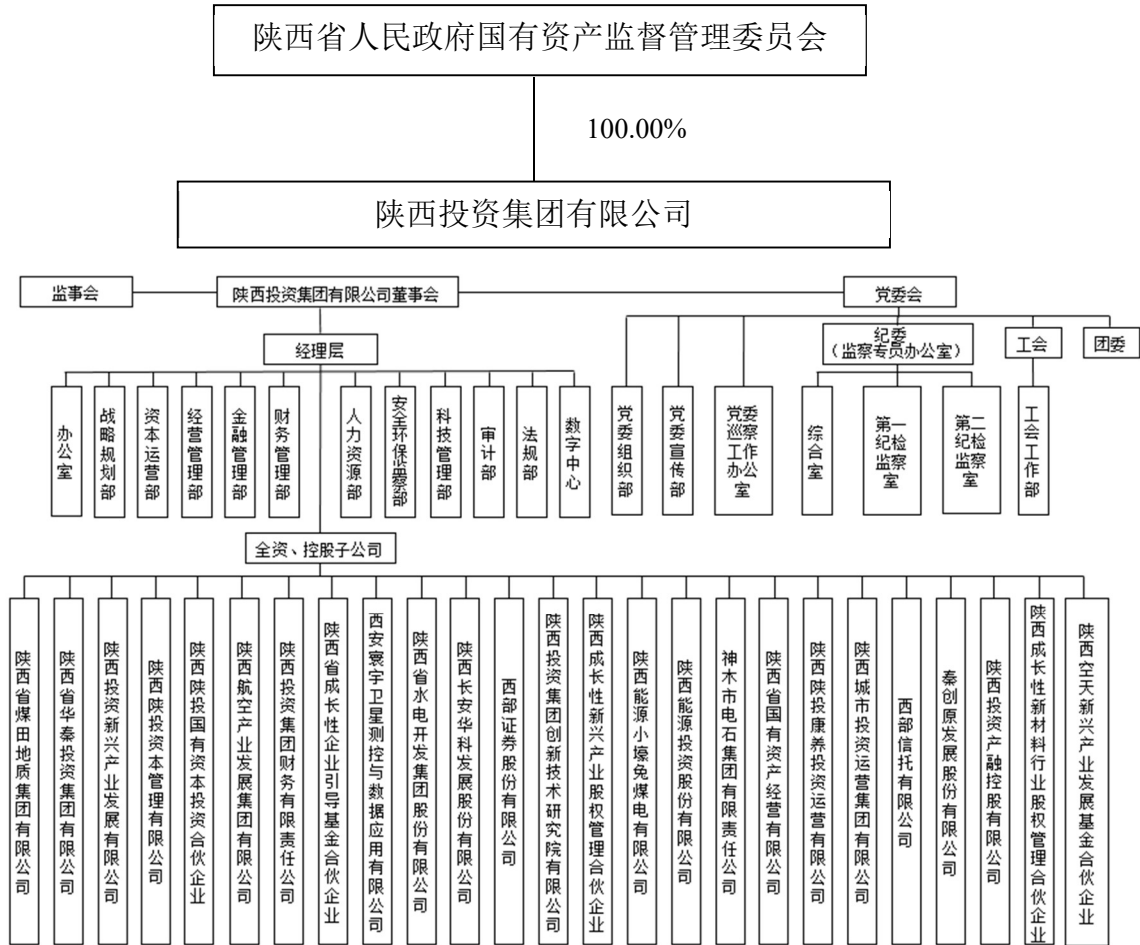
“24 陕投 KY02”募集资金 10.00 亿元，扣除发行费用后用于偿还“17 陕能债”到期兑付本金或置换“17 陕能债”到期偿付的自有资金，截至 2024 年 5 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

本次跟踪相关债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。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，多元化的业务布局增强公司业务持续性和稳定性。同时，公司备用流动性充裕、资本市场认可度较高，债券接续压力小，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

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的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 陕投 01”、“23 陕投 01”、“23 陕投 02”、“24 陕投 KY02”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 2024 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	2,784,389.22	2,596,249.12	2,819,745.43	3,086,272.86
应收账款	575,472.80	766,270.95	885,232.76	863,140.66
其他应收款	109,450.04	173,853.42	281,157.81	232,779.79
存货	2,849,229.16	3,296,858.97	4,128,717.93	4,189,799.79
长期投资	1,884,467.07	1,933,000.34	2,020,102.72	2,091,726.70
固定资产	4,612,771.17	4,796,772.75	4,915,859.73	5,442,648.87
在建工程	1,097,741.35	1,393,952.43	2,259,155.53	1,851,401.00
无形资产	727,709.08	779,187.43	836,863.45	830,880.01
资产总计	24,165,771.75	25,924,109.89	28,087,836.03	28,745,427.40
其他应付款	572,203.14	697,722.45	851,615.72	994,679.55
短期债务	4,568,194.09	3,714,101.60	4,220,530.65	4,307,565.90
长期债务	6,835,686.35	8,371,365.49	9,074,641.55	9,523,218.98
总债务	11,403,880.44	12,085,467.10	13,295,172.20	13,830,784.88
净债务	8,843,037.77	9,681,979.12	10,699,757.17	10,965,488.45
负债合计	16,779,528.67	17,801,267.89	19,426,479.22	19,998,804.84
所有者权益合计	7,386,243.08	8,122,842.00	8,661,356.81	8,746,622.57
利息支出	479,390.33	471,033.37	466,324.60	--
营业总收入	8,407,668.94	8,446,979.54	7,188,573.57	1,055,988.16
经营性业务利润	325,004.75	587,909.35	383,291.07	118,102.75
投资收益	339,511.97	520,044.12	509,622.63	81,883.72
净利润	488,314.85	606,930.60	631,635.44	168,545.27
EBIT	859,305.57	966,934.99	1,002,529.28	--
EBITDA	1,170,095.38	1,320,408.54	1,371,821.45	--
经营活动产生的现金流量净额	-1,070,045.91	415,802.75	463,259.57	386,282.22
投资活动产生的现金流量净额	-1,265,339.55	-880,133.86	-1,018,990.23	-177,622.90
筹资活动产生的现金流量净额	2,011,165.49	309,065.52	690,099.40	103,091.87
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	11.35	15.02	15.19	25.54
期间费用率（%）	9.63	9.01	11.04	15.89
EBIT 利润率（%）	10.76	12.00	14.72	25.91
总资产收益率（%）	3.56	3.86	3.71	3.55
流动比率（X）	1.36	1.47	1.48	1.50
速动比率（X）	1.09	1.16	1.12	1.14
存货周转率（X）	2.49	2.23	1.56	0.70
应收账款周转率（X）	13.88	12.01	8.25	4.45
资产负债率（%）	69.44	68.67	69.16	69.57
总资本化比率（%）	64.83	65.11	64.94	65.57
短期债务/总债务（%）	40.06	30.73	31.74	31.14
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.13	0.00	0.00	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.32	0.00	-0.01	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-2.23	0.88	0.99	--
总债务/EBITDA（X）	9.75	9.15	9.69	--
EBITDA/短期债务（X）	0.26	0.36	0.33	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.44	2.80	2.94	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.79	2.05	2.15	--
FFO/总债务（X）	0.03	0.05	0.03	--

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 2021~2023 年审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表整理；其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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；4、公司未提供合并口径 2024 年一季度现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	282,106.99	319,234.37	347,346.16	438,879.56
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	203,419.14	270,471.63	314,186.25	316,262.69
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	5,132,149.07	5,362,984.00	5,735,992.66	5,756,651.66
固定资产	1,574.38	1,157.81	71,898.62	1,458.23
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	437.20	867.22	1,251.71	1,135.77
资产总计	8,183,002.70	7,981,608.51	8,209,131.78	8,338,707.34
其他应付款	377,170.96	244,355.98	205,228.13	197,716.91
短期债务	1,942,227.53	1,411,703.41	1,902,541.32	1,862,767.10
长期债务	3,586,155.04	4,259,702.59	4,032,148.01	4,234,246.95
总债务	5,528,382.56	5,671,406.00	5,934,689.33	6,097,014.05
净债务	5,246,275.57	5,352,171.62	5,587,343.16	5,658,134.49
负债合计	4,716,140.87	4,274,740.01	4,825,871.10	4,981,230.56
所有者权益合计	3,466,861.83	3,706,868.49	3,383,260.68	3,357,476.78
利息支出	266,799.84	242,083.29	225,370.58	--
营业总收入	176,136.59	156,796.96	130,779.42	27,441.82
经营性业务利润	-29,470.51	-36,346.02	-50,679.07	-15,873.53
投资收益	284,428.48	264,450.50	183,825.38	8,416.52
净利润	254,892.76	22,616.98	58,016.83	-7,457.01
EBIT	451,538.17	203,444.87	226,074.87	--
EBITDA	452,209.66	204,192.50	226,074.87	--
经营活动产生的现金流量净额	349,141.07	12,279.22	18,987.23	15,191.82
投资活动产生的现金流量净额	-443,431.12	153,232.98	93,777.70	-27,309.61
筹资活动产生的现金流量净额	-11,638.69	-128,384.82	-84,653.14	103,651.19
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	100.00	100.00	100.00	98.44
期间费用率（%）	115.65	122.35	138.07	155.31
EBIT 利润率（%）	256.36	129.75	172.87	--
总资产收益率（%）	5.52	2.52	2.79	--
流动比率（X）	1.22	1.42	0.97	1.04
速动比率（X）	1.22	1.42	0.97	1.04
存货周转率（X）	--	--	--	--
应收账款周转率（X）	--	--	--	--
资产负债率（%）	57.63	53.56	58.79	59.74
总资本化比率（%）	70.90	73.36	75.76	76.50
短期债务/总债务（%）	35.13	24.89	32.06	30.55
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.02	-0.04	-0.04	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.06	-0.16	-0.11	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.31	0.05	0.08	--
总债务/EBITDA（X）	12.23	27.77	26.25	--
EBITDA/短期债务（X）	0.23	0.14	0.12	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.69	0.84	1.00	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.69	0.84	1.00	--
FFO/总债务（X）	-0.01	-0.02	-0.04	--

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 2021~2023 年审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表整理；其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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；4、公司未提供母公司口径 2024 年一季度现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

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
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
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