

信用等级通知书

信评委函字 [2019]0063D 号

陕西投资集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司
及贵公司拟发行的“陕西投资集团有限公司2019年度第一期
中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评
级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为
稳定，本期中期票据的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年一月十一日

陕西投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

发行主体	陕西投资集团有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债项信用等级	AAA
注册额度	20 亿元
本期规模	10 亿元
发行期限	5 年
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本
发行目的	偿还到期融资本息

概况数据

陕投集团（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	1,044.07	1,076.55	1,330.70	1,434.08
所有者权益合计（亿元）	318.09	343.25	425.25	440.35
总负债（亿元）	725.98	733.30	905.46	993.73
总债务（亿元）	288.24	352.87	481.66	554.54
营业总收入（亿元）	164.37	201.70	220.28	66.35
净利润（亿元）	36.82	15.67	20.19	4.40
EBIT（亿元）	57.46	28.44	36.99	11.65
EBITDA（亿元）	65.63	36.89	46.77	-
经营活动净现金流（亿元）	-10.19	-56.17	-18.47	-8.61
营业毛利率（%）	42.14	25.50	30.79	21.43
总资产收益率（%）	6.47	2.68	3.06	-
资产负债率（%）	69.53	68.12	68.04	69.29
总资本化比率（%）	47.54	50.69	53.11	55.74
总债务/EBITDA（X）	4.39	9.57	10.30	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.37	3.42	2.82	-
陕投集团（母公司口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	256.78	269.70	487.01	549.48
所有者权益合计（亿元）	146.61	144.66	159.42	172.82
总负债（亿元）	110.17	125.04	327.59	376.66
总债务（亿元）	54.25	76.57	254.36	303.11
营业总收入（亿元）	44.20	67.41	27.75	1.85
净利润（亿元）	-0.98	-1.73	-3.54	-1.53
EBIT（亿元）	1.60	1.04	4.72	1.98
EBITDA（亿元）	1.64	1.09	4.79	-
经营活动净现金流（亿元）	-4.10	-9.10	-27.59	-0.20
营业毛利率（%）	5.67	4.23	21.21	100.00
总资产收益率（%）	0.66	0.40	1.25	-
资产负债率（%）	42.90	46.36	67.27	68.55
总资本化比率（%）	27.01	34.61	61.47	63.69
总债务/EBITDA（X）	33.09	70.13	53.12	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.63	0.39	0.58	-

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际合并口径总债务包括其他流动负债、长期应付款中的带息债务，母公司口径总债务包括其他流动负债中的带息债务；3、公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标无法计算。

分析师

项目负责人：余 蕾 qyu@ccxi.com.cn

项目组成员：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

基本观点

中诚信国际评定陕西投资集团有限公司（以下简称“陕投集团”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“陕西投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据”的债项信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了陕西省经济保持较快发展，公司在新一轮国企改革中地位突出，并且经营格局多元化、具备一定的协同优势等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到受宏观环境的不确定性 & 证券市场行情影响，公司金融板块盈利稳定性面临一定压力，在建项目面临较大的投资压力，公司债务规模持续增长，以及 2017 年母公司债务快速上升等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

优势

- **陕西省经济保持较快发展。**陕西省是我国西部的重要省份，能源资源储量丰富。2017 年，陕西省生产总值为 21,898.81 亿元，增速为 8.0%，保持较快发展。陕西省较强的经济实力为公司的持续发展提供良好的外部环境。
- **公司在新一轮国企改革中地位突出。**公司是陕西省首家国有资本投资运营公司，2018 年按照国有资本投资运营公司的功能定位和发展要求，更名为陕西投资集团有限公司，专业从事陕西省国有资本的投资和运营，在新一轮国企改革中地位突出。
- **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，形成了以矿业开发为龙头，资源勘探和储备为基础，电力生产为重点，金融、航空、房地产为支撑，化工、酒店及文化产业为必要补充的多元化经营格局，具备一定的协同优势。

关注

- **受宏观环境的不确定性 & 证券市场行情影响，金融板块盈利情况面临一定不确定性。**近年来，受宏观环境的不确定性 & 证券市场行情影响，公司金融板块收入有所下滑。同时，受乐视网股票质押违约事件影响，西部证券股份有限公司（以下简称“西部证券”）计提大额资产减值准备，并被暂停 2018 年下半年股票质押业务，金融板块盈利情况面临一定不确定性。
- **在建项目面临较大的投资压力。**公司电力板块、煤炭生产板块及房地产板块在建及拟建项目尚需投资规模较大，同时航空产业板块预计未来资金需求较大，公司在建项目面临较大的投资压力。

黄 菲 fhuang@ccxi.com.cn

齐 鹏 pqi@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019年1月11日

- 公司债务规模持续增长，2017年母公司债务上升较快。2015~2017年及2018年3月末，公司总债务分别为288.24亿元、352.87亿元、481.66亿元和554.54亿元，持续增长。母公司债务结构中短期债务占比较高，且近年来母公司承担陕投集团较多的融资职能，导致其债务规模尤其是短期债务大幅增加，短期债务由2015年末的26.85亿元增至2018年3月末的146.04亿元，母公司财务稳健性有待提升，中诚信国际将对此保持关注。

声 明

一、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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用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，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

陕西投资集团有限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11月4日，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”）作出《关于设立陕西能源集团有限公司的批复》（陕国资改革发[2011]444号），同意设立原陕能集团，注册资本30亿元人民币，由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，并于2011年11月15日注册成立并收到全部出资。2013年2月4日，陕西省国资委作出《关于陕西省煤田地质局资产划入陕西能源集团有限公司的批复》（陕国资产权发[2013]27号），同意以2012年6月30日为基准日，将陕西省煤田地质局事业性国有资产划转至原陕能集团，其中98,000.00万元作为其注册资本，其余200.70万元计入资本公积。

2014年9月18日，陕西省国资委作出《关于将陕西省投资集团（有限）公司资产划转陕西能源集团有限公司的批复》（陕国资改革发[2014]186号），同意以2013年12月31日为基准日，将陕西省投资集团（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602,000.00万元作为原陕投集团资本金，其余434,790.96万元计入原陕投集团资本公积。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，根据陕西省国资委《关于同意陕西能源集团有限公司更名为陕西投资集团有限公司有关事项的批复》（陕国资收益发[2017]370号），为充分发挥国有资本投资运营公司的功能和作用，公司更名为现名，继续保留“陕西能源”名称。

截至2018年3月末，公司注册资本及实收资

本均为100亿人民币，陕西省国资委100%持股，为公司的实际控制人。

公司系陕西省首家国有资本投资运营公司。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，受陕西省政府委托，对全省重大产业项目进行投资开发和管理。公司业务板块涵盖金融和实业领域的多个行业，主要业务板块包括证券、信托、贸易、化工、煤炭生产、电力、地质勘探、房地产及酒店等。

截至2017年末，公司总资产1,330.70亿元，所有者权益合计为425.25亿元，资产负债率为68.04%；2017年，公司实现营业总收入220.28亿元，净利润20.19亿元，经营活动净现金流为-18.47亿元。

截至2018年3月末，公司总资产1,434.08亿元，所有者权益合计为440.35亿元，资产负债率为69.29%；2018年1~3月，公司实现营业总收入66.35亿元，净利润4.40亿元，经营活动净现金流为-8.61亿元。

本期中期票据概况

本期中期票据注册额度20亿元，本期拟发行金额为10亿元，发行期限5年。

本期中期票据采用固定利率方式，根据集中簿记建档结果确定。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付。本期中期票据将通过集中簿记建档、集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行。

募集资金用途

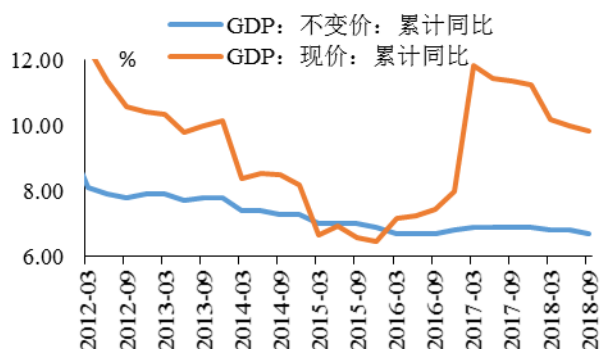
本期中期票据募集资金拟用于偿还到期融资本息。

宏观经济和政策环境

2018年三季度，在中美冲突持续与内部风险不减双重挑战下，中国经济增长有所放缓。不过，虽然经济运行所面临的内外不确定性增多，但在经济持续转型升级、宏观政策边际调整和改革开放政策效应释放等因素支撑下，四季度经济增长或略好于

预期。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

经济总体下行，但结构性利好因素仍存。前三季度，GDP 同比增长 6.7%，较上半年回落 0.1 个百分点，较去年同期回落 0.2 个百分点，名义 GDP 持续回落。其中，三季度 GDP 同比增长 6.5%，较二季度回落 0.2 个百分点，较去年同期回落 0.3 个百分点，为 2009 年二季度以来最低值。内外需求放缓背景下，工业和制造业增速稳中趋缓；虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长，制造业投资回升，但基建投资仍未见起色，投资持续低位运行；居民实物消费表现低迷，社会消费品零售总额增速延续个位数运行；外需对经济增长的贡献率今年以来维持在负区间，中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而，虽然经济下行压力已然显现，但经济运行中依然存在一定的积极因素：今年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上，包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献率接近 80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，占规模以上工业增加值比重不断提升，工业内部结构有所优化；企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平，经济运行微观基础并未出现大幅恶化；民间投资回暖，新动能投资占比提高，投资结构稳步调整。综合来看，经济增长放缓并未打断中国经济的转型升级过程，这将为未来长期可持续发展提供一定保障。此外，虽然三季度以来鲜菜、鲜果价格扰动带动 CPI 回升，但近期价格影响因素较为短期化，随着翘尾因素走弱，通胀并无需过分担忧。

展望未来，中国经济面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务风险仍然不容小视。今年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然中国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化，宏观经济政策有所调整。10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”，货币政策边际宽松，财政通过减税降费提振内需，金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲击。同时，缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看，虽然中国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此，中诚信国际认为，中国经济虽然短期存在下行压力，但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

行业及区域经济环境

证券行业概况

根据证券业协会数据，截至 2017 年末，中国证券行业的总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产、净资产和净资本分别为 6.14 万亿元、5.08 万亿元、1.85 万亿元和 1.47 万亿元。其中，总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产较年初分别上升 6.04% 和 16.78%；净资产、净资本较年初分别增长 12.80% 和 7.48%，证券行业财务杠杆倍数（扣除

客户交易结算资金后的总资产/净资产)由上年末的2.65倍上升至2.75倍。2017年,证券行业营业收入、净利润双双下滑,营业收入和净利润分别为3,113.28亿元和1,129.95亿元,同比分别减少5.08%和8.47%。

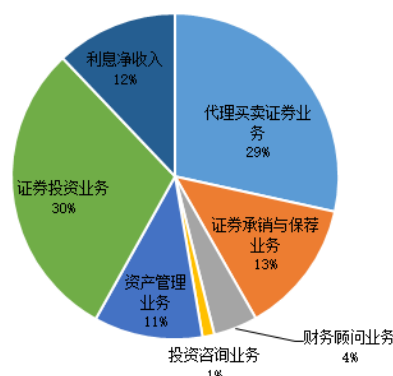
图2: 2008~2017年证券公司营业收入和利润情况



资料来源: 证券业协会, 中诚信国际整理

分业务板块来看,2017年证券行业分别实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)820.92亿元、证券承销与保荐业务净收入384.24亿元、财务顾问业务净收入125.37亿元、投资咨询业务净收入33.96亿元、资产管理业务净收入310.21亿元、证券投资收益(含公允价值变动)860.98亿元和利息净收入348.09亿元。其中,资产管理业务和证券投资收益业务分别实现同比增长4.64%和51.46%,代理买卖证券业务净收入、证券承销与保荐业务、财务顾问业务、投资咨询业务和利息净收入同比分别减少22.04%、26.11%、23.63%、32.81%和8.83%。2017年以来,二级市场整体交投清淡,证券公司以经纪、自营收入为主的传统业务结构进一步调整。一方面,传统经纪业务收入对证券公司的贡献度下降,另一方面,在结构性行情下,自营业务收入反弹,收入贡献度超过经纪业务成为第一大收入来源。因此,股票市场波动对证券公司收入水平和收入结构的影响依然较大。

图3: 2017年证券行业收入结构

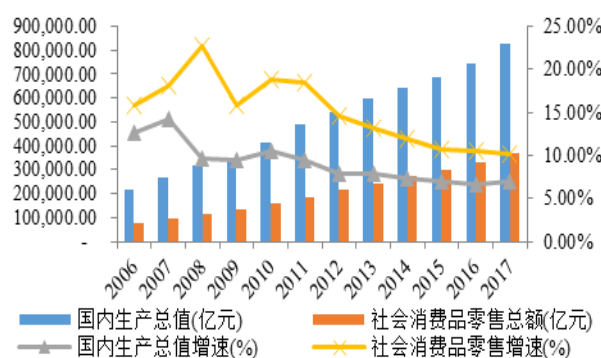


资料来源: 证券业协会, 中诚信国际整理

内贸行业概况

从国内贸易情况来看,近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好态势,刺激国内贸易景气度不断上升。2014年国内生产总值636,463亿元,同比增长7.4%;社会消费品零售总额262,394亿元,同比增长12.0%。2015年国内生产总值676,708亿元,同比增长6.9%;社会消费品零售总额300,931亿元,同比名义增长10.7%。2016年,国内生产总值744,127亿元,同比增长6.7%;社会消费品零售总额332,316亿元,同比增长10.4%。2017年,国内生产总值827,122亿元,较上年同期增长6.9%;社会消费品零售总额366,262亿元,较上年同期增长10.2%。

图4: 近年来国内生产总值和社会消费品零售额增速对比



资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

内贸政策方面,2016年11月,商务部等10部门联合印发的《国内贸易流通“十三五”发展规划》提出了“十三五”时期内贸流通发展目标:到2020年,新一代信息技术广泛应用,内贸流通转型升级取得实质进展,全渠道经营成为主流,现代化、法

治化、国际化的大流通、大市场体系基本形成。同时，将着力推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对外开放合作、营造法治化营商环境。此内贸规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

总体上，2017年以来，我国劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约，内贸增速有所放缓。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国庞大内需的释放；同时“十三五”规划明确了内贸流通转型升级的目标、主要任务和保障措施，有利于全面打通消费、流通和生产各环节，也为未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

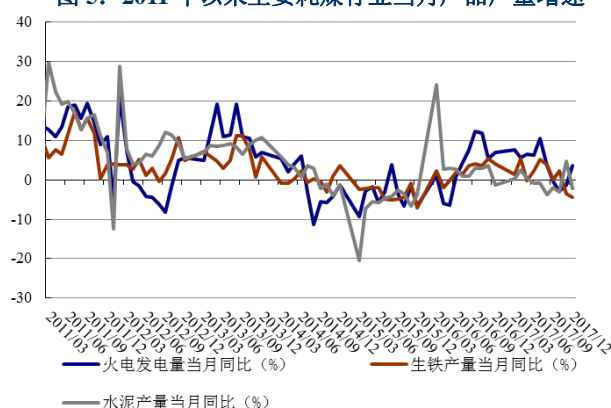
煤炭行业概况

中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在60%左右。长期来看，随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持增长趋势，但经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。短期看，煤炭行业将受到经济周期波动、行业政策及下游行业需求等因素的影响。

宏观经济趋稳带动下游部分行业需求上升，但能源结构调整及环保政策趋严都将继续压制煤炭需求增长

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在90%左右。宏观经济增速趋稳，带动下游部分行业增速有所上升，2016年以来，随着去产能政策的执行，煤炭行业产能过剩压力有所缓解，行业景气度回升明显。但煤炭行业面临的下滑态势属长期性的转折，未来煤炭行业增速仍将处于较低水平。

图5：2011年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近60%，对煤炭行业的发展影响最大。2016年，随着中国经济转型加速，第三产业用电量同比增幅较大，带动全社会用电量同比增长5.0%，较2015年回升4.5个百分点。2016年全国用电量的提升带动发电量有所增长，全国发电量为5.9万亿千瓦时，同比增长4.5%；其中，随着风电、光伏等新能源装机占比的上升，火电占比呈下降态势，全年发电量约为4.4万亿千瓦时，同比小幅增长2.6%，电力行业煤炭消费量与2015年基本持平。2017年，随着去产能政策的执行，高耗能产业景气度回升，全社会用电量同比增长6.6%至6.3万亿千瓦时，增幅进一步扩大。2017年全国发电量为6.4万亿千瓦时，同比增长6.5%；其中由于全国来水整体偏枯，水电释放一定发电空间，火电发电量同比增长5.2%至4.6万亿千瓦时，电力行业煤炭消耗量同比亦有所上升。但长期来看，国家能源结构的调整以及环保要求的日益严格将压制电力行业对煤炭的需求。

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的20%左右。2016年以来，国内基建投资与房地产投资有所改善，房地产开发投资同比增长6.9%（名义增长），国内粗钢表观消费7.10亿吨，在连续两年出现下降后止跌回升，同比上涨1.3%；同期全国粗钢产量8.08亿吨，同比上涨1.2%，实现生产消费量双增长。2017年，钢铁行业深入推进供给侧结构性改革，去产能工作取得明显成效，“地条钢”得以全面取缔，统计内合规产能开始快速释放，2017年我国粗钢产量8.32亿吨，维持增长趋势，钢铁行业耗煤量随之

有所上升。长期来看，钢铁行业与宏观经济形势关联度高，且未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求也将产生负面影响。

水泥行业目前仍处于产能过剩状态，产能利用率为60%左右，年耗煤量占比约为15%。2016年，水泥下游需求有所增加，当期水泥产量同比增长2.49%至24.03亿吨，呈低速增长态势。2017年，水泥需求表现同比去年基本持平，产量为23.16亿吨。长期来看，水泥行业增速将维持较低水平，对煤炭需求较弱的态势短期内不会改变。

化工行业方面，近年来尿素新建产能不断投产使得行业出现较为严重的产能过剩，但受环保督查淘汰落后产能及行业景气度低迷的影响，我国尿素产量有所下降。2015~2017年，我国尿素产量分别为6,877万吨、6,885万吨和5,758万吨，呈现下降趋势。由于尿素需求相对平稳，且在建尿素产能不断投产，预计未来一段时间内化肥行业产能过剩形势仍将延续，对煤炭需求增速也将放缓。

煤炭环保政策方面，近年来政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信国际认为，煤炭主要下游行业均为产能过剩、高能耗、高污染的行业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

表 1：煤炭行业主要环保政策

时间	政策名称	内容
2014.9	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过600公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于16.5MJ/kg（约为3,942大卡/千克）。
2015.1	《关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见》	到2020年，大型煤炭基地煤炭生产能力占全国总生产能力的95%左右；煤炭占一次能源消费比重控制在62%以内；燃煤锅炉平均运行效率在2013年基础上提高7个百分点，煤炭转化能效在2013年基础上提高2个百分点。
2015.3	《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》	力争到2020年节约煤炭消耗1.6亿吨以上。
2015.5	《煤炭清洁高效利用行动计划（2015~2020）》	全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于300克标准煤/千瓦时；到2020年，原煤入选率达到80%以上；现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于310克标

准煤/千瓦时，电煤占煤炭消费比重提高到60%以上。

2016.7	《中华人民共和国环境影响评价法》	对部分地方频繁发生的环境违法未批先建等违法行为收严了处罚措施。
2017.1	《能源发展“十三五”规划的通知》	到2020年，能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在41亿吨以内。
2017.3	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	强调“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长，2017年28城市重点实施煤改清洁能源。
2017.8	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	钢铁、焦化、建材、有色等多个行业在采暖季错峰生产，其中部分行业全面停产。
2018.3	李克强总理在第十三届全国人大一次会议上政府工作报告	政府要“重拳整治大气污染”、“加强散煤管理并推进重点行业节能减排”和“优化能源结构”。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体来看，2017年以来，主要耗煤行业产量增速同比持续改善，但长期来看，煤炭下游行业与宏观经济形势关联度高且仍处于产能过剩状态，对煤炭需求增速将保持较低水平；此外，目前政府治理大气污染决心较大，能源结构调整及环保政策趋严将进一步抑制煤炭需求，特别是劣质煤消费量受到的影响将更为明显。

供给侧改革有助于从根本上改变煤炭供大于求局面，受此影响，2016年下半年以来煤炭价格持续高位运行；随着相关政策的执行，煤价将稳定在合理区间

煤炭产能方面，截至2017年末，我国取得安全生产许可证等证照的生产煤矿产能为33.36亿吨/年，在建煤矿产能为10.19亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿产能为3.57亿吨/年。需求方面，2017年我国商品煤消费量为38.28亿吨，若考虑在建项目产能释放，行业整体产能仍处于过剩状态。为了缓解煤炭产能过剩，近年来国家陆续出台相关政策，对供给侧改革力度不断加大，推升煤炭价格高位运行。为应对煤价的持续攀升，发改委等部门下达政策，放开先进产能生产，新建产能释放也以产能置换的方式开展，相关审批陆续落地。2018年2月，国家发改委、能源局等四部门联合发布了《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放》（发改办能源[2018]151号），进一步完善产能置换政策、加快优质产能释放，通过优质产能

有序增加，推动落后产能尽早退出，促进煤炭产业结构调整和新旧发展动能转换。

表 2：煤炭行业产能相关政策

时间	政策名称	内容
2015.3	《关于做好 2015 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》（国能煤炭〔2015〕95 号）	公布了全国 2015 年煤炭行业淘汰落后产能计划，要求在 2015 年要淘汰煤炭行业落后产能 7,779 万吨/年、煤矿 1,254 座。
2015.4	《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》（国能煤炭〔2015〕120 号）	明确提出到 2015 年底开展严格治理煤矿超能力生产专项活动，煤矿全年产量不得超过公告的生产能力，月度产量不得超过月度计划的 110%；无月度计划的，月度产量不得超过公告生产能力的 1/12。
2015.7	《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的通知》（发改运行〔2015〕1631 号）	要求有关部门和行业企业必须严格治理违法违规煤矿建设和生产，严格治理超能力生产。
2016.2	国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号）	从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。
2016.4	发改委《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行〔2016〕593 号）	全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。
2016.5	财政部《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》（财建〔2016〕253 号）	明确中央财政设立工业企业结构调整专项奖补资金，专项奖补资金规模为 1,000 亿元，实行梯级奖补。
2016.7	发改委《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》（发改能源〔2016〕1602 号）	明确在建煤矿与关闭退出煤矿产能置换、严控煤炭新增产能等相关内容，旨在将落后产能置换为技术先进、成本较低的先进产能。
2016.12	发改委《煤炭工业发展“十三五”规划》（发改能源〔2016〕2714 号）	化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年，减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年。
2017.5	发改委《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。
2017.6	发改委《煤矿安全生产“十三五”规划》	加快淘汰落后产能和 9 万吨/年及以下小煤矿，及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。
2017.8	发改委《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	加快淘汰落后产能，进一步优化煤电结构。严控新增煤电规模防范化解煤电产能过剩风险，实现煤电高效清洁有序发展。
2018.2	四部门《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放》	进一步完善产能置换政策、加快优质产能释放，通过优质产能有序增加，推动落后产能尽早退出，促进煤炭产业结构调整和旧发展动能转换。

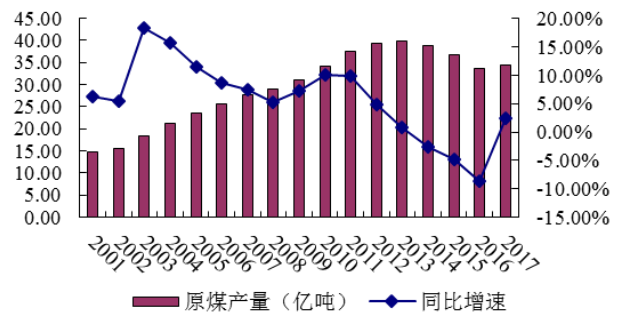
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

具体来看，2016 年全国超额完成去产能目标，淘汰落后产能 3.5 亿吨/年，但淘汰的产能多数属于

此前已经停产或半停产状态的矿井，去产能本身（不包括限产政策）对实际产量的影响有限。2017 年，我国计划退出产能 1.5 亿吨，截至 10 月末已完成目标。2018 年，我国计划退出产能 1.5 亿吨，有望提前完成《煤炭工业发展“十三五”规划》目标，2018 年之后的淘汰产能将多为在产矿井，去产能的难度也将有所增加。

原煤产量方面，2015 年，全国原煤产量为 36.85 亿吨，同比下降 4.88%。2016 年，受限制工作天数及淘汰落后产能影响，全国原煤产量为 33.64 亿吨，同比下降 8.71%，降幅较大。2017 年，随着 330 个工作日生产制度的恢复和先进产能的释放，全国原煤产量同比增长 2.41%至 34.45 亿吨。进口方面，2015 年，随着国内外价差的缩小和限制进口政策的执行，我国煤炭进口量为 2.04 亿吨，同比下滑 29.93%；2016 年，由于国内供应量收紧，全年煤炭进口量为 2.56 亿吨，同比大幅增加 25.21%；2017 年，受煤炭进口限制政策影响，我国煤炭进口量仅为 2.71 亿吨，同比小幅增长 6.02%。

图 6：2001 年以来全国原煤产量



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

从煤炭价格走势情况来看，2015 年至 2016 年上半年，受宏观经济增速和固定资产投资增速下滑影响，全国煤炭库存高企，价格处于下行通道。2016 年 6 月以来，在供给量收缩的背景下，煤价回升幅度较大。2017 年，煤价高位震荡，且逐渐稳定在合理区间。

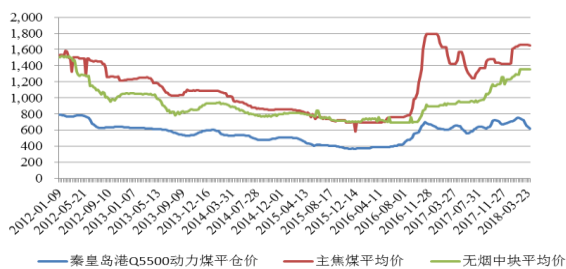
动力煤方面，2015 年，动力煤价格总体维持下滑态势，2015 年末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 360 元/吨，较 2015 年初下降 30.10%。2016 年二季度以来，受到煤炭供给量缩减的影响，港口动力煤价格回升，2016 年 11 月 14 日秦皇岛 5,500

大卡动力煤平仓价为 731 元/吨，创近年来新高。2017 年上半年煤价高位震荡；受中央环境保护专项督查、全国安检督查等因素影响，2017 年 6 月以来煤价出现较大上涨，截至 2017 年末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 700 元/吨，仍处于较高水平。2018 年以来，港口动力煤价格略有下降，截至 2018 年 3 月 30 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 615 元/吨。

炼焦煤方面，2015 年，钢材和焦化市场持续低迷，焦煤价格不断下滑，同期末，炼焦煤的全国平均价格为 540 元/吨。2016 年，由于限产导致的供给紧缺和前期钢、焦市场的大涨，推升各地焦煤价格上调，2016 年 11 月 14 日炼焦煤全国平均价为 1,793.75 元/吨，创近年来新高。2017 年末，炼焦煤全国平均价为 1,424.00 元/吨，虽有所波动，但总体处于高位。2018 年以来，炼焦煤价格持续上升，截至 2018 年 3 月 30 日，炼焦煤全国平均价为 1,652.50 元/吨。

无烟煤方面，2015 年，无烟中块全国平均价为 747 元/吨。由于整体产能收缩对无烟煤产量影响较小，且下游化工企业需求平淡，2016 年前三季度无烟煤价格呈低位震荡，四季度为化肥旺季，在刚需和煤市景气度回升的推动下，9 月以来，无烟煤中块价格呈波动上涨态势，加之随着供应的收缩，2016 年末，无烟中块平均价增至 873 元/吨。2017 年，无烟中块平均价持续高位运行，期末为 1,228.91 元/吨，同比增加 38.08%。2018 年一季度，无烟中块平均价上升趋势明显，截至 2018 年 3 月 30 日，无烟中块平均价为 1,350.71 元/吨。

图 7：2012 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

针对 2016 年下半年煤价的过快上涨，2016 年 9 月 8 日，国家发改委等部门召开了稳定煤炭供应、抑制煤炭价格过快上涨预案启动工作会议，确定了部分先进产能可在市场供求偏紧时按要求阶段性增产，在市场供求宽松时按要求减产，但调整后的年度产量仍不能突破 276 个工作日核定的产能。9 月 29 日，国家发改委等部门又联合下发了《关于适度增加部分先进产能投放，保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》，暂定 2016 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日符合先进产能煤矿将有序的释放部分安全产能，安监局公布的 2015 年安全质量标准化煤矿以各地向煤炭工业协会申报的安全高效煤矿可在 276~330 个工作日内释放产能，而此前未批先建的煤矿也可落实产能置换指标后可提前投入生产，目前全国大部分矿井已按 330 个工作日进行生产。此外，2017 年 1 月，发改委等四部门联合发布了《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》，明确提出了对未来煤炭价格的控制区间并提供了相应调控措施。9 月，发改委发布《关于做好煤电油气运保障工作的通知》，明确提出加快推进煤炭优质产能释放，保障十九大召开前后煤炭稳定供应；11 月，发改委及能源局联合发布了《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》，确定不同领域煤炭最低库存和最高库存及适用情形，以保证煤炭稳定供应并促进煤炭价格处于合理区间；12 月，发改委发布《关于加大清洁煤供应确保群众温暖过冬的通知》，明确提出因地制宜推进清洁供暖，全力做好迎峰度冬能源供应，并鼓励推广使用清洁煤替代劣质散煤，不得采取“一刀切”的限煤措施。

总体来看，2016 年 6 月以来，煤炭供给侧改革方案得到了较有力的执行，严格的限产政策使得煤炭供应偏紧，煤价大幅反弹并持续高位运行；但随着相关政策的执行，煤炭价格将稳定在合理区间。

电力行业概况

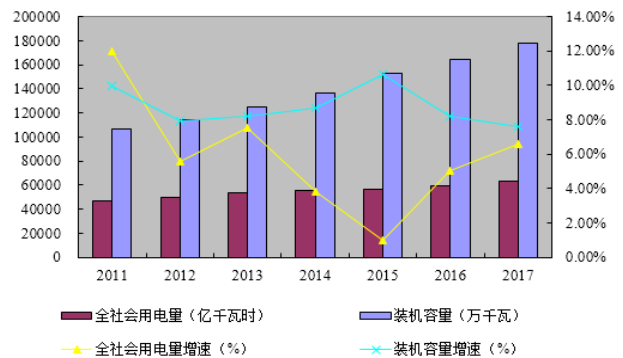
电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。2012 年以来随着我国经济发展步入新常态，用电增长有所放缓，根据中国电力体制联合会（以下简称

“中电联”)相关数据,全社会用电量增长水平总体远低于改革开放以来的增长水平,其中2015年同比仅增长1.0%,创近年来新低。但进入2016年以后,受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气以及上年同期基数较低等因素影响,全国全社会用电量增速明显提高,当期全社会用电量为5.92万亿千瓦时,同比增长5.0%,增速比上年同期提高4.0个百分点。2017年用电需求维持2016年以来的高速增长态势,全社会用电量同比增长6.6%至6.3万亿千瓦时,增速与上年同期相比提高了1.6个百分点。2018年1~3月全国全社会用电量1.59万亿千瓦时,同比增长9.8%,为2013年三季度以来季度用电量最高增长水平,主要是由于天气寒冷,且近年来“煤改电”居民取暖工程快速推进,叠加年初部分地区天然气供应紧张,进一步放大了气温对用电需求的拉动;同时电能替代快速推广、新兴产业用电保持快速增长等因素进一步拉动用电增长。

从电源投资和装机规模来看,随着装机规模的持续增长,电力市场供应能力总体富余,加之国家对能源结构的调整效果开始显现,2016年以来电源投资有所放缓,当期电源投资完成额为3,429亿元,同比下降12.90%,全国新增装机增速降至-8.5%,截至2016年末的全国发电装机容量为16.5亿千瓦,同比增长8.2%,增速比上年同期下降2.4个百分点。进入2017年以后,电源投资继续放缓,全年电源投资完成额仅为2,700亿元,同比下降20.80%,为近年来最低水平,受此影响,全国发电装机增速亦持续放缓,截至2017年末,全国发电装机容量为17.8亿千瓦,同比增长7.6%,增速同比下降0.6个百分点。2018年3月末全国6000千瓦及以上电厂发电装机容量17.1亿千瓦,同比增长6.1%,增速较上年同期持续降低1.6个百分点。从装机结构来看,火电机组在我国电源结构中仍占据主力地位,但受节能减排及火电去产能等因素影响,加之以风电、太阳能发电为代表的清洁能源发电受到政策的扶持,近年来非化石能源发电装机(包括可再生能源及核电)规模快速增长,其在我国发电装机中所占比例也持续上升,装机结构清洁化趋势明显。根据中电联统计数据,截至2017年末,我国非化石能源装机合计6.71

亿千瓦,同比上升13.51%;非化石能源装机占全部装机的比重达到37.76%,同比上升1.98个百分点。2018年以来,化解煤电过剩产能顺利推进,从严控制煤电新增规模效果明显,2018年1~3月新增非化石能源发电装机1,852万千瓦,占新增总装机的74.3%,创历年新高,同比提高24.9个百分点;基建新增煤电420万千瓦,同比减少57.3%。

图8: 2011年以来我国电力消费与发电装机增长情况

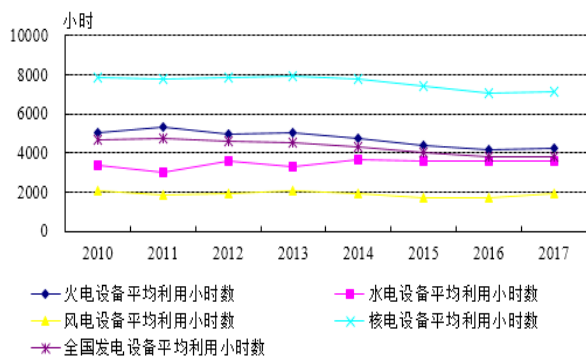


资料来源: 中国电力企业联合会, 中诚信国际整理

我国发电设备利用小时数与宏观经济的周期性变化及电力供需关系密不可分,2016年以来,宏观经济稳中向好,用电需求显著回升,同时电源投资放缓使得装机增速有所下降,2016年全国6,000千瓦及以上电厂设备利用小时数为3,785小时,同比下降203小时,降幅开始缩窄。进入2017年以后,电力供需延续了2016年以来的总体态势,在用电需求保持平稳较快增长、装机增速放缓及弃风、弃光问题明显改善等因素的综合作用下,全年全国6,000千瓦及以上电厂发电设备利用小时为3,786小时,机组利用效率下降的趋势得到了一定缓解。分电源来看,得益于用电需求增长、火电投资放缓及来水偏少为火电出力腾出空间等因素,2017年全国6,000千瓦及以上火电设备利用小时数同比上升23小时至4,209小时,全国全口径火电发电量同比上升5.18%至45,513亿千瓦时;水电方面,2017年,受全国范围来水同比偏少的影响,全国6,000千瓦及以上水电设备利用小时为3,579小时,同比下降40小时,全国全口径水电发电量为11,945亿千瓦时,同比上升1.68%;风电及光伏发电方面,受益于弃风、弃光问题的明显改善,2017年以来我国风电、光伏发

电利用小时有所回升，全年全国6,000千瓦及以上风电设备利用小时为1,948小时，同比大幅上升203小时，全国全口径风电发电量3,057亿千瓦时，同比上升26.90%，太阳能发电设备利用小时为1,204小时，同比上升74小时，受装机规模大幅度提高影响，全国全口径太阳能发电量1,182亿千瓦时，同比上升77.74%；核电方面，受益于优先发电权和保障性收购政策，2017年全国6,000千瓦及以上核电设备利用小时为7,108小时，同比上升48小时，全国全口径核电发电量2,483亿千瓦时，同比上升16.46%。为进一步促进弃风、弃光问题的缓解，2018年国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）和中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）分别制定了促进清洁能源消纳的22项和24项工作措施，使得2018年1~3月弃风、弃光问题延续改善趋势，无弃水电量；2018年1~3月全国发电设备利用小时为922小时，同比提高34小时；其中并网火电、水电、太阳能发电、风电、核电设备利用小时分别为1,089小时、617小时、289小时、592小时和1,690小时。

图9：2010年以来全国电力设备利用小时数情况（小时）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

随着电力体制改革继续推进，2017年市场化交易电量大幅增长。根据中电联所披露信息，2017年，市场化交易电量累计1.63万亿千瓦时，同比增长45%；全国电力市场化交易电量占全国电网销售电量比重（即销售电量市场化率）达到33.5%左右，华北、南方、西北三个区域销售电量市场化率均超过了35%，处于较高水平；分省区来看，全国市场交易电量规模排序前三名的省份分别为江苏省（1,618亿千瓦时）、广东省（1,471亿千瓦时）和浙江省（1,302亿千瓦时），而全国销售电量市场化率

排序前三名的省份是蒙西（68.5%）、云南（65.7%）和贵州（54.0%）；省间（含跨区）市场化交易方面，全国省间交易电量占市场化交易电量比重达到17.9%，其中，华北和华东区域省间市场电量占市场化电量比重较高，分别达到24.3%和24.9%。与此同时，近年来各类电源标杆上网电价亦有所下调，二者综合作用下，发电企业上网电价整体有所下降。

中诚信国际认为，2017年以来，我国全社会用电需求保持稳定增长；电力市场供应总体富余，电源投资增速有所放缓，装机增速也随之下降，而非化石能源装机占比有所提升，区域布局得到优化；此外，机组利用小时数连年下降的态势在用电需求回暖和电源投资放缓的双重作用下有所缓解；而随着电力体制改革继续推进，市场化交易电量大幅增长，加之近年来标杆上网电价下调，发电企业上网电价整体有所下降。

陕西省经济概况

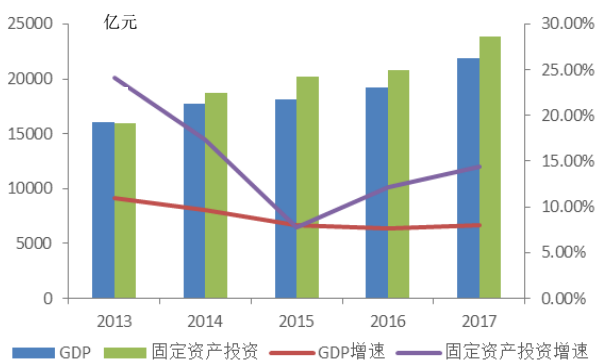
陕西省位于我国西北部，周边共与8个省市相接，位于东、中部地区和西北、西南的重要位置，具有承东启西、连接西部的区位优势。全省下辖10个省辖市和杨凌农业高技术产业示范区，其中3个县级市、80个县和24个市辖区，全省总面积20.58万平方公里。

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的势头，经济增速趋于平稳。2015~2017年，陕西省地区生产总值分别为18,171.86亿元、19,165.39亿元和21,898.81亿元，增速分别为7.9%、7.6%和8.0%。2017年，陕西省实现第一产业增加值1,739.45亿元，增长4.6%，占生产总值的比重为7.9%；第二产业增加值10,895.38亿元，增长7.9%，占比49.8%；第三产业增加值9,263.98亿元，增长8.7%，占比42.3%。2017年，陕西省人均生产总值57,266元，比上年增长7.3%；三次产业构成占比从2015年的8.8:51.5:39.7变化成2017年的7.9:49.58:42.3，第三产业占比有所增加。

固定资产投资方面，陕西省近年来固定资产投

资规模逐年增长。2015~2017年，陕西省分别完成全社会固定资产投资 20,177.98 亿元、20,825.25 亿元和 23,819.38 亿元，2017 年同比增长 14.4%，增幅比上年增加 2.3 个百分点。在投资构成中，基础设施投资、工业投资和房地产开发投资是陕西省固定资产投资的重点。2017 年，陕西省第一产业投资 1,552.99 亿元，比上年增长 35.1%；第二产业投资 5,697.93 亿元，增长 1.8%，其中工业投资 5,688.36 亿元，增长 1.8%；第三产业投资 16,217.29 亿元，增长 18.1%。

图 10：2013~2017 年陕西省 GDP、固定资产投资及其增速



资料来源：陕西省国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

陕西省将装备制造、能源化工、电子信息、现代医药产业、有色冶金、纺织服装、食品加工和新型建材产业作为地区八大支柱产业，尤其是能源和有色金属等资源的储量较为丰富，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。

陕西省是国家重要的能源化工、西煤东运、西电东送、西气东输基地，是能源丝绸之路上的重要纽带和支撑点。2015~2017 年，陕西省能源生产总量分别为 48,491.24 万吨¹、46,544.99 万吨、51,542.05 万吨；2015~2017 年，陕西省原油产量分别为 5,338.29 万吨、5,003.57 万吨和 4,985.56 万吨；同期陕西省水电、风电及其他能源发电分别为 532.44 万吨、492.56 万吨和 723.00 万吨。2017 年，陕西省原煤、原油、天然气及水电、风电及其他能发电的能源总生产占比分别为 78.39%、9.67%、10.53% 和 1.40%。

¹ 能源生产总量为万吨煤标准进行折算，以每公斤含热 7,000 千卡定为标准煤

陕西省能源资源丰富，目前探明的能源保有储量均位居全国前列。陕西省含煤面积 5.7 万平方公里，约占国土面积的 27.7%，煤炭资源主要分布在榆林、延安、铜川、咸阳、渭南、宝鸡等 6 市，主要集中于陕北、渭北，以低灰、低硫磷、高发热量为特色。陕西省预测煤炭资源量 3,800 亿吨，居全国第四位；累计探明储量 1,700 亿吨，居全国第三位。陕北地区煤炭资源储量大、品质优、品种全、易开采，现已探明储量 1,470 亿吨，占全省探明储量的 80% 以上，占全国探明储量的 11% 左右，且大多属“三低一高”即低硫、低磷、低灰、中高发热量的优质动力煤和化工用煤。国家规划重点建设的十三个大型煤炭基地中，陕西省有神东、陕北和黄陇三个基地。依据成煤时代和地域划分为陕北侏罗纪、陕北石炭二叠纪、陕北三叠纪、黄陇侏罗纪、渭北石炭二叠纪五大煤田和陕南零星煤产地。

图 11：陕西省煤矿分布情况



资料来源：陕西煤矿安全监察局

陕西省的新能源主要分布在陕北和陕南。新能源一般是指在新技术基础上加以开发利用的可再生能源，包括太阳能、生物质能、风能、地热能、波浪能、洋流能和潮汐能，以及海洋表面与深层之间的热循环等；此外，还有氢能、沼气、酒精、甲醇等。新能源主要包括水能、风能、太阳能，对应的能源利用方式基本是发电。其中水电主要分布在陕南地区，主要是各类水电站；太阳能发电和风力发电主要分布在陕北地区。

总体来看，陕西省整体经济形势向好，经济发展呈现稳步增长的态势。另外，陕西省能源资源储量丰富，煤炭储量位于国内前列，为公司的发展提

供了良好的外部环境。

竞争及抗风险能力

公司是陕西省首家国有资本投资运营公司，在新一轮国企改革中地位突出。2018年，公司按照国有资本投资运营公司的功能定位和发展要求，更名为陕西投资集团有限公司，专业从事陕西省国有资本的投资和运营。

公司坚持金融实业两轮驱动发展战略，形成多元化经营格局，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，形成了以矿业开发为龙头，资源勘探和储备为基础，电力生产为重点，金融、航空、房地产为支撑，化工、酒店及文化产业为必要补充的多元化经营格局，具备一定的协同优势。

公司涉及的多个行业在陕西省内具有区域垄断优势。能源开发领域方面，公司以煤电开发为主，系在原陕能集团基础上组建而成。公司下属能源开发板块与其他陕西省省属企业相区分，陕西煤业化工集团有限责任公司、陕西延长石油（集团）有限责任公司和陕西有色金属控股集团有限责任公司定位分别为省级煤炭化工集团、石油化工集团和有色金属资源开发集团。公司在陕西省内资源获取、电力项目开发等方面具有独特优势。此外，在金融证券领域，公司下属子公司西部证券作为陕西省内唯一一家全牌照的上市证券公司，在陕西省资本市场的金融产品开发和销售领域具有很强优势。

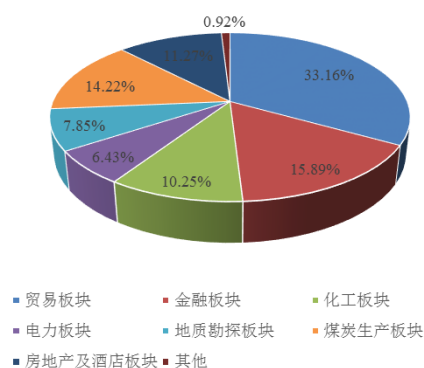
总体来看，公司作为首家国有资本投资运营公司，在新一轮的国企改革中地位突出。同时，公司坚持金融实业两轮驱动发展战略，形成多元化经营格局，涉及的多个行业在陕西省内具有区域垄断优势。在突出的主体地位、多元化经营格局及很强的区域垄断优势的支撑下，公司具有很强的抗风险能力。

业务运营

公司的业务板块包括金融板块和实业板块两部分，其中金融板块主要包括证券业务和信托业

务，实业板块包括贸易、化工、煤炭生产、电力、地质勘探、房地产及酒店等业务。2017年，公司实现营业总收入²220.28亿元，其中金融板块、贸易板块、化工板块、煤炭生产板块、电力板块、地质勘探板块、房地产及酒店板块分别实现收入35.00亿元、73.05亿元、22.58亿元、31.33亿元、14.17亿元、17.29亿元和24.83亿元，占当期营业总收入的比重分别为15.89%、33.16%、10.25%、14.22%、6.43%、7.85%和11.27%。

图 12：2017 年公司营业总收入构成



资料来源：公司提供

金融板块

公司的金融板块主要由西部证券和西部信托有限公司（以下简称“西部信托”）运营。2015~2017年及2018年1~3月，公司金融板块分别实现收入57.46亿元、38.34亿元、35.00亿元和7.18亿元。近年来，受证券市场行情影响，金融板块收入有所下降。

证券业务

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2017年末，西部证券前三大股东分别为陕西省电力建设投资开发公司（以下简称“陕西电投”，持股比例25.48%，陕投集团实际经营和管理陕西电投，陕西电投由陕西省人民政府全额出资）、上海城投控股股份有限公司（以下简称“上海城投控股”，持股

² 营业总收入包括公司的营业收入、利息收入、手续费及佣金收入。

比例 15.09%) 和西部信托 (持股比例 9.79%)。截至 2018 年 9 月末, 陕西电投对西部证券持股比例增至 25.88%, 上海城投控股和西部信托对其持股比例不变, 陕投集团直接持有其 1.55% 股权, 陕西电投、西部信托和陕投集团合计持有西部证券 37.22% 股权 (无股权质押或冻结), 陕投集团为西部证券的实际控制人。此外, 2018 年 12 月 25 日, 陕西电投和陕投集团签订《国有股份无偿划转协议》, 陕西电投将其持有的西部证券 25.88% 股权无偿划转至陕投集团名下。本次国有股权无偿划转尚需中国证监会核准陕投集团成为西部证券 5% 以上股东资格的审批, 划转事项完成后, 陕投集团将直接持有西部证券 27.45% 股权。

截至 2017 年末, 西部证券总资产为 512.44 亿元, 所有者权益合计为 176.57 亿元, 资产负债率为 65.54%; 2017 年, 西部证券实现营业总收入 31.70

亿元, 净利润 7.54 亿元, 经营活动净现金流为 -44.55 亿元。

西部证券收入水平和资本实力的行业排名居中上水平, 行业地位较强。截至 2017 年末, 西部证券在陕西、北京、上海、山东、深圳等地区共设有 107 家证券营业部 (其中陕西省 60 家) 及 12 个分公司, 2 家全资子公司以及 1 个控股公司。

从收入构成上看, 西部证券收入主要来自证券经纪业务、证券自营业务及信用交易业务。近年来, 受证券市场行情影响, 西部证券的证券经纪业务收入持续下降, 但仍为主要收入来源。同时, 受证券经纪业务收入规模收窄以及投资银行业务发展较快影响, 公司投资银行和资产管理业务占比有所增加。2017 年, 西部证券把握市场行情, 权益投资取得较好收益, 证券自营业务超过证券经纪业务成为其第一大收入来源。

表 3: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月西部证券各业务板块收入情况 (亿元、%)

项目名称	2015		2016		2017		2018.3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	30.01	53.21	11.35	33.31	8.43	26.59	1.91	33.98
证券自营业务	11.16	19.79	7.43	21.81	8.70	27.46	1.88	33.33
投资银行业务	5.19	9.21	3.96	11.63	3.78	11.92	0.23	4.03
资产管理业务	0.66	1.16	1.23	3.61	1.22	3.84	0.25	4.37
信用交易业务	7.21	12.78	7.02	20.60	6.46	20.39	1.58	28.09
其他业务	2.17	3.85	3.08	9.04	3.11	9.81	-0.21	-3.79
合计	56.41	100.00	34.06	100.00	31.70	100.00	5.63	100.00

注: 表内各项加总与合计数差异系四舍五入所致。

资料来源: 公司提供

证券经纪业务方面, 西部证券已经基本形成了立足陕西, 覆盖全国主要城市的经纪业务网络。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月, 公司新增客户数分别为 177,339 户、42,540 户、31,375 户和 6,731 户, 呈下降趋势; 同期, 股票和基金交易额持续下滑,

市场份额有所下降, 债券交易额呈上升趋势, 市场份额有所提升, 但债券交易佣金率整体较低, 使证券经纪业务收入呈下滑趋势。2017 年, 西部证券代理买卖证券业务平均佣金率有所下降, 处于行业内较高水平, 但西部证券佣金率下降压力仍较大。

表 4: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月西部证券经纪业务发展情况 (亿元、%)

证券种类	2015		2016		2017		2018.3	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	28,647.29	0.56	13,271.68	0.52	10,660.25	0.47	2,503.72	0.44
基金	333.50	0.11	213.75	0.10	169.89	0.09	68.32	0.17
债券	6,177.25	0.24	14,136.70	0.30	21,260.54	0.40	5,047.66	0.42
合计	35,158.03	--	27,622.13	--	32,090.69	--	7,619.70	--

注: 表内各项加总与合计数差异系四舍五入所致。

资料来源: 公司提供

证券自营业务方面, 西部证券自营业务主要以

权益投资、固定收益投资和金融衍生品投资为主。

2015~2017年，西部证券自营业务投资规模逐年增长，以债券投资产品为主。2017年，西部证券积极抓住A股主板上行行情，适时扩大自营投资规模至214.13亿元，仍以债券类投资产品为主。其中，公司适度增加了股票投资规模，权益类投资业务优选持仓品种，合理控制仓位，积极扩展海外市场，取得超额收益。2017年，西部证券累计实现证券投资收益在行业125家券商中排名第17位，公允价值变动净收入在行业107家券商中排名第6位。

表 5：2015~2017 年西部证券自营业务投资结构（亿元）

项目名称	2015	2016	2017
股票	12.85	6.39	8.11
债券	84.69	119.45	170.98
基金	5.67	17.77	20.17
其他	11.09	13.62	14.87
合计	114.30	157.23	214.13

注：其他主要系证券公司理财产品。

资料来源：公司提供

投资银行业务方面，2015年西部证券在年中IPO项目暂停的情况下，大力发展债券业务及财务顾问业务，加强与其他业务的协同力度。2016年，西部证券推进“大投行”业务平台搭建。2017年，西部证券把握IPO提速、再融资审核放缓的政策机遇，加快业务开展步伐。2017年完成7单IPO项目主承销，创成立以来最好成绩，并在个别区域市场具有一定品牌优势。

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。2015~2017年及2018年3月末，西部证券融资融券规模分别为73.91亿元、53.21亿元、53.43亿元和48.36亿元，其中2016年以来证券市场成交量萎缩，客户融资意愿趋于谨慎，致使融资融券规模较低。2015~2017年，股票质押待购回初始交易金额分别为37.83亿元、64.04亿元和70.88亿元，西部证券保持对股票质押回购业务的持续投入。

表 6：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月西部信托实收信托情况（亿元、%）

项目	2015		2016		2017		2018.3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合类信托	84.10	8.32	297.83	21.67	503.88	20.62	600.10	22.89
单一类信托	927.06	91.67	1,048.28	76.26	1,440.36	58.94	1,630.55	62.20
财产管理类信托	0.11	0.01	28.57	2.08	499.36	20.44	390.69	14.90

2018年2月28日，西部证券发布公告称，截至2017年末，西部证券共计为质押股票“乐视网”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，本次股票质押回购违约事件使西部证券计提资产减值准备4.39亿元，超过西部证券最近一个会计年度审计归属于母公司所有者净利润的30%。截至2018年6月末，西部证券已对质押股票“乐视网”融出资金本金累计计提减值准备5.61亿元。

此外，2018年6月1日，西部证券收到中国证券监督管理委员会陕西监管局（以下简称“陕西证监局”）《限制业务活动、责令限期改正并处分有关责任人员事先告知书》，陕西证监局决定，在2018年6月25日至2018年12月25日期间，暂停西部证券股票质押式回购交易业务，并责令西部证券改正并处分有关责任人员。

中诚信国际将持续关注西部证券股票质押式回购业务违约资金回收情况和西部证券业务整改情况，以及上述事项对公司未来经营及整体信用状况的影响。

信托业务

西部信托成立于2002年7月。截至2018年3月末，西部信托注册资本为15亿元，公司通过陕西电投对其持股比例为57.78%。截至2017年末，西部信托总资产为73.37亿元，所有者权益合计为16.79亿元，资产负债率为77.12%；2017年，西部信托实现营业总收入4.37亿元，净利润3.45亿元。

2015~2017年及2018年1~3月，西部信托实收信托规模逐年增长。从实收信托情况看，以单一类信托为主，集合类信托和财产管理类信托占比有所提升。2017年西部信托管理的信托资产主要分布于实业、金融机构和基础产业。

合计	1,011.27	100.00	1,374.68	100.00	2,443.60	100.00	2,621.34	100.00
-----------	-----------------	---------------	-----------------	---------------	-----------------	---------------	-----------------	---------------

资料来源：公司提供

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，近三年未受到监管部门的处罚。但西部信托在管理的信托资产规模及固有资产规模等指标方面均相对较小，行业地位相对较弱，面临较大的市场竞争压力。

总体来看，公司金融板块盈利能力较强，西部证券行业地位较强，西部信托行业地位较弱。同时，中诚信国际也关注到公司金融板块受证券市场行情和监管政策环境变化影响较大，近年来收入及利润有所下降。此外，中诚信国际将持续关注“乐视网”股票质押违约事项对西部证券未来整体运营的影响。

实业板块

实业板块包括贸易、化工、煤炭生产、电力、地质勘探、房地产及酒店等业务。

贸易板块

公司贸易板块主要由二级子公司陕西省华泰投资集团有限公司（以下简称“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”，原陕西华山创业科技开发有限责任公司，2018年11月更为现名）和陕西投资集团有限公司煤炭运销分公司（以下简称“陕投煤运分公司”）负责运营。2015~2017年及2018年1~3月，公司分别实现贸易收入34.25亿元、87.59亿元、73.05亿元和30.00亿元；同期，贸易业务毛利率分别为0.90%、0.66%、1.21%和1.16%，有所波动。

公司主要贸易品种包括煤炭、天然气、焦炭、钢材及钢材制品、化工、水泥、汽车和成品油等。2015~2016年，公司主要贸易品种为煤炭、钢材及钢材制品，并且2016年随公司业务快速拓展，贸易量大幅上升。2017年以来，公司将主营贸易品种转移到焦炭、汽车购销、成品油等毛利更高的产品，因此造成煤炭销售收入和销售量减少。2017年，公司仅余陕投煤运分公司经营煤炭业务。公司煤炭、钢材等产品的价格存在着周期性波动，受行情影响

较大。

煤炭贸易方面，公司采用实购实销的业务模式。2017年，公司煤炭外购前五大上游供应商系山煤集团靖江煤炭储配有限公司等，采购金额合计为15.36亿元，占采购总金额比重为47.34%。同期，公司煤炭外销前五大客户包括山煤国际能源集团铁路物流有限公司等，销售金额合计为14.13亿元，占销售总金额比重为43.27%。公司煤炭商品客户分为终端用户和中间商，公司与客户的结算方式是先货后款或先款后货。

钢材贸易方面，公司采用以销定采的模式。2017年，公司钢材贸易前五大上游供应商采购金额占采购总金额的比重为95.04%；同期，前五大下游客户销售金额合计占销售总金额的比重为100.00%，上下游集中度很高。

成品油贸易方面，2017年，公司成品油贸易前五大上游供应商主要系茂名市富达石油有限公司、海盐县石油化工有限公司和上海道呈石油化工有限公司等，采购金额占采购总金额的比重为52.72%；同期，前五大下游客户主要系成都银龙油料贸易有限公司、中立能源科技股份有限公司和成都交通油料能源股份有限公司等，销售金额合计占销售总金额的比重为54.24%，上下游较为集中。公司成品油贸易通过银行转账结算。

焦炭贸易方面，公司以委托采购为主，也会自主采购，销售方面内外贸均有。2017年，公司焦炭贸易前五大上游供应商主要系上海德臣实业有限公司、嘉兴利昌成国际贸易有限公司和SINO FORWARD PTE等，采购金额占采购总金额的比重为90.42%；同期，前五大下游客户主要系上海弘韵国际贸易有限公司、上海迦云国际贸易有限公司和深圳市中林国际物流有限公司，销售金额合计占销售总金额的比重为93.45%，上下游均集中度很高。

表 7: 2015-2017 年及 2018 年 1-3 月公司主要贸易产品购销情况

种类	2015	2016	2017	2018.3	
煤炭	采购量 (万吨)	1,167.55	2,485.22	843.26	77.41
	销售量 (万吨)	1,169.19	2,485.22	843.26	77.41
	外部采购成本 (万元)	287,291.35	686,577.44	323,944.24	25,972.12
	外部采购销售收入 (万元)	289,532.06	691,299.65	326,549.98	26,518.24
	平均采购单价 (元/吨)	246.06	276.26	384.16	335.51
	平均销售单价 (元/吨)	247.63	278.16	387.25	342.57
钢材及钢材制品	采购量 (万吨)	23.69	38.43	0.64	0.23
	销售量 (万吨)	21.95	38.43	0.64	0.23
	外部采购成本 (万元)	40,821.25	71,287.78	2,186.14	888.87
	外部采购销售收入 (万元)	40,862.56	71,329.28	2,220.60	926.01
	平均采购单价 (元/吨)	1,723.14	1,855.00	3,415.84	3,864.65
	平均销售单价 (元/吨)	1,861.62	1,856.08	3,469.69	4,026.13
成品油	采购量 (万吨)	0.23	0.20	30.01	36.88
	销售量 (万吨)	0.23	0.20	26.98	36.96
	外部采购成本 (万元)	1,445.73	989.00	128,385.58	198,548.25
	外部采购销售收入 (万元)	1,545.13	1,094.14	130,101.22	200,307.74
	平均采购单价 (元/吨)	6,285.78	4,945.00	4,278.09	5,383.63
	平均销售单价 (元/吨)	6,717.96	5,470.70	4,822.14	5,419.58
焦炭	采购量 (万吨)	--	--	109.50	72.02
	销售量 (万吨)	--	--	101.92	72.02
	外部采购成本 (万元)	--	--	152,813.89	49,107.80
	外部采购销售收入 (万元)	--	--	154,570.73	49,918.09
	平均采购单价 (元/吨)	--	--	1,395.56	681.86
	平均销售单价 (元/吨)	--	--	1,516.59	683.12

资料来源: 公司提供

2018 年 12 月 29 日, 陕投集团发布《陕西投资集团有限公司重大资产重组的公告》(以下简称“《公告》”)。《公告》称, 为促进公司各项业务全面开展, 公司收购陕西金融控股集团有限公司(以下简称“陕西金控”, 陕西省国资委为其实际控制人)、金川迈科金属资源有限公司(以下简称“金川迈科”, 甘肃省国有资产监督管理委员会为其实际控制人)所分别持有的大商道商品交易市场股份有限公司(非上市企业, 以下简称“大商道”)20%、15%的股权, 股权转让价款分别为 1.68 亿元和 1.26 亿元。陕投集团已于陕西金控、金川迈科签署《股份转让协议书》; 与中西部商品交易中心有限公司(以下简称“中西部交易中心”)签订一致行动协议, 陕投集团对大商道实现实际控制, 纳入公司合并范围。

大商道系 2016 年设立, 注册资本 10 亿元, 2017 年 8 月成为陕西省仅 7 家合规商品类交易所中一

员, 股东均为大宗商品行业内龙头企业, 目前按照交易线上平台交易金额和交易量位列西北五省第一。截至 2017 年末, 大商道总资产 74.34 亿元, 所有者权益合计 8.05 亿元, 2017 年实现营业总收入 175.00 亿元, 净利润 0.89 亿元, 实现经营活动净现金流-19.30 亿元。

《公告》还称, “本次交易实施后, 本公司持有大商道 35%的股权, 成为其第一大股东, 进一步拓展本公司经营范围和增强营运能力”; “本次资产重组暂不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响, 提醒投资者关注”。中诚信国际将对陕投集团此次重大资产重组后续事项及其对公司未来经营发展影响情况保持持续关注。

总体来看, 公司各类贸易品种的上下游集中度均很高, 贸易业务盈利能力较弱, 产品价格存在周期性波动, 且对公司的贸易收入产生一定影响。同时, 公司在调整主要贸易品种结构, 未来盈利能力

或将有所提高。此外，大商道纳入公司合并范围后，公司可借助该交易平台进一步拓展大宗商品贸易经营，中诚信国际将对此保持持续关注。

化工板块

公司化工板块主要由二级子公司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，主要从事聚氯乙烯（PVC）、烧碱等产品的生产、加工和销售。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别实现化工收入 16.11 亿元、

16.76 亿元、22.58 亿元和 7.66 亿元；同期，毛利率分别为 14.07%、18.48%、23.78% 和 21.34%，近三年均呈上升趋势。

截至 2018 年 3 月末，金泰氯碱的烧碱产能为 20 万吨/年，PVC 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。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司整体产销较为平衡，产能利用率较为饱满。

表 8: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司烧碱、PVC 产品产销情况

指标	烧碱				PVC			
	2015	2016	2017	2018.3	2015	2016	2017	2018.3
产能（万吨/年）	20	20	20	20	25	25	25	25
产量（万吨）	20.81	22.83	21.58	5.51	25.03	27.59	28.10	7.88
产能利用率（%）	104.04	114.15	107.90	110.20	100.12	110.36	112.40	126.08
销量（万吨）	19.88	21.46	19.00	5.57	29.32	26.47	28.07	7.83
产销率（%）	95.53	94.00	88.04	101.09	117.14	95.94	99.89	99.37

资料来源：公司提供

在销售模式上，金泰氯碱主要产品 PVC 及烧碱以终端销售为主，2017 年前五大销售客户销售收入占总收入比重为 37.87%，客户较为集中。

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二级子公司华秦投资下属的陕西汇森煤业开发有限责任公司（以下简称“汇森煤业”）的保障，电石主要由华山创业供应，在成本控制方面有一定优势。近年来，随下游行业景气度提升及需求好转等影响，公司烧碱和 PVC 产品价格有所上升。

表 9: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司烧碱、PVC 平均售价（元/吨）

项目	2015	2016	2017	2018.3
烧碱平均售价	1,482.90	1,821.86	2,909.75	3,037.25
PVC 平均售价	4,448.34	4,813.07	5,418.43	5,437.37

资料来源：公司提供

总体来看，近年来得益于主要化工产品价格上 涨及公司成本控制优势，公司化工收入稳定增长，盈利能力持续改善。

煤炭生产板块

煤炭生产主要由二级子公司华秦投资下属的陕西清水川能源股份有限公司（以下简称“清水川能源”）和汇森煤业，以及陕投煤运分公司负责运营。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司煤炭生产板块收入分别为 7.87 亿元、11.85 亿元、31.33 亿元和 6.43 亿元；同期，毛利率分别为 16.46%、42.51%、59.35% 和 63.16%，受供给侧改革影响，煤炭价格上涨，同时销量增加，公司煤炭生产板块收入及盈利能力有所提升。

公司拥有在产矿井 2 座，分别为清水川能源下属的冯家塔煤矿和汇森煤业下属的凉水井煤矿。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，地质储量 10.76 亿吨，可采储量 4.84 亿吨，可开采年限 62 年，煤种为长焰煤，属优质动力煤。由于清水川电厂二期尚未投产，煤炭内部消化能力不足，因此冯家塔煤矿剩余部分用于外销。凉水井煤矿全部用于外销，资源储量为 6.231 亿吨，设计可采储量 3.64 亿吨，可开采年限为 38.5 年，以不粘煤和长焰煤为主，是良好的动力燃料、

工业气化和液化用煤。

表 10: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司所属煤矿产量情况 (万吨)

煤矿名称	科目	2015	2016	2017	2018.3
冯家塔煤矿	煤炭总产量	207.68	329.35	388.79	102.62
	其中: 清水川一期项目消化煤炭量	134.54	143.84	140.93	37.60
凉水井煤矿	煤炭总产量	561.66	639.69	709.66	175.51
总产量	--	769.34	969.04	1,098.45	278.13

资料来源: 公司提供

在建煤矿方面, 公司目前正在开展凉水井煤矿扩能改造工程, 丈八、小壕兔等井田的矿井建设处于前期工作阶段。凉水井煤矿扩能改造工程总投资 12.09 亿元, 截至 2017 年末已投资 10.78 亿元, 预计 2019 年竣工。

表 11: 截至 2017 年末所属主要矿井建设、产能及储量情况 (亿吨、万吨/年、亿元)

项目类别	状态	可采储量	设计产能	总投资	已投资	是否外销
冯家塔煤矿	已投产	4.84	600	--	--	部分外销
凉水井煤矿	生产矿井	3.64	800	12.09	10.78	全部外销
赵石畔煤矿	规划在建	6.59	600	42.70	0.18	部分外销
小壕兔二号	规划在建	7.75	600	31.20	0.18	部分外销
丈八矿井	规划在建	2.39	150	21.80	0.03	全部外销
合计	--	25.21	2,750	107.79	11.17	--

注: 截至 2017 年末, 赵石畔煤矿、小壕兔二号和丈八矿井处于规划在建状态, 尚未开工, 已投资系办理前期手续费用; 园子沟矿井及选煤厂目前已全面停工, 现在正在进行安全维护性施工, 暂未列入此表。

资料来源: 公司提供

总体来看, 2015 年以来公司煤炭生产板块收入及盈利能力有所提升, 预计随着煤电一体化项目陆续投产, 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, 公司拟建矿井较多, 未来可能面临一定的投资压力。

电力板块

电力板块主要由清水川能源、陕西秦龙电力股份有限公司 (以下简称“秦龙电力”) 和陕西省水电开发有限责任公司 (以下简称“陕西水电”, 原

系汇森煤业下属子公司, 2018 年变更为二级子公司) 负责运营, 包括火电、水电和光伏发电。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月, 公司分别实现电力收入 10.87 亿元、11.85 亿元、14.17 亿元和 10.43 亿元; 同期, 毛利率分别为 19.86%、15.92%、32.40% 和 24.27%。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 2018 年 3 月末, 公司可控装机容量为 232.07 万千瓦, 以火电装机容量为主。2017 年, 随渭河电站 TOT 项目合作期满, 纳入公司合并范围, 公司火电装机容量大幅增加; 同期, 公司新增光伏装机容量 28.36 万千瓦, 且 2018 年 3 月末进一步增至 32.62 万千瓦。2017 年, 随可控装机容量增加, 公司发电量亦大幅上升。上网电价方面, 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月, 公司火电和水电平均上网价格小幅波动, 光伏平均上网电价处于较高水平。

表 12: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司发电基本情况 (万千瓦、亿千瓦时)

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
期末可控装机容量	75.45	75.45	227.81	232.07
其中: 火电装机	60.00	60.00	184.00	184.00
水电装机	15.45	15.45	15.45	15.45
光伏装机	--	--	28.36	32.62
发电量	31.43	32.04	97.88	26.04
其中: 火电发电量	26.56	28.17	89.39	24.70
水电发电量	4.87	3.86	5.61	0.48
光伏发电量	--	--	2.87	0.86
火电平均上网电价	0.308	0.293	0.286	0.295
水电平均上网电价	0.289	0.282	0.297	0.292
光伏平均上网电价	--	--	0.801	0.843

注: 表内装机容量为在生产状态下的装机容量。

资料来源: 公司提供

公司火电部分主要由清水川能源旗下已经建成并投产的清水川电站 (一期) 及秦龙电力旗下渭河电站构成。其中, 清水川电站 (一期) 隶属于清水川煤电一体化项目。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 260.00 万千瓦, 其中一期两台 30 万千瓦超临界空冷机组已于 2008 年 4 月投产; 二期在建 2×100 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。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。渭河电站需要购买煤炭输送至电厂。

公司水电和光伏发电部分主要由陕西水电负责，规模较小。截至 2018 年 3 月末，水电可控装机容量为 15.45 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。截至 2017 年末，公司光伏可控装机容量为 28.36 万千瓦。此外，2018 年 1 月，陕西水电完成对蒲城隆基生态农业光伏新能源有限公司的并购，光伏可控装机容量增至 32.62 万千瓦。

表 13: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司控股电厂基本运行情况（万千瓦时、小时、万千瓦）

项目	类型	2015		2016		2017		2018.3		2018 年 3
		发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	月末装机容量
清水川电站（一期）	火电	265,642.44	4,427.37	281,745.00	4,695.75	276,444.60	4,607.41	71,034.6	1,183.91	60.00
渭河电站	火电	--	--	--	--	617,548.00	4,980.00	176,000.00	1,419.35	124.00
蔺河口电站	水电	17,353.50	2,410.20	17,482.18	2,428.08	22,442.18	3,116.97	2,345.08	325.79	7.20
金淌电站	水电	6,332.80	4,085.70	5,885.12	3,796.85	6,240.63	4,026.21	--	--	1.55
二郎坝电站	水电	19,097.10	3,599.80	10,569.22	1,992.31	19,850.00	3,741.75	1,598.67	301.35	5.31
葫芦头电站	水电	3,629.90	3,781.10	2,726.00	2,839.58	5,259.00	5,477.73	566.5	590.10	0.96
其他水电站	水电	2,243.80	5,170.00	1,982.28	4,567.46	2,320.09	5,345.83	316.73	729.79	0.43
榆林协合生态光伏电站	光伏	--	--	--	--	24,566.86	1,181.10	5,938.95	285.53	20.80
陕西国力光伏电站	光伏	--	--	--	--	2,071.27	1,090.14	491.93	191.64	2.56
西藏浪卡子光伏电站	光伏	--	--	--	--	2,050.88	410.18	702.38	140.48	5.00
蒲城隆基生态农业光伏系能源有限公司	光伏	--	--	--	--	--	--	1,483.18	348.98	4.25
合计	--	314,299.54	--	320,389.80	--	978,793.51	--	260,478.02	--	232.07

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2017 年末，公司电力板块在建项目总投资 313.16 亿元，已投资 115.25 亿元。公司煤电板块未来将逐步形成“以煤炭为基础，电力为目标，综合利用为产能延伸”的煤电一体化产业链条。目前煤电一体化装机容量为 60 万千瓦，随着未来清水川二期的 2×100 万千瓦煤电一体化项目并网发电，公司煤电一体化发电量将大幅上

升。此外，公司还将建设赵石畔煤电一体化配套电厂 2×100 万千瓦、小壕兔煤电一体化配套电厂 4×100 万千瓦项目等，由于这些项目尚处于建设期或规划期，建设进度和经济效益未来仍存在不确定性。目前，清水川二期项目主体已基本完工，结合配套送出路线工程施工进度，预计今年年内实现并网发电。

表 14: 截至 2017 年末公司电力板块主要在建和拟建项目情况（亿元）

项目名称	项目建设主体	总投资	已投资	建设起止时间
清水川电厂二期工程	清水川能源	73.49	58.50	2011.5~2018.6
商洛 2×660MW 火力发电项目	陕西商洛发电有限公司	51.95	7.02	2016.6~2018.4
赵石畔煤电有限公司 2×1000MW 项目	陕西能源赵石畔煤电有限公司	74.45	36.19	2016.5~2018.8
麟北低热值煤发电 2×350MW 项目	秦龙电力	30.75	13.02	2016.8~2018.3
清水川电厂三期工程	清水川能源	70.36	--	2019.8~2022.5
榆林小壕兔一期 100MW 风电项目	陕西水电	8.06	0.52	2017.1~2018.12
榆林小壕兔一期 50MW 光伏项目	陕西水电	4.10	--	2018.4~2018.11
合计	--	313.16	115.25	--

注：陕西商洛发电有限公司和陕西能源赵石畔煤电有限公司系汇森煤业下子公司。

资料来源：公司提供

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，如陕西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 2017 年末，公司参股电厂权益装机容量超过 250 万千瓦，权益装机规模较大。

表 15：截至 2017 年末公司主要参股电厂权益装机容量

(万千瓦)			
参股公司	装机容量	持股比例	权益装机容量
大唐韩城第二发电有限责任公司	240.00	40.00%	96.00
国电宝鸡发电有限责任公司	132.00	35.00%	46.20
陕西华电蒲城发电有限责任公司	138.00	35.00%	48.30
陕西宝鸡第二发电有限责任公司	120.00	35.00%	42.00
合计	630.00	--	252.50

资料来源：公司提供

总体来看，公司电力板块 2017 年可控装机容量大幅提升，随着公司在建项目陆续投产，或将进一步提升；同时，公司大力进行煤电一体化项目建设，未来业务综合效益或将提升。此外，中诚信国际也关注到，公司电力板块在建项目投资规模较大，未来面临较大的投资压力。

地质勘探板块

地质勘探板块主要由煤田地质公司负责运营。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别实现地质勘探板块收入 19.50 亿元、16.12 亿元、17.29 亿元和 3.02 亿元，其中受去产能及煤炭市场低迷的影响，2016 年有所下降；同期，毛利率分别为 47.03%、34.51%、32.52% 和 20.30%，有所下降，主要系煤炭行业限产，地质勘探业务作为上游行业，受到影响。

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。截至 2017 年末，煤田地质公司拥有国土资源部、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 65 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，2017 年前五大客户收入金额占收入总额比重为 4.67%，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。

由于近年来煤炭行业下游需求变化以及产能过剩，同时受勘探业务具有一定滞后性，钻探进尺、出具报告份数以及营业收入均有所波动。

表 16：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月煤田地质公司钻探情况

项目	况			
	2015	2016	2017	2018.3
钻探（万米）	46.00	48.18	40.40	4.35
地质报告（万份）	27	43	39	1
其中：省级地勘项目	3	6	5	1
社会地质项目	24	37	34	0

注：2018 年一季度，煤田地质公司钻探情况统计口径有所调整，仅列示符合相关标准大项目情况。

资料来源：公司提供

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，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。

房地产及酒店板块

房地产及酒店板块主要由华秦投资下属公司陕西金泰恒业房地产有限公司（以下简称“金泰恒业”）、陕西金信实业发展有限公司（以下简称“金信实业”）和陕西人民大厦有限公司（以下简称“人民大厦公司”）负责运营。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别实现房地产及酒店板块收入 17.22 亿元、18.34 亿元、24.83 亿元和 1.02 亿元，逐年增长，并且以房地产销售收入为主；同期，毛利率分别为

37.30%、37.71%、31.84%和 51.95%，处于较高水平。

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，同时正在山东、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。2015~2017 年，公司房地产业务新开工面积及在建面积逐年增长，签约面积和签约金额较为稳定；2016 和 2017 年投资规模较大。

表 17：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司房地产业务运营情况

指标	2015	2016	2017	2018.3
新开工面积（万平方米）	41.89	79.09	81.01	3.03
竣工面积（万平方米）	18.62	49.60	39.99	12.24
在建面积（万平方米）	124.74	154.23	195.25	186.64
投资金额（亿元）	19.87	39.36	40.21	4.46
签约面积（万平方米）	29.89	30.92	30.65	3.39
签约金额（亿元）	20.07	19.49	23.38	2.69

注：因统计时点不同部分数据有所差异，此次已按调整后口径重新填列数据。

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月末，金泰恒业已完成西安人民大厦改扩建和金泰财富中心两个重点项目；同期，主要在建房地产项目总投资 226.47 亿元，已投资 147.91 亿元，主要为金泰丝路花城、金泰假日花城、金泰新理城以及陕西文化中心等项目，面临一定的投资压力。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，预计全年租金收入 1 亿元左右。此外，公司未来拟开发西安灞桥项目和首个旅游地产海南金泰湾项目，预计拟建项目总投资达 272.05 亿元。

表 18：截至 2018 年 3 月末公司在建和拟建房地产项目情况（亿元）

序号	项目名称	开发模式	进展	总投资	已投资
在建项目					
1	金泰假日花城	独立开发	在建	41.11	27.80
2	金泰丝路花城	独立开发	在建	21.06	19.42
3	金泰怡景花园	独立开发	在建	23.43	6.54
4	陕西文化中心	独立开发	在建	17.87	14.66
5	金泰新理城	独立开发	在建	31.88	13.71
6	金泰滨江花城	独立开发	在建	10.57	7.27

7	山东项目	合作开发	在建	78.50	57.08
8	PC 厂	合作开发	在建	2.05	1.43
合计		--	--	226.47	147.91
拟建项目					
9	海南项目	合作开发	拟建	204.24	6.40
7	灞桥项目	独立开发	拟建	67.81	2.97
合计		--	--	272.05	9.37

注：拟建项目已投资系前期投入费用。

资料来源：公司提供

灞桥项目地处西安市灞桥区，紧邻国家级灞桥生态湿地公园，毗邻西安世博园，总建筑面积约 88 万平方米，综合容积率 2.0，项目定位以中式风格为主，项目结合坊、院、街布局，以洋房和高层为主，配套幼儿园、小学、中学、商业、运动俱乐部、大食堂、养老公寓、社区医疗等，打造郊区生态大盘。目前灞桥项目处于土地征收及前期市政基础设施设计阶段。

海南项目位于海南省东方市板桥镇，是海南省东方市第一大盘，由海南金泰鸿业投资有限公司（以下简称“海南公司”）开发建设，海南公司是金泰恒业和宝鸡中苑房地产开发有限责任公司合资组建，注册资本 1 亿元，金泰恒业持股 51%。该项目拟在板桥镇旧城改造基础上，打造成为集现代特色文化休闲度假、国际会展会议及中华禅文化为一体的山海互动文化养生旅游项目。一期规划用地约 2,000 亩，总建筑面积约 249 万平方米，总投资 204.24 亿元，目前主要工作集中在工程前期准备。该项目投资规模较大且地处外省，受外部市场环境影响较大，需关注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。

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。2015~2017 年，皇冠假日酒店客房平均入住率分别为 68.14%、69.00%和 71.90%。2017 年，受高端酒店业大环境不景气影响加之折旧成本较高，金信实业经营持续亏损。

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 12.55 万平方米，共有 5 幢接待楼。2015~2017 年，人民

大厦公司旗下酒店平均客房入住率分别为 64.07%、68.63%和 64.16%。2017 年，由于折旧费用较高，人民大厦公司仍处于亏损状态。

总体来看，公司房地产业务在建拟建项目充足，收入稳定增长，但投资节奏较快，在建项目投资压力较大。此外，受经济增速放缓、行业竞争激烈以及折旧费用较高等影响，公司酒店业务均持续亏损。

航空产业板块

公司航空产业板块由子公司陕西航空产业发展集团有限公司(以下简称“航空产业集团”)负责。航空产业集团于 2014 年 6 月成立，由公司、陕西金融控股集团有限公司和西安投资控股有限公司共同出资组建，是陕西省航空产业战略性投资、重大项目合作的市场化运营主体。

航空产业集团拟将贝尔直升机装配生产线引入陕西省。为此，航空产业集团在建陕西直升机产业发展园项目。项目总占地 615 亩，按照“统一规划、滚动开发；节约利用、提高效益”的原则分步实施，建设内容包括：贝尔直升机一期、二期项目建设，共计 110 亩；飞行培训、机务培训、机库、停机坪等用地建设，共计 205 亩；航空产业集团企业办公中心、直升机展示及文化传播中心、直升机运营基地及通航指挥监管中心的用地建设，共计 250 亩；直升机改装等配套合作项目生产办公设施，共计 50 亩。

项目总投资约 50 亿元，固定资产投资强度超过 800 万元/亩，总投资中飞机采购和设备购置约达到 70%，建安工程费占比约 11.5%，土地购置费占比约 4.5%，其他期间费占比约 5.5%，铺底流动资金占比约 8.5%。截至 2018 年 6 月末已投资 4.04 亿元。项目建设期 5 年，从项目正式申报开始计算，建设期拟为 2017 年 11 月至 2022 年 12 月。

航空产业集团成立时间较短，起步较晚，暂未产生收益。未来公司将以市场化的方式整合陕西航空产业优质资源，重点开展干线、支线、通用机型及无人机制造业务，打通航空运输、通用航空、航

空金融等上下游产业，形成覆盖航空产业体系的完整产业布局。预计随着陕西省政府一系列推进当地航空产业重点项目建设的政策措施出台，公司航空产业板块业务板块规模将迅速扩大。

总体来看，公司航空产业板块尚处于起步阶段，未实现收益，预计未来随着地方航空产业政策陆续出台，该板块业务规模将迅速扩大，也将有较大的资金需求。

管理

产权结构

截至2018年3月末，公司合并范围二级子公司9家，二三级子公司共计58家。

法人治理结构

陕西投资集团有限公司是经陕西省国资委批准，在国家工商行政管理部门登记注册的国有独资公司，具有独立的企业法人资格，其合法权益和经营活动受国家法律保护，受陕西省人民政府领导和陕西省国有资产监督管理委员会监管。公司依据《公司法》等有关规定，制定了《陕西投资集团有限公司章程》，设立了董事会、监事会和经营管理层。公司不设股东会，由省国资委代表陕西省人民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。

公司设董事会，由9名董事成员组成，设董事长1人。董事会成员中应当有职工代表1名。董事每届任期3年，任期届满可以连派（选）连任。董事会成员按照《陕西省省属企业领导人员管理暂行规定》，由陕西省省委、省政府及其省委组织部、国资委按照管理权限与工作职责任免。董事会成员中的职工代表由集团职工民主选举产生。集团设监事会，由5人组成，其中职工代表2人。监事会设主席1名，由省国资委从监事会成员中任命。监事会成员由省国资委任命或提请任命，其中监事会中的职工代表由集团职工民主选举产生。监事会对董事会及其成员和总经理等高级管理人员行使监督职能，

对省国资委负责。监事任期每届3年，任期届满可以连派（选）连任。集团设总经理1人，由董事会聘任或者解聘。总经理负责集团的日常经营和管理，对董事会负责，主持集团的日常经营和管理工作，组织实施董事会决议，向董事会报告工作。

公司根据业务需要，设办公室、战略规划部、资本运营部、金融管理部、财务管理部、人力资源部、安全环保监察部、科技管理部、审计部、法规部、党委组织部、党委宣传部、纪检监察部和工会工作部共计14个部门。

管理水平

为了适应现代企业管理的需要，健全公司管控体系与运行机制，促进公司发展，提高经济效益，公司制订了多条规章制度并建立了较为完善的内部控制体系。

财务管理制度方面，为规范公司财务会计行为，加强财务管理效率和会计核算水平，提高经济效益，确保国有资本及企业资产保值增值，公司根据相关法律以及财政部颁布的新会计准则中的有关规定，结合公司生产经营的特点和会计系统管理的要求，先后颁布了多项财务、资产管理及会计核算制度。为推进集团公司实行全面预算管理，强化内部控制机制，结合集团公司实际情况，陕投集团制定了相关财务预算管理办法，建立了科学、有效的《全面预算管理考核办法》，强化了公司全面预算管理的力度，提高了预算编制水平。此外，陕投集团成立了自己的财务结算中心，对集团下属各分、子公司的资金进行统一管理。这些制度对公司货币资金管理原则、现金管理、银行存款、资金拨付等方面的详细内容做出明确的制度性规定。

重大投融资决策制度方面，为健全公司投资决策程序，加强投资决策的规范性、合理性和科学性，提高重大决策的效益和决策质量，控制公司投资决策风险，进一步加强公司的投资管理，规范公司投资行为，陕投集团制定了《建设项目投资决策管理办法》、《投资建设项目管理程序》、《招标管理办法》、《建设项目后评价管理办法》等一系列的制度，

从事前到事中、事后全过程追踪的投资项目管理制度和办法。融资决策方面，为规范业务操作和有效控制融资风险，规范融资行为，明确债权债务关系，保障公司资金的安全和经营活动的平稳、健康运行，陕投集团制定有《直接债务融资募集资金管理办法》、《本部借款管理办法》等。集团公司下属子公司可以自主融资，也可经集团公司同意后以子公司为融资主体，通过委托贷款形式进行融资。公司每年制定集团《融资计划方案》，由财务管理部根据集团实际情况结合年度投资计划编制投融资计划方案，统一各指标统计口径，并在相关部门的协同配合下，完成和上报集团的投融资计划方案，经由董事会和集团领导同意最终确定。陕投集团坚持“投融结合、适度调剂”的原则，每年年底根据子公司上报的投资计划以及宏观经济环境预期编制次年融资计划。融资项目最终需由集团公司董事会审批通过后才能开展。

担保制度方面，陕投集团根据国家有关法律法规及相关金融机构贷款审批条件，在需要时为债务性融资资金提供保证、抵（质）押担保。陕投集团严禁集团公司所属子公司之间相互提供担保、抵押、质押等方式进行融资。

对子公司的资产、人员、财务管理制度方面，陕投集团子公司均为按照《公司法》设立的独立法人机构，建立了独立的管理制度、内控机制和绩效考核制度。陕投集团按《公司法》等法律法规的相关规定，参加子公司股东大会、董事会和监事会，行使相应的股东权利。为加强对全资子公司、控股及参股公司资产、人员、财务等方面的有效管理，根据《公司法》并结合实际情况，公司制定了《资金集中管理办法》、《内部借款管理办法》、《投资资金拨付管理办法》、《固定资产管理办法》、《集团公司所属企业重大事项管理暂行办法》、《财会人员管理办法》、《财务负责人委派制管理办法》、《全资及控股子公司企业负责人薪酬管理暂行办法》通过以上各项制度的实施运行，陕投集团能够做到对下属子公司资产、人员、财务等全方位较好的内部控制和管理。

总体来看，公司形成了较为完善的内部规章制度和内控制度，对于业务发展和管理效率的提高提供了一定的支持。

战略规划

经营策略方面，公司计划壮大以“一主多元”为格局的实体产业。“十三五”期间，陕投集团地质勘查板块将以煤炭及非煤资源地质勘查及延伸产业为主，矿业开发与多元产业并举，着重内部业务和资源整合，提升专业协同力、核心竞争力、品牌竞争力和综合效益；以市场需求为导向，以“转变发展方式与提升价值创造能力相结合、扩大规模与提高效益质量相结合、短期增长与长远发展相结合”为指导，培育和整合未来相关机会业务，实现培育新的经济增长点；构建成长阶梯，打造扩张路径，将公司建设成为现代企业制度完善、发展质量和经济效益显著提升、自主创新水平显著提高、综合竞争力强的一流地勘产业集团。

此外，公司将积极构建以产融结合为主体的金融服务平台。金融服务业作为陕投集团两大产业格局之一，具备一定的发展基础和优势，做大做强金融板块对推动陕投集团实现跨越式发展至关重要。

“十三五”期间，随着国家多层次资本市场建设加快，迎来了金融与类金融牌照进一步放开、混合所有制改革对金融机构发展动力的助推、信息技术与互联网+政策能促进金融产业升级、公司制产业基金组织形式愈发多样化、加快人民币资本项目可兑换等重大利好发展条件和环境，金融板块仍需不断提升资本实力，在加速现有板块的市场化进程和转型创新发展步伐的同时，积极把握政策机遇完善金融业务门类，扩展金融和类金融全牌照，设立融资租赁和融资担保公司、银行、财务公司，通过设立基金并引入战略投资者，构建综合性金融控股平台，更好发挥联动协同效应，持续提升资产规模，满足集团资本运作需求。

经营目标方面，到 2020 年，陕投集团计划实现总资产 2,353.77 亿元，净资产 710.16 亿元，年营业收入 537.16 亿元，年利润总额 77.04 亿元，力争

实现信托、煤电、航空、房地产业务板块整体或部分上市，控股上市公司净资产超过 260 亿元，资产证券化率提高至 60%。其中实业板块总资产 1,284.49 亿元，年营业收入达到 451.65 亿元，年利润总额达 40.21 亿元；金融板块总资产 1,069.28 亿元，年营业收入达到 85.51 亿元，年利润总额达到 36.83 亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年财务报告及公司提供的未经审计的 2018 年一季度财务报表。2017 年，由于公司将持有的部分子公司股权划转至陕西汇森煤业开发有限公司，审计报告对前期部分会计事项进行了调整，因此 2017 年期初数据较上年末期末数据有所差异。本次评级报告以审计报告期末数据为依据，会计差错变更请参考审计报告。

截至 2018 年 3 月末，公司拥有纳入合并范围二级子公司 9 家。

资本结构

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司总资产分别为 1,044.07 亿元、1,076.55 亿元、1,330.70 亿元和 1,434.08 亿元，总资产持续增长。其中 2017 年末公司总资产较上年末增长较多，主要由于在建项目的持续推进以及金融资产的公允价值变动。从资产构成上看，流动资产在总资产中占比总体呈下降趋势，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司流动资产占总资产比重分别为 71.68%、68.45%、58.92% 和 60.82%。

流动资产方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末末，公司流动资产分别为 748.36 亿元、736.87 亿元、784.01 亿元和 872.22 亿元，主要由货币资金、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、存货和其他流动资产构成。货币资金方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司货币资金分别为 226.98 亿元、184.80 亿元、230.32 亿元和 251.75 亿元，其中 2016 年末公司货币资金较上年末大幅下降主要

系西部证券 2016 年收取的利息、手续费及佣金有所减少，回购业务资金增加额较 2015 年减少，且客户保证金为净流出所致；2017 年以来，公司货币资金较上年末有所回升，主要系公司发行债券规模持续增长所致。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要由西部证券所持有的短期债券和股票投资构成，分别为 92.62 亿元、153.59 亿元、210.18 亿元和 222.28 亿元，呈稳步上升趋势；2016 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产较上年末增长主要系公司交易性金融资产中债务工具大幅增加所致，同年权益工具投资有所下降；2017 年末，公司进一步增加债务工具投资，且公司增加持有的基金投资等其他投资。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司存货分别为 59.81 亿元、79.46 亿元、95.61 亿元和 101.26 亿元，截至 2018 年 3 月末，公司存货主要为房地产企业的开发成本及其他和自制半成品及在产品；2016 年公司存货增长主要系公司房地产开发企业土地储备价值大幅增长所致；2017 年公司存货增长主要系公司房地产开发成本和自制半成品及在产品（化工产品及其不含土地费用开发成本，包含建安费、前期开发费和基础设施费等）和商品房等库存商品较上年大幅增长。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司其他流动资产分别为 112.88 亿元、80.48 亿元、76.99 亿元和 109.62 亿元，近两年其他流动资产大幅下降主要系西部证券融出资金减少所致；2018 年 3 月末其他流动资产有所回升，主要系理财产品大幅增涨所致。同期，公司应收账款分别为 28.59 亿元、24.70 亿元、31.75 亿元和 33.54 亿元，其中截至 2017 年末单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款 11.65 亿元，计提坏账准备 7.88 亿元，含对贾跃亭、贾跃民等应收账款 10.19 亿元，对其股票质押计提坏账准备 4.39 亿元。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司预付款项分别为 64.59 亿元、90.96 亿元、30.85 亿元和 45.07 亿元，主要为预付贸易款、工程款和设备款等，其中 2017 年下降明显主要系将预付矿

权价款及预付工程设备款调整至其他非流动资产所致。同期，公司买入返售金融资产分别为 84.83 亿元、60.56 亿元、53.76 亿元和 42.88 亿元，主要为西部证券股票质押式回购和债券逆回购业务形成，近年来受证券市场行情影响规模逐年减小。

非流动资产方面，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司非流动资产分别为 295.71 亿元、339.68 亿元、546.69 亿元和 561.86 亿元，占总资产比重分别为 28.32%、31.55%、41.08%和 39.18%，主要为固定资产、在建工程、可供出售金融资产和其他非流动资产。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司固定资产分别为 90.41 亿元、87.38 亿元、129.98 亿元和 131.03 亿元，主要由房屋及建筑物和机器设备构成；其中 2017 年，公司固定资产大幅增长主要系二级子公司陕西秦龙电力股份有限公司收购渭河电厂，陕西省水电开发有限责任公司成立山南大有新能源开发有限公司，陕西金泰氯碱化工有限公司收购企业，导致房屋建筑物和机器设备分别增加 9.88 亿元和 29.18 亿元所致。各期末，公司在建工程分别为 64.36 亿元、88.70 亿元、152.19 亿元和 162.12 亿元，逐年增长；2016 年末，在建工程较上年末增长主要系清水川电厂二期工程建设项目、园子沟矿井及选煤厂维护项目、陕西能源赵石畔煤电有限公司 2×1000MW 项目等在建项目增加投资所致；2017 年末，公司在建工程较上年末大幅增长主要系清水川电厂二期工程、商洛 2×660MW 火力发电项目、麟游 2×350MW 低热值发电项目、赵石畔煤电有限公司 2×1000MW 项目、园子沟矿井及选煤厂以及直升机组装工程等项目投资增加所致。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司可供出售金融资产分别为 83.96 亿元、96.46 亿元、77.48 亿元和 81.10 亿元，有所波动。2016 年末，公司可供出售金融资产较上年末有所增加主要系公司可供出售权益工具有一定幅度的增加；2017 年末，公司可供出售金融资产有所下降主要系公司可供出售债券以及西部证券的其他投资下降所致。除此之外，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司其他非流动资产分别为 0.30 亿元、1.24 亿元、83.92 亿元和 59.45

亿元，2017 年末较上年末大幅增加，主要系公司将预付矿权价款及预付工程设备款从预付款项调整至其他非流动资产科目。

在资产规模大幅增长的同时，公司负债规模也不断增长。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司总负债分别为 725.98 亿元、733.30 亿元、905.46 亿元和 993.73 亿元，2017 年大幅增长，主要由于公司其他流动负债和应付债券大幅增长。从负债结构来看，公司以流动负债为主，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司流动负债占总负债比重分别为 76.18%、69.84%、66.08% 和 61.83%。

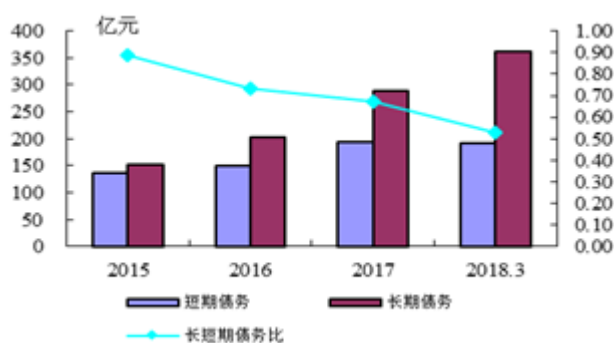
流动负债方面，公司流动负债主要由卖出回购金融资产款、代理买卖证券款、其他流动负债和应付账款构成。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司卖出回购金融资产款分别为 110.89 亿元、89.67 亿元、116.14 亿元和 131.58 亿元，有所波动，主要为西部证券卖出回购金融资产。同期，公司代理买卖证券款分别为 202.57 亿元、147.13 亿元、105.49 亿元和 108.65 亿元，总体呈下降趋势，主要为西部证券证券经纪业务产生；近两年，西部证券股票交易业务持续下降，因此代理买卖证券款整体规模持续下降。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司其他流动负债分别为 52.61 亿元、55.19 亿元、99.56 亿元和 60.11 亿元。2017 年末，公司其他流动负债较上年末大幅增加，主要系应付短期融资券及收益凭证增加所致；2018 年 3 月末随短期融资券到期还款有所下降。同期末，公司应付账款分别为 28.67 亿元、32.08 亿元、61.56 亿元和 49.23 亿元，其中 2017 年公司应付账款大幅增加，主要系子公司汇森煤业 1 年以内应付账款大幅增加所致。此外，2017 年以来公司短期借款规模快速上升，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司短期借款分别为 48.10 亿元和 64.96 亿元；2018 年一季度，公司其他应付款由 2017 年末的 27.60 亿元上升至 2018 年 3 月末的 47.30 亿元，主要系子公司金泰恒业暂借款增加所致。

非流动负债方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司非流动负债增幅较大，分别为 172.96 亿元、221.19 亿元、307.14 亿元和 379.35 亿元，主要由长

期借款和应付债券构成。长期借款方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司长期借款分别为 68.85 亿元、135.25 亿元、155.16 亿元和 199.41 亿元，逐年增长，主要系公司调整贷款结构，中长期贷款增加所致。同期末，公司应付债券分别为 82.81 亿元、67.79 亿元、125.78 亿元和 153.63 亿元，规模随公司及下属公司发行债券而不断增长。

有息债务方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司总债务分别为 288.24 亿元、352.87 亿元、481.66 亿元和 554.54 亿元，逐年增长，公司总债务的增长主要系公司长期借款、应付债券和其他流动负债中带息债务的增长所致。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 69.53%、68.12%、68.04% 和 69.29%，同期总资本化比率分别为 47.54%、50.69%、53.11% 和 55.74%，资产负债率略有波动但总体已处于高位，总资本化比率随债务增长而持续上涨。从债务结构上来看，公司以长期债务为主，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司长期债务分别为 152.65 亿元、203.82 亿元、288.33 亿元和 362.22 亿元，以长期债务为主的债务结构与公司在建项目资金需求较长的特点相匹配。

图 13：2015 年~2018 年 3 月末公司债务结构分析

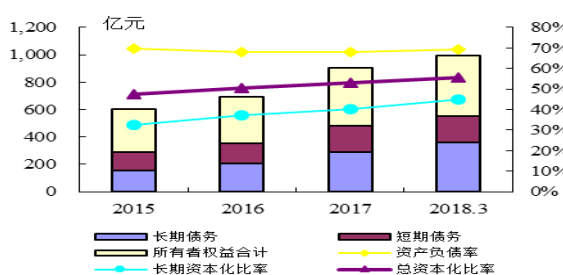


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司所有者权益合计分别为 318.09 亿元、343.25 亿元、425.25 亿元和 440.35 亿元，其中，少数股东权益分别为 126.83 亿元、138.67 亿元、191.83 亿元和 191.58 亿元。归属于母公司所有者权益主要由实收资本、未分配利润和资本公积构成。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司实收资本均为 100 亿元。各期

末，公司未分配利润分别为32.88亿元、37.69亿元、48.32亿元和49.70亿元，公司未分配利润的增加主要系公司经营业务利润的累积；其中2017年末公司未分配利润较上年末增长主要系会计事项调整所致。各期末，公司资本公积分别为44.83亿元、46.59亿元、46.49亿元和46.60亿元；2015年末，公司资本公积增加主要系公司西部信托处置其持有的西部证券1%的股份，处置股权收益及比例变化增加资本公积所致。此外，截至2017年末，公司其他权益工具增至19.97亿元，主要系公司发行的“17陕西能源MTN001”和“17陕西能源MTN004”两期永续中票；截至2018年3月末，公司发行“18陕西能源MTN001”，其他权益工具增至34.95亿元。

图 14：2015 年~2018 年 3 月末公司资本结构分析



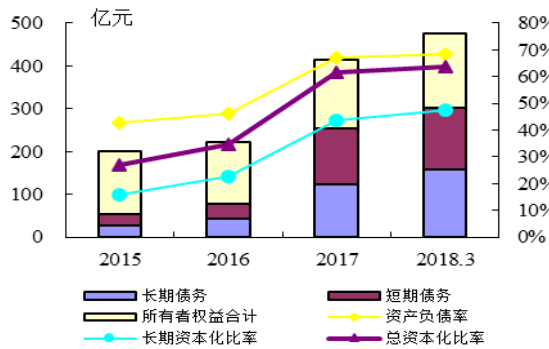
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司口径方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，母公司总资产分别为 256.78 亿元、269.70 亿元、487.01 亿元和 549.48 亿元，呈逐年上升趋势。作为投资控股类企业，母公司最重要的资产是长期股权投资，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，母公司长期股权投资分别为 148.50 亿元、158.87 亿元、185.90 亿元和 186.00 亿元，2017 年对汇森煤业、陕西投资新兴产业发展有限公司以及陕西君成融资租赁股份有限公司等公司新增及追加投资使得母公司长期股权投资大幅上升。流动资产方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，母公司流动资产分别为 70.82 亿元、51.31 亿元、247.86 亿元和 310.21 亿元，主要系其他流动资产和其他应收款增加所致；2017 年末，母公司其他流动资产大幅增加至 151.69 亿元，主要系对子公司的委托贷款调整到本科目核算；2018 年 3 月末其他流动资产进一步增至 190.09 亿元。2017 年末，其他应收款大幅增加至

40.80 亿元，主要系新增对华秦投资和华山创业的应收款项。非流动资产方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，母公司非流动资产分别为 185.96 亿元、218.40 亿元、239.15 亿元和 239.27 亿元。2017 年末，母公司持有至到期投资大幅减少，主要系对子公司的委托贷款调整至其他流动资产核算。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，母公司总负债分别为 110.17 亿元、125.04 亿元、327.59 亿元和 376.66 亿元，2017 年末大幅增长主要因为母公司发行短期融资券和发行债券所致。各期末，母公司其他流动负债分别为 40.89 亿元、44.45 亿元、149.47 亿元和 119.07 亿元；2017 年末较上年末大幅增长主要系发行短期融资券，2018 年 3 月末随部分短期融资券到期偿还规模略有下降。2017 年及 2018 年 3 月末，母公司应付债券分别为 65.66 亿元和 93.49 亿元，2017 年大幅增长主要系母公司公开发行债券“17 陕能债”、“17 陕能 02”、“17 陕能 03”、“17 陕西能源 MTN002”和“17 陕西能源 MTN003”所致；2018 年母公司又发行“18 陕投 01”、“18 陕投 02”、“18 陕投 03”和“18 陕投 04”，应付债券进一步上升。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，母公司总债务分别为 54.25 亿元、76.57 亿元、254.36 亿元和 303.11 亿元；2017 年以来大幅增长，主要系其他流动负债中的带息债务、短期借款和应付债券增长所致。各期末，母公司口径长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.98 倍、0.80 倍、1.07 倍和 0.93 倍，母公司口径的债务结构有所波动，2017 年末短期债务占比有所上升，对母公司短期偿债能力提出了较高要求。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，母公司资产负债率相应分别为 42.90%、46.36%、67.27%和 68.55%，总资本化比率分别为 27.01%、34.61%、61.47%和 63.69%，均逐年增长，且 2017 年随公司债务规模增长而大幅增长，已处于较高水平。

图 15：2015 年~2018 年 3 月末母公司口径资本结构分析


资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

总体来看，公司近年来投融资规模较大，公司债务规模持续增长，2017 年末公司总债务规模快速上升。由于母公司承担了陕投集团较多的融资职能，导致其债务规模大幅增加，资产负债率和总资本化比率持续走高，未来母公司将面临一定的偿债压力，中诚信国际将对此保持关注。

盈利能力

公司营业收入主要来源于贸易、金融和煤炭生产等业务板块。受经济形势和行业周期性的影响，公司各业务板块收入占比有所波动，自 2017 年以来，贸易板块成为公司比重最大的业务来源，金融板块占比逐年下降。公司营业总收入逐年增加，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 164.37 亿元、201.70 亿元、220.28 亿元和 66.35 亿元。

从收入构成来看，近两年来，公司贸易板块收入是公司收入的主要构成。2016 年，公司贸易板块收入为 87.59 亿元，较上年大幅增加 53.34 亿元，主要系公司煤炭和钢材销售量大幅增加所致；同期，公司金融板块收入大幅减少，主要系当期证券市场行情低迷，证券公司收入下降所致；同期，公司化工板块、电力板块、地质勘探板块及房地产及酒店板块收入占比下降。2017 年，公司贸易板块收入有所下降，主要系公司煤炭和钢材销售量减少所

致；由于证券市场持续低迷，公司金融证券板块收入进一步下降；同期，公司煤炭生产板块收入为 31.33 亿元，较上年大幅上升，主要系公司冯家塔煤矿和凉水井煤矿产量上升，且煤炭市场行情回暖所致；公司化工板块收入为 22.58 亿元，较上年有所增长，主要系烧碱和 PVC 单价上涨所致；除此之外，公司酒店及房地产业务收入较上年均有所增长。

毛利率方面，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司营业毛利率分别为 42.14%、25.50%、30.79% 和 21.43%，2016 年，受毛利率较低的贸易板块收入占比大幅上升影响，营业毛利率降幅较大。分业务板块来看，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司金融板块的毛利率分别为 100%、99.99%、66.22% 和 97.59%，近年来总体有所下降，主要系营业成本统计口径差异及近年来金融行业整体收入下滑所致，其中因 2015~2016 年公司未将下属子公司利息支出、手续费及佣金支出计入营业成本，故 2015~2016 年金融板块毛利率较高。同期，公司煤炭生产板块毛利率分别为 16.46%、42.51%、59.35% 和 63.16%，近两年，煤炭市场回暖，公司煤炭生产业务毛利率出现大幅增长。同期，受实体经济影响，化工板块毛利率有所上升，主要系公司化工产品销售单价上涨所致。此外，得益于公司铁矿粉产能利用率的提高，公司矿业产品的毛利率近年来呈现上升趋势；近年来，公司地质勘探板块毛利率下滑主要系煤炭行业限产，地质勘探业务作为上游行业，受到影响。2017 年，房地产及酒店板块毛利率有所下滑，主要受实体经济下滑影响。2017 年，公司贸易板块毛利率有所上升，主要系焦炭和成品油毛利率较高，其销售占比有所增加所致。2017 年，公司电力板块毛利率有所上升主要系公司收购发电量较大、自身毛利率较高的渭河电站所致。

表 19：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业总收入构成（亿元、%）

项目名称	2015		2016		2017		2018.3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
金融板块	57.46	100.00	38.34	99.99	35.00	66.22	7.18	97.59
贸易板块	34.25	0.90	87.59	0.66	73.05	1.21	30.00	1.16

化工板块	16.11	14.07	16.76	18.48	22.58	23.78	7.66	21.34
煤炭生产板块	7.87	16.46	11.85	42.51	31.33	59.35	6.43	63.16
电力板块	10.87	19.86	11.85	15.92	14.17	32.40	10.43	24.27
地质勘探板块	19.50	47.03	16.12	34.51	17.29	32.52	3.02	20.30
房地产及酒店板块	17.22	37.30	18.34	37.71	24.83	31.84	1.02	51.95
其他行业	1.10	-895.07	0.85	-1,172.59	2.03	82.40	0.61	53.59
合计	164.37	42.14	201.70	25.50	220.28	30.79	66.35	21.43

注：表内营业毛利率在营业总收入及营业成本合计的基础上计算，其中营业成本合计包括营业成本、利息支出和手续费及佣金支出等，因2015~2016年公司未将下属子公司利息支出、手续费及佣金支出计入营业成本，故2015~2016年金融板块毛利率较高，其他项毛利率较低，2017年起，公司将上述支出计入营业成本。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2015~2017年及2018年1~3月，公司三费合计分别为47.66亿元、39.20亿元、43.01亿元和10.70亿元，同期三费收入占比分别为29.00%、19.44%、19.52%和16.13%。从构成上看，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。销售费用方面，2015~2017年及2018年1~3月，公司销售费用分别为29.82亿元、22.00亿元、20.43亿元和4.69亿元，逐年下降，主要为西部证券报表转换为通用报表后其成本计入销售费用；2016年，公司销售费用下降主要系西部证券总体收入减少，各项相关费用同比例减少所致。同期，公司管理费用分别为10.85亿元、11.22亿元、14.36亿元和3.27亿元，逐年上升。同期，公司财务费用分别为6.99亿元、5.98亿元、8.21亿元和2.74亿元；2017年公司财务费用大幅增加主要系公司扩大融资规模所致。整体来看，公司三费收入占比较高，公司需要加强其费用管控能力。

表 20：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用情况

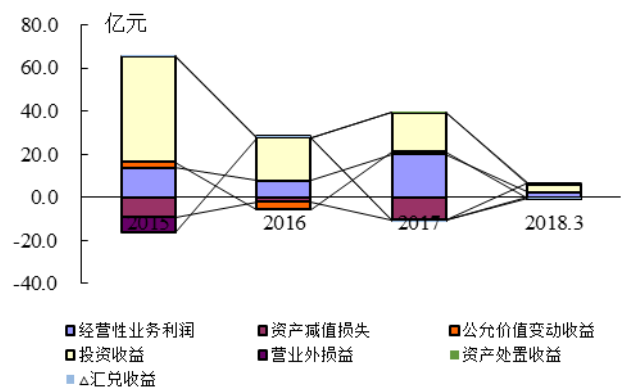
项目名称	2015	2016	2017	2018.3
销售费用（亿元）	29.82	22.00	20.43	4.69
管理费用（亿元）	10.85	11.22	14.36	3.27
财务费用（亿元）	6.99	5.98	8.21	2.74
三费合计（亿元）	47.66	39.20	43.01	10.70
营业收入（亿元）	164.37	201.70	220.28	66.35
三费收入占比（%）	29.00	19.44	19.52	16.13

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2015~2017年及2018年1~3月，公司分别实现利润总额为49.11亿元、22.16亿元、28.41亿元和6.02亿元，其中经营性业务利润分别为13.86亿元、7.67亿元、19.99亿元和2.51亿元，有所波动；2016年，公司经营性业务利润大

幅下降主要系受国内证券市场行情影响，公司证券经纪业务实现收入减少所致，2017年公司经营性业务利润回升较大主要系煤炭行业回暖，公司煤炭板块盈利能力增加所致。2015~2017年及2018年1~3月，公司分别计提资产减值损失9.19亿元、2.10亿元、10.31亿元和66.08万元，2015年，公司计提资产减值损失较高，主要系由于煤炭行业及煤炭价格持续下降，公司对园子沟矿井及选煤厂、大保当煤矿项目等在建工程计提减值准备，以及对陕西小保当矿业有限公司的长期股权投资计提减值准备；2017年，公司资产减值损失较上年增加较多，主要系公司按照审慎性原则计提乐视网4.39亿元坏账损失所致。投资收益方面，2015~2017年及2018年1~3月，公司分别实现投资收益49.38亿元、20.14亿元、17.96亿元和3.53亿元，逐年下滑；2015年，由于股票市场形式较好，公司根据市场行情适时减持了其可供出售的金融资产，其中包括中国西电股票和陕天然气股票，因此实现收益较多；2016年以来股票市场相对低迷，因此实现收益相对较少。

图 16：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司口径方面，母公司的收入来源主要是煤炭销售收入和委贷利息收入。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，母公司营业总收入分别为 44.20 亿元、67.41 亿元、27.75 亿元和 1.85 亿元。各期，母公司三费合计分别为 3.25 亿元、3.87 亿元、9.49 亿元和 3.62 亿元，2017 年母公司债务快速上升使得公司财务费用大幅上升且占总收入比重增加。各期，母公司三费收入占比分别为 7.35%、5.74%、34.19% 和 196.35%，持续上涨且 2017 年已处于较高水平。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司净利润持续为负且缺口逐渐增大，分别为-0.98 亿元、-1.73 亿元、-3.54 亿元和-1.53 亿元，主要系母公司自身盈利能力较弱且承担较多的融资职能使得营业成本较高，从而导致经营性业务持续亏损。

总体来看，受煤炭、电力等实体行业景气度提升影响，近年来公司主营业务板块的盈利能力大幅增长，获得的收入及利润十分可观。但考虑到公司主营业务板块盈利能力易受行业周期波动及市场竞争影响，中诚信国际将持续关注公司所在行业周期性波动和各个业务板块的盈利状况。

现金流

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为-10.19 亿元、-56.17 亿元、-18.47 亿元和-8.61 亿元。2016 年公司经营活动净现金流较 2015 年下降较多，主要系西部证券本年收取的利息、手续费及佣金较上年减少，以及回购业务资金净增加额减少，且客户保证金本年为净流出所致。2017 年经营活动现金流量净额缺口较 2016 年有所收窄，主要是因为公司实体业务板块销售商品、提供劳务收到的现金较 2016 年有所增长，金融板块方面回购业务资金净增加额增长，且支付其他与经营活动有关的现金下降。2015~2017 年，公司收现比分别为 0.83 倍、0.79 倍和 0.97 倍，主营业务产生收入的现金回流情况尚可。

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司投资活动净现金流分别为 0.13 亿元、-10.71 亿元、-109.16 亿元和-54.30 亿元。2016 年投资活动净现金流呈净流出状态，主要系母公司层面增加对外的投资、用闲置资金购买理财产品及基建项目支出增加所致。

2017 年投资活动现金流量净额缺口扩大较多，主要因增加对陕西能源集团财务有限责任公司的投资、闲置资金购买理财产品及基建项目支出增加所致。2018 年 1~3 月，公司持续增加对外投资及基建项目支出，投资活动净现金流依然呈现较大缺口。

筹资活动净现金流方面，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司筹资活动净现金流分别为 128.70 亿元、23.53 亿元、153.58 亿元和 86.46 亿元，发行债券、取得借款和偿还债务是公司主要的筹资活动。同期，公司发行债券收到的现金分别为 191.26 亿元、91.81 亿元、161.98 亿元和 31.80 亿元，取得借款收到的现金分别为 101.77 亿元、114.12 亿元、129.36 亿元和 106.76 亿元，偿还债务支付的现金分别为 200.93 亿元、161.43 亿元、165.80 亿元和 63.76 亿元。其中，2017 年，公司筹资活动净现金流大幅增加主要系公司发行各类债券以及子公司西部证券配股收到的投资款。

表 21：2015~2017 年及 2018 年 1-3 月公司合并口径现金流分析（亿元）

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
经营活动产生现金流入	278.35	187.11	305.88	138.35
经营活动产生现金流出	288.54	243.27	324.36	146.96
经营活动净现金流	-10.19	-56.17	-18.47	-8.61
投资活动产生现金流入	47.97	61.64	99.13	30.23
投资活动产生现金流出	47.85	72.36	208.29	84.53
投资活动净现金流	0.13	-10.71	-109.16	-54.30
筹资活动产生现金流入	346.37	208.87	352.76	157.40
其中：吸收投资	53.34	2.64	33.66	0.43
借款	101.77	114.12	129.36	106.76
Δ发行债券	191.26	91.81	161.98	31.80
筹资活动产生现金流出	217.67	185.34	199.18	70.94
其中：偿还债务	200.93	161.43	165.80	63.76
筹资活动净现金流	128.70	23.53	153.58	86.46
现金及现金等价物净增加额	118.66	-43.34	25.94	23.53

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司口径来看，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，母公司经营活动净现金流分别-4.10 亿元、-9.10 亿元、-27.59 亿元和-0.20 亿元，持续呈缺口状态，2017 年与子公司往来款的增加使得经营活动现金流缺口有所扩大。各期，母公司投资活动净现金流分别为-19.02 亿元、-11.24 亿元、-122.31 亿元和-35.21 亿元，其中 2017 年母公司投资活动净现金流大幅下降，主要系母公司投资支出增加。各期，母

公司筹资活动净现金流分别为 22.92 亿元、17.21 亿元、198.02 亿元和 62.39 亿元；2017 年，筹资活动净现金流大幅增长主要系母公司承担集团大部分融资职能，因此通过取得借款和发行债券的现金流入较多。

表 22：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月母公司口径现金流结构分析（亿元）

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
经营活动产生现金流入	40.43	49.13	41.61	27.96
经营活动产生现金流出	44.52	58.23	69.20	28.16
经营活动净现金流	-4.10	-9.10	-27.59	-0.20
投资活动产生现金流入	28.20	58.79	81.04	44.54
投资活动产生现金流出	47.22	70.03	203.35	79.77
投资活动净现金流	-19.02	-11.24	-122.31	-35.23
筹资活动产生现金流入	46.00	47.25	253.83	102.77
其中：吸收投资	-	-	-	-
借款	46.00	47.25	86.75	60.00
Δ发行债券	-	-	145.49	27.79
筹资活动产生现金流出	23.08	30.04	55.81	40.37
其中：偿还债务	20.35	27.05	52.49	39.08
筹资活动净现金流	22.92	17.21	198.02	62.39
现金及现金等价物净增加额	-0.19	-3.13	48.12	26.96

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

总体来看，受金融业务行业周期下行的影响和煤炭行业的回暖，近年来公司经营活动净现金流有所波动，整体现金流结构较为合理；公司经营活动和投资活动所产生的缺口主要依靠筹资活动现金流进行补足。

偿债能力

偿债能力方面，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 65.63 亿元、36.89 亿元和 46.77 亿元。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 4.39 倍、9.57 倍和 10.30 倍，EBITDA 利息保障系数分别为 6.37 倍、3.42 倍和 2.82 倍，EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力有所下降，但仍能有效覆盖利息支出。2015~2017 年，公司经营活动净现金流持续为负数，无法覆盖债务本息。

表 23：2015 年~2018 年 3 月公司偿债能力指标

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
总债务（亿元）	288.24	352.87	481.66	554.54
长期债务（亿元）	152.65	203.82	288.33	362.22
EBITDA（亿元）	65.63	36.89	46.77	-
总债务/EBITDA（X）	4.39	9.57	10.30	-
总债务/经营活动净现金流（X）	-28.28	-6.28	-26.07	-

EBITDA 利息保障系数（X）	6.37	3.42	2.82	-
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-0.99	-5.21	-1.11	-

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

母公司方面，2015~2017 年，母公司 EBITDA 分别为 1.64 亿元、1.09 亿元和 4.79 亿元，2017 年由于委托贷款利息收入增加，母公司 EBITDA 有所上升。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 33.09 倍、70.13 倍和 53.12 倍，EBITDA 利息保障系数分别为 0.63 倍、0.39 倍和 0.58 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖情况均较弱，且 2017 年随母公司总债务大幅上升而明显减弱。2015~2017 年，母公司经营活动净现金流持续为负数，无法覆盖债务本息。

表 24：2015 年~2018 年 3 月母公司偿债能力指标

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
总债务（亿元）	54.25	76.57	254.36	303.11
长期债务（亿元）	27.40	42.46	122.60	157.06
EBITDA（亿元）	1.64	1.09	4.79	-
总债务/EBITDA（X）	33.09	70.13	53.12	-
总债务/经营活动净现金流（X）	-13.25	-8.41	-9.22	-
EBITDA 利息保障系数（X）	0.63	0.39	0.58	-
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-1.58	-3.28	-3.34	-0.06

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

母公司到期债务分布方面，截至 2018 年 6 月末，母公司到期债务为 318.15 亿元，其中 2018 年 7~12 月及 2019 年到期债务分别为 84.50 亿元和 87.65 亿元，面临到期债务高峰。中诚信国际将对母公司债务到期情况及偿债资金安排保持关注。

表 25：截至 2018 年 6 月末母公司到期债务分布情况（亿元）

年份	2018.7~12	2019	2020	2021	2022 及以后
金额	84.50	87.65	22.42	44.97	78.61

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2018 年 9 月末，公司共获得各银行授信额度 1,181.45 亿元，未使用授信额度达到 871.62 亿元。公司授信额度充足，有较大的债务融资空间。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司合并口径受限资产账面价值合计 189.60 亿元，占当期总资产的比重为 13.22%，主要为卖出回购及债权借贷交易质押。

对外担保方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外

担保余额为16.93亿元，占当期末净资产的比重为3.84%，主要系对联营企业陕西咸阳化学工业有限公司、陕西宝麟铁路有限责任公司和大唐韩城第二发电有限责任公司等公司的担保。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至2018年11月21日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具逾期未偿付情形。

评级展望

公司在新一轮国企改革中地位突出；陕西省经济保持较快发展为公司未来发展提供了良好的外部环境；同时公司经营格局多元化，具备一定的协同优势。此外，中诚信国际还关注到受宏观环境的不确定性、证券市场行情的影响，公司金融板块盈利稳定性面临一定压力；并且，公司在建项目面临较大的投资压力，债务规模持续增长，2017年母公司债务规模快速上升等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司的信用水平在未来一段时间内将保持稳定。

结 论

综上所述，中诚信国际评定陕西投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“陕西投资集团有限公司2019年度第一期中期票据”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于陕西投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

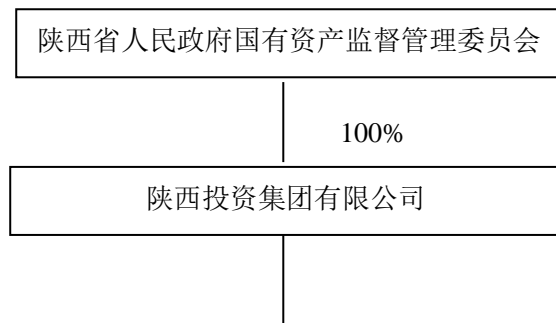
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期中期票据的存续期内对本期中期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在中期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2019 年 1 月 11 日

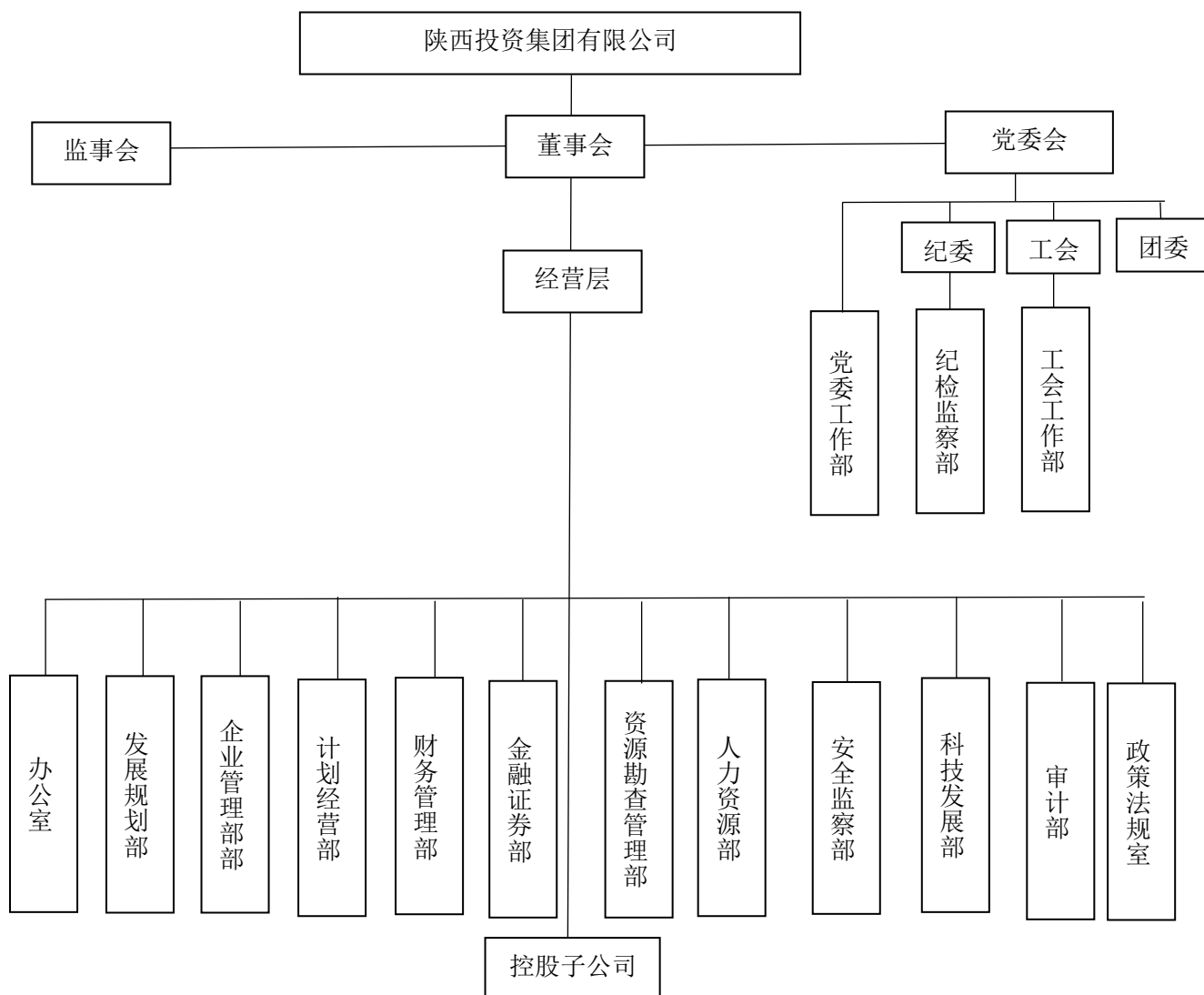
附一：陕西投资集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



序号	二级子公司名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
1	陕西省煤田地质集团有限公司	地质勘探	264,600.70	100.00
2	陕西省华秦投资集团有限公司	投资管理	300,000.00	100.00
3	陕西能源新兴产业发展有限公司	光电子信息技术、生物科技、医药科技、新能源科技、新材料技术、环保技术领域内的技术开发、技术咨询、技术转让	40,000.00	100.00
4	陕西陕能投资管理有限公司	投资与管理	35,000.00	100.00
5	陕西君成融资租赁股份有限公司	融资租赁	100,000.00	80.00
6	陕西航空产业发展集团有限公司	资产管理	300,000.00	50.00
7	陕西君盛资产运营有限公司	物业管理	2,149.20	100.00
8	陕西能源集团财务有限责任公司	财务公司服务	100,000.00	100.00
9	陕西省成长性企业引导基金合伙企业（有限合伙）	基金管理	10,000.00	100.00

资料来源：公司提供

附二：陕西投资集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：陕西投资集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	2,269,771.46	1,848,018.52	2,303,201.02	2,517,544.69
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	926,221.07	1,535,915.34	2,101,776.34	2,222,775.66
应收账款净额	285,948.52	246,988.86	317,460.83	335,350.72
其他应收款	252,676.47	117,528.05	43,787.73	157,436.70
存货净额	598,076.52	794,619.53	956,116.23	1,012,630.88
可供出售金融资产	839,631.14	964,627.27	774,845.78	810,981.19
长期股权投资	307,421.78	353,040.43	363,356.05	372,841.94
固定资产	904,113.82	873,769.47	1,299,821.33	1,310,272.24
在建工程	643,570.64	887,013.28	1,521,872.48	1,621,226.96
无形资产	106,440.58	106,684.76	341,399.75	563,425.09
总资产	10,440,705.21	10,765,520.65	13,307,037.36	14,340,750.67
其他应付款	266,959.25	205,158.45	275,997.30	473,011.75
短期债务	1,355,867.95	1,490,551.51	1,933,286.25	1,923,214.29
长期债务	1,526,522.91	2,038,180.65	2,883,339.03	3,622,233.02
总债务	2,882,390.86	3,528,732.16	4,816,625.28	5,545,447.31
净债务	612,619.40	1,680,713.64	2,513,424.26	3,027,902.62
总负债	7,259,811.91	7,333,031.48	9,054,563.64	9,937,288.62
费用化利息支出	83,522.03	62,720.11	85,760.67	56,355.90
资本化利息支出	19,548.38	45,178.89	80,183.95	-
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	1,268,288.23	1,386,738.45	1,918,310.29	1,915,832.75
所有者权益合计	3,180,893.30	3,432,489.17	4,252,473.72	4,403,462.05
营业总收入	1,643,745.46	2,016,960.41	2,202,790.70	663,514.57
三费前利润	615,196.82	468,766.99	628,259.04	131,782.69
营业利润	564,550.94	221,371.05	289,424.22	56,016.16
投资收益	493,795.47	201,437.22	179,578.16	35,314.59
营业外收入	3,231.29	4,906.93	3,708.70	4,869.05
净利润	368,186.14	156,732.68	201,892.85	44,035.43
EBIT	574,600.89	284,366.13	369,851.29	116,527.19
EBITDA	656,283.45	368,909.36	467,693.45	-
销售商品、提供劳务收到的现金	886,849.97	1,289,815.22	1,806,121.93	699,230.81
收到其他与经营活动有关的现金	1,198,855.26	44,478.91	624,222.04	448,806.60
购买商品、接受劳务支付的现金	656,474.65	954,909.50	1,176,710.61	696,467.00
支付其他与经营活动有关的现金	1,717,507.37	908,633.79	1,376,091.38	593,210.72
吸收投资收到的现金	533,382.92	26,437.27	336,560.50	4,317.50
资本支出	286,770.49	253,155.72	767,391.43	179,110.11
经营活动产生现金净流量	-101,915.46	-561,650.69	-184,735.98	-86,101.12
投资活动产生现金净流量	1,250.02	-107,142.76	-1,091,566.42	-543,014.49
筹资活动产生现金净流量	1,287,046.64	235,308.69	1,535,799.44	864,577.26
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	42.14	25.50	30.79	21.43
三费收入比(%)	29.00	19.44	19.52	16.13
总资产收益率(%)	6.47	2.68	3.06	-
流动比率(X)	1.35	1.44	1.31	1.42
速动比率(X)	1.25	1.28	1.15	1.25
资产负债率(%)	69.53	68.12	68.04	69.29
总资本化比率(%)	47.54	50.69	53.11	55.74
长短期债务比(X)	0.89	0.73	0.67	0.53
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.04	-0.16	-0.04	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.08	-0.38	-0.10	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.99	-5.21	-1.11	-
总债务/EBITDA(X)	4.39	9.57	10.30	-
EBITDA/短期债务(X)	0.48	0.25	0.24	-
货币资金/短期债务(X)	1.67	1.24	1.19	1.31
EBITDA 利息倍数(X)	6.37	3.42	2.82	-

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际合并口径总债务包括其他流动负债、长期应付款中的带息债务；3、公司提供的2018年一季度财务报表未经审计且未提供资本化利息支出和现金流补充资料，故相关指标无法计算。

附四：陕西投资集团有限公司主要财务数据及指标（母公司口径）

财务数据(单位：万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	72,907.33	41,584.48	522,816.05	792,448.37
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	30,770.74	779.36
应收账款净额	43,385.33	36,857.41	0.00	0.00
其他应收款	489.42	7,549.57	408,047.79	408,027.66
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	2,750.00	22,665.13	21,976.25	21,812.62
长期股权投资	1,484,954.38	1,588,694.22	1,859,008.22	1,860,008.22
固定资产	752.35	914.51	704.53	706.66
在建工程	5,605.44	5,605.44	5,605.44	5,605.44
无形资产	498.13	636.96	701.56	1,031.24
总资产	2,567,773.14	2,697,020.26	4,870,125.73	5,494,805.22
其他应付款	112,558.51	1,497.56	496.14	541.95
短期债务	268,500.00	341,160.00	1,317,630.00	1,460,420.00
长期债务	274,000.00	424,580.00	1,225,987.42	1,570,631.98
总债务	542,500.00	765,740.00	2,543,617.42	3,031,051.98
净债务	469,592.67	724,155.52	2,020,801.37	2,238,603.61
总负债	1,101,659.50	1,250,437.42	3,275,920.62	3,766,589.35
费用化利息支出	25,877.60	27,753.67	82,669.98	35,159.45
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,466,113.64	1,446,582.84	1,594,205.11	1,728,215.87
营业总收入	442,015.70	674,050.60	277,540.51	18,451.70
三费前利润	24,492.08	27,535.94	58,422.47	18,358.27
营业利润	-9,857.39	-17,161.52	-35,058.88	-14,942.04
投资收益	-1,310.42	-760.82	-191.90	2,917.42
营业外收入	17.00	17.00	203.97	0.00
净利润	-9,840.94	-17,319.59	-35,424.85	-15,342.04
EBIT	16,036.66	10,434.08	47,245.12	19,817.41
EBITDA	16,392.71	10,919.45	47,880.43	-
销售商品、提供劳务收到的现金	394,087.93	435,134.18	165,291.16	19,066.01
收到其他与经营活动有关的现金	10,174.06	56,167.13	250,834.22	260,581.67
购买商品、接受劳务支付的现金	392,672.68	426,968.71	159,617.64	15,134.18
支付其他与经营活动有关的现金	44,715.63	145,149.72	524,481.26	263,918.27
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	71,692.39	1,221.00	695.83	263.72
经营活动产生现金净流量	-40,953.09	-91,030.10	-275,874.66	-1,950.73
投资活动产生现金净流量	-190,164.14	-112,372.73	-1,223,104.02	-352,346.31
筹资活动产生现金净流量	229,179.13	172,079.98	1,980,210.25	623,929.36
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	5.67	4.23	21.21	100.00
三费收入比(%)	7.35	5.74	34.19	196.35
总资产收益率(%)	0.66	0.40	1.25	-
流动比率(X)	0.86	0.62	1.21	1.41
速动比率(X)	0.86	0.62	1.21	1.41
资产负债率(%)	42.90	46.36	67.27	68.55
总资本化比率(%)	27.01	34.61	61.47	63.69
长短期债务比(X)	0.98	0.80	1.07	0.93
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.08	-0.12	-0.11	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.15	-0.27	-0.21	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.58	-3.28	-3.34	-0.06
总债务/EBITDA(X)	33.09	70.13	53.12	-
EBITDA/短期债务(X)	0.06	0.03	0.04	-
货币资金/短期债务(X)	0.27	0.12	0.40	0.54
EBITDA 利息倍数(X)	0.63	0.39	0.58	-

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际母公司口径总债务包括其他流动负债中的带息债务；3、公司提供的2018年一季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标无法计算。

附五：基本财务指标的计算公式

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 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 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

营业成本合计 = 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

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本合计) / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

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 + 所有者权益合计)

长短期债务比 = 短期债务 / 长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

附六：主体信用等级的符号及定义

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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

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。