

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拟发行的2019年度第三期基础发行规模为10亿元，发行规模上限为20亿元短期融资券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，本期短期融资券的信用等级为**A-1**。

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
信用评级委员会

二零一九年十一月六日

陕西投资集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券信用评级报告

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	A-1
注册额度	60 亿元
本期规模	基础发行规模为 10 亿元，发行规模上限为 20 亿元
发行期限	1 年
偿还方式	到期一次性还本付息
发行目的	偿还到期银行借款及债务融资工具

概况数据

陕投集团（合并口径）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	1,076.55	1,330.70	1,599.83	1,680.57
货币资金（亿元）	184.80	230.32	209.90	234.78
总负债（亿元）	733.30	905.46	1,096.09	1,148.88
总债务（亿元）	352.87	481.66	591.76	618.56
短期债务（亿元）	149.06	193.33	237.72	259.57
所有者权益合计（亿元）	343.25	425.25	503.74	531.69
营业总收入(亿元)	201.70	220.28	371.77	156.96
净利润（亿元）	15.67	20.19	24.47	6.13
EBIT（亿元）	28.44	36.99	39.61	13.27
EBITDA(亿元)	36.89	46.77	52.38	-
经营活动净现金流（亿元）	-56.17	-18.47	12.92	18.64
营业毛利率(%)	25.50	30.79	18.08	8.45
总资产收益率(%)	2.68	3.06	2.70	-
资产负债率(%)	68.12	68.04	68.51	68.36
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.24	0.22	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.42	2.82	2.18	-
陕投集团（母公司口径）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	269.70	487.01	674.82	719.19
货币资金（亿元）	4.16	52.28	52.77	50.54
总负债（亿元）	125.04	327.59	439.05	465.00
总债务（亿元）	76.57	254.36	372.84	419.81
短期债务（亿元）	34.12	131.76	173.28	217.04
所有者权益合计（亿元）	144.66	159.42	235.78	254.19
营业总收入(亿元)	67.41	27.75	12.71	3.54
净利润（亿元）	-1.73	-3.54	13.76	-1.37
EBIT（亿元）	1.04	4.72	30.08	4.28
EBITDA(亿元)	1.09	4.79	30.15	-
经营活动净现金流（亿元）	-9.10	-27.59	8.25	-26.50
营业毛利率(%)	4.23	21.21	100.00	100.00
总资产收益率(%)	0.40	1.25	5.18	-
资产负债率(%)	46.36	67.27	65.06	64.66
EBITDA/短期债务(X)	0.03	0.04	0.17	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.39	0.58	1.85	-

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 2019 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；4、中诚信国际按 2018 年财务报表格式调整前的会计科目口径进行财务分析，其中季报及

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”）2019 年度第三期短期融资券的债项信用等级为 A-1。

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。2018 年，陕西省生产总值为 24,438.32 亿元，增速为 8.3%，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。
- **煤炭及电力板块竞争实力不断增强。**近年来，公司煤炭板块毛利率逐步增长，电力板块可控装机容量大幅提升；公司正大力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。
- **备用流动性充足。**银行授信方面，截至 2019 年 6 月末，公司共获得各银行授信额度 1,267.18 亿元，未使用授信额度达到 772.10 亿元，备用流动性充足。

关注

- **金融板块盈利情况面临一定不确定性。**近年来，受监管政策环境及证券市场行情影响，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，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。
- **母公司短期债务规模上升较快。**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 2016 年末的 34.12 亿元增至 2019 年 3 月末的 217.04 亿元，母公司财务稳健性有待提升；此外，母公司货币资金对短期债务的覆盖能力较弱，

母公司口径部分科目无明细，故调整至其他科目。

未来母公司将面临一定的短期偿债压力，中诚信国际
将对此保持关注。

分析师

项目负责人：李微颜 ayli@ccxi.com.cn

项目组成员：齐 鹏 pqi@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019年11月6日

本次评级适用评级方法和模型：通用（TY_2019_02）

陕西投资集团有限公司打分卡结果				
重要因素	序号	指标名称	指标数据	对应分数
盈利能力（20%）	1	EBITDA利润率(%)	17.87	8
	2	总资产收益率(%)	2.82	6
财务政策与偿债能力（30%）	3	总资本化比率(%)	54.02	8
	4	总债务/EBITDA(X)	10.39	6
	5	EBITDA利息保障倍数(X)	2.8	7
	6	(CFO-股利)/总债务(%)	-11.91	3
规模与多元化（30%）	7	营业总收入(亿元)	371.77	10
	8	业务多样性	10	10
运营实力（20%）	9	资源禀赋	10	10
	10	资源控制力	8	8
打分结果				aa
BCA(Baseline Credit Assessment)基础信用评估				aa
支持评级调整				2
评级模型级别				AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别（aa）的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

评级历史关键信息

陕西投资集团有限公司						
历史评级情况	主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
上次评级	AAA/稳定	—	2019/7/26	余茜、汪莹莹、 黄菲	中诚信国际通用 行业评级方法与 模型 CCXI_TY_2016 _01	阅读全文
首次评级	AAA/稳定	—	2018/12/7	付东阳、李傲 颜、齐鹏	中诚信国际通用 行业评级方法与 模型 CCXI_TY_2016 _01	阅读全文

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、中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

三、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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，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划转至原陕能集团，其中602,000.00万元作为原陕能集团资本金，其余434,790.96万元计入原陕能集团资本公积。作为陕西省国资整合进程的重要环节，陕西省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将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。

截至2019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，对全省重大产业发展项目进行投资开发和管理。公司业务涉及金融和实业两大领域，实施“金融与实业并举、走产融结合”的发展模式，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。

截至2018年末，公司总资产1,599.83亿元，所有者权益合计为503.74亿元，资产负债率为68.51%；2018年，公司实现营业总收入371.77亿元，净利润24.47亿元，经营活动净现金流12.92亿元。

截至2019年3月末，公司总资产1,680.57亿元，所有者权益合计为531.69亿元，资产负债率为68.36%；2019年1~3月，公司实现营业总收入156.96亿元，净利润6.13亿元，经营活动净现金流18.64亿元。

本期短期融资券概况

本期短期融资券注册额度60亿元，本期发行基础规模为10亿元，发行金额上限为20亿元，发行期限为1年，到期一次性还本付息。本期短期融资券票面利率采用固定利率方式，由公司与主承销商根据集中簿记建档结果协商一致确定，在本期短期融资券存续期限内固定不变。

募集资金用途

本期短期融资券募集资金拟全部用于偿还到期银行借款及债务融资工具。

近期关注

陕西省整体经济形势向好，经济指标稳步增长；同时，陕西省能源资源储量丰富，煤炭储量位于国内前列，为公司发展提供了良好

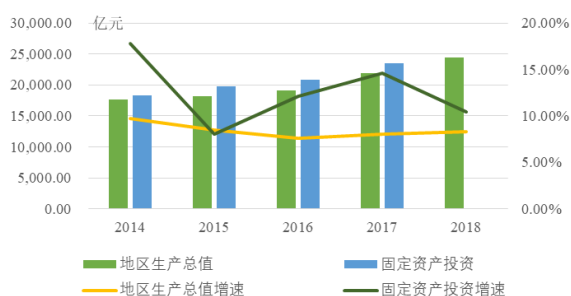
的外部环境

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新技术产业示范区，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。2016~2018 年，陕西省地区生产总值分别为 19,165.39 亿元、21,898.81 亿元和 24,438.32 亿元，同比增速分别为 7.6%、8.0% 和 8.3%。2018 年，陕西省实现第一产业增加值 1,830.19 亿元，增长 3.2%，占生产总值的比重为 7.5%；第二产业增加值 12,157.48 亿元，增长 8.7%，占 49.7%；第三产业增加值 10,450.65 亿元，增长 8.8%，占 42.8%。三次产业构成占比从 2017 年的 7.9:49.58:42.3 变化成 2018 年的 7.5:49.7:42.8，第三产业占比有所增加。2018 年，陕西省人均生产总值 63,477 元，比上年增长 7.5%。

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。2018 年，陕西省全社会固定资产投资比上年增长 10.2%，其中，固定资产投资（不含农户）增长 10.4%，农户投资增长 2.0%。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。2018 年，在固定资产投资（不含农户）中，陕西省第一产业投资比上年增长 45.2%；第二产业投资增长 5.5%，其中工业投资增长 5.3%；第三产业投资增长 9.8%。

图 1：2014~2018 年陕西省 GDP 和固定资产投资及其增速



注：2018 年陕西省国民经济和社会发展统计公报未披露固定资产投资具体数额。

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%。

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。

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。

图 2：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。

西部证券在陕西省内有较强的区域竞争优势，但受监管政策环境及证券市场行情低迷影响，西部证券证券经纪业务收入近年来持续下滑；此外中诚信国际将对西部证券股权质押业务风险事件的后续进展和计提减值金额对其经营业绩的影响保持持续关注

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。2016~2018 年，公司金融板块分别实现收入 38.34 亿元、35.00 亿元和 25.52 亿元。近年来，受宏观环境的不确定性及其证券市场行情影响，金融板块收入有所下降。

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 2019 年 3 月末，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 25.88%，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”，持股比例 15.09%）和西部信托（持股比例 9.79%），陕投集团直接持有其 1.57% 股权，陕西电投、西部信托和陕投集团合计持有西部证券 37.24% 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。2019 年 8 月 6 日，相关股权划转工作已经完成。截至 2019 年 9 月末，陕投集团直接持有西部证券 27.45% 股权。

截至 2018 年末，西部证券总资产为 522.73 亿元，所有者权益合计为 174.30 亿元，资产负债率为 66.66%；2018 年，西部证券实现营业总收入 22.37 亿元，净利润 2.02 亿元，经营活动净现金流为 31.72 亿元。

截至 2018 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之一。同时，受近年证券投资银行业务规模收窄影响，西部证券投资银行业务收入有所下降。此外，2017 年以来，西部证券把握市场行情，权益投资取得较好收益，证券自营业务超过证券经纪业务成为其第一大收入来源。

表 1: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月西部证券各业务板块收入情况 (亿元、%)

项目名称	2016		2017		2018		2019.3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	11.35	33.31	8.43	26.59	6.25	27.91	2.38	17.85
证券自营业务	7.43	21.81	8.70	27.46	8.69	38.84	6.29	47.20
投资银行业务	3.96	11.63	3.78	11.92	0.71	3.16	0.83	6.26
资产管理业务	1.23	3.61	1.22	3.84	0.85	3.79	0.09	0.71
信用交易业务	7.02	20.60	6.46	20.39	4.69	20.96	1.02	7.64
其他业务	3.08	9.04	3.11	9.81	1.20	5.34	2.71	20.34
合计	34.06	100.00	31.70	100.00	22.37	100.00	13.32	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。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月, 西部证券新增客户数分别为 42,540 户、31,375 户、16,883 户和 8,585 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, 其中 2018 年 A 股市场呈

现震荡下行趋势, 市场成交量显著下降; 2018 年, 债券市场份额亦较 2017 年下降明显, 且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。目前西部证券代理买卖证券业务平均佣金率处于行业内较高水平, 但未来西部证券佣金率下降压力仍较大。

表 2: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月西部证券经纪业务发展情况 (亿元、%)

证券种类	2016		2017		2018		2019.3	
	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	13,271.68	0.52	10,660.25	0.47	6,796.43	0.38	2,698.86	0.40
基金	213.75	0.10	169.89	0.09	102.93	0.05	19.82	0.05
债券	14,136.70	0.30	21,260.54	0.40	5,462.44	0.12	1,528.34	0.13
合计	27,622.13	--	32,090.69	--	12,361.80	--	4,247.01	--

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。2016~2018 年, 西部证券自营业务收入逐年增长, 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, 当年股票投资收入增长较快。2018 年, 由于证券市场行情艰难, 公司适时调整仓位, 但股票投资呈现亏损状态, 公司主要把握了债券市场机遇, 合理调整杠杆和久期, 债券投资营业收入实现大幅增长。此外, 公司在金融衍生品业务方面积极寻找交易机会, 当前, 公司已向上海票据交易所申请非银会员资格。

表 3: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月西部证券自营业务投资收入结构 (亿元、%)

证券种类	2016		2017		2018		2019.3	
	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	0.22	2.97	5.49	63.04	-2.67	-30.68	2.04	32.39
债券投资	6.66	89.63	5.03	57.85	14.41	165.82	4.54	72.25
其他	0.55	7.40	-1.82	-20.89	-3.05	-35.13	-0.29	-4.64
合计	7.43	100.00	8.70	100.00	8.69	100.00	6.29	100.00

注: 1、其他主要系证券公司理财产品; 2、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

投资银行业务方面,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。2018年,股票市场股权融资额及承销保荐费收入显著下滑,债券市场中低等级信用债承销难度加大,新三板市场推荐挂牌业务增速不足,当年西部证券未完成保荐项目,但主承销债券25个,新三板推荐家数16个,新三板挂牌数行业排名15位。2019年1~3月,西部证券完成保荐项目1个,主承销债券8个。

信用交易业务方面,西部证券信用类业务主要为融资融券业务、约定式购回证券交易业务和股票质押式回购业务。2016~2018年及2019年3月末,西部证券融资融券规模分别为53.21亿元、53.43亿元、35.00亿元和43.51亿元,其中2018年证券市场成交量相对萎缩,客户融资意愿趋于谨慎,致使融资融券规模较低。2016~2018年,股票质押待购回初始交易金额分别为64.04亿元、70.88亿元和44.38亿元,其中2018年受国际宏观形势、二级市场流动性不足以及西部证券收到陕西证监局行政处置影响,暂停股票质押回购交易业务6个月,2018年西部证券保持对股票质押回购业务规模下降较大。

近年来,西部证券股票质押式回购业务发生规模较大的信用风险事件,其一为质押股票“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。截至2019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9.62亿元。其二为质押股票“信威集团”(证券代码:600485,2019年4月30日起被实施退市风险警示)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已于2019年9月9日受理此案,截至2019年6月末,西部证券已对质押股票“信威集团”融出资金本金累计计提减值准备1.50亿元。中诚信国际将对西部证券股权质押业务风险事件的后续进展和计提减值金额对西部证券经营业绩的影响保持持续关注。

西部信托目前行业地位较弱,业务类型以单一类信托为主,面临较大竞争压力

西部信托成立于2002年7月。截至2019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2018年末,西部信托总资产为55.55亿元,所有者权益合计为45.54亿元,资产负债率为18.03%;2018年,西部信托实现营业总收入5.99亿元,净利润3.28亿元。

2016~2018年及2019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整体有所提升。2018年西部信托管理的信托资产主要分布于金融机构和基础产业。

表4: 2016~2018年及2019年1~3月西部信托实收信托情况(亿元、%)

项目	2016		2017		2018		2019.3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合类信托	297.83	21.67	503.88	20.62	880.03	27.58	899.10	28.54
单一类信托	1,048.28	76.26	1,440.36	58.94	1,830.79	57.37	1,768.45	56.13
财产管理类信托	28.57	2.08	499.36	20.44	480.47	15.05	483.08	15.33
合计	1,374.68	100.00	2,443.60	100.00	3,191.29	100.00	3,150.63	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

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。

根据2019年9月18日公司披露的公告,西部信托与福建海发医药科技股份有限公司(以下简称“海发医药”)、福建医科大学附属协和医院(以下

简称“协和医院”)、谢文海、薛钰产生诉讼纠纷。该案件原告为西部信托,被告为海发医药、协和医院、谢文海及薛钰,案件涉诉金额为人民币 47,375 万元。陕西省高级人民法院于 2019 年 4 月 23 日受理上述案件,并于 2019 年 5 月 9 日出具(2019)陕民初 47 号《民事裁定书》同意西部信托的财产保全申请并冻结海发医药银行存款 5.27 亿元或查封同等价值财产。截至 2019 年 9 月末,该案件尚未开庭审理,中诚信国际将对案件后续进展及对西部信托可能带来的损失保持关注。

总体来看,西部信托行业地位较弱,业务类型以单一类信托为主,面临较大竞争压力。同时,中诚信国际也关注到公司金融板块受监管政策环境、证券市场行情低迷及行业竞争影响,证券经纪业务收入近年来持续下滑,投资银行业务规模和经营业绩波动较大,股权质押业务发生一定规模的信用风险损失。中诚信国际将持续关注“乐视网”和“信威集团”股票质押违约事项和金融板块未决诉讼进展情况。

实业板块中贸易业务盈利能力较弱,2018 年合并大商道后,公司贸易收入实现大幅增长;同时公司主动调整主要贸易品种结构,未来盈利能力或将有所提高

公司实业板块包括贸易、化工、煤炭生产、电力、地质勘探、房地产及酒店等业务。

公司贸易板块主要由二级子公司陕西省华秦投资集团有限公司(以下简称“华秦投资”)下属的陕西华山创业有限公司(以下简称“华山创业”)和陕西汇森煤业运销有限责任公司(以下简称“汇森煤业运销”),以及二级子公司煤田地质公司负责运营。此外,2018 年公司收购大商道商品交易市场股份有限公司(以下简称“大商道”)35%的股权,于 2018 年 11 月完成相关股权转让手续,并与中西部商品交易中心有限公司签订一致行动协议,陕投集团对大商道实现实际控制,将其纳入公司合并范围。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月,公司分别实现贸易收入 87.59 亿元、73.05 亿元、217.55 亿元和 122.19 亿元,其中 2018 年由于公司收购了大商道,

贸易收入实现大幅增长。

公司主要贸易品种包括煤炭、焦炭、钢材及钢材制品、化工、水泥、汽车和成品油等。2016 年,公司主要贸易品种为煤炭、钢材及钢材制品,新增汽车销售业务,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。2018 年公司合并大商道后,新增电解铜、铝锭等贵金属贸易。其中公司煤炭、钢材、成品油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,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。2017 年以来,公司仅余陕西华山创业有限公司经营煤炭业务;2018 年由于公司煤电板块统一上市安排,煤炭贸易逐步转入汇森煤业运销,同时基于市场对煤炭、钢材行业的较低认可度,公司将主营业务转移到成品油、焦炭购销等毛利更高的产品,因此造成煤炭销售收入和销售量逐年减少。2018 年,公司煤炭外购前五大上游供应商系重庆秦渝弘源贸易有限公司等,采购金额合计为 3.49 亿元,占采购总金额比重为 18.64%。同期,公司煤炭外销前五大客户包括郑州裕中能源有限责任公司等,销售金额合计为 3.92 亿元,占销售总金额比重为 20.79%。

钢材贸易方面,公司采用以销定采的模式,整体采购量较小。公司成品油贸易通过银行转账结算,近年来采购量逐年增加。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,2018 年焦炭销售单价和采购单价均有所上涨,采购量有所下降。

电解铜和铝锭贸易主要由大商道负责。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,线上和线下交易主要经营电解铜、电解铝(铝锭)等产品的销售。其电解铜产品交易自 2017 年 2 月 27 日上线至 2018 年 6 月,已完成平台签约客户数 205 家,

线上交易量双边统计 201.6 万吨，交易金额双边统计 1,182.2 亿元。2018 年大商道累计销售电解铜 89.93 万吨，公司仅将 11 月、12 月经营数据纳入合并范围。2018 年，大商道电解铜外购前五大上游供应商系福建三安集团有限公司等，采购金额合计为

113.02 亿元，占采购总金额比重为 31.02%。同期，大商道电解铜外销前五大客户包括陕西延长石油物资集团江苏有限公司等，销售金额合计为 84.83 亿元，占销售总金额比重为 23.28%。

表 5: 2016-2018 年及 2019 年 1-3 月公司主要贸易产品购销情况

种类	2016	2017	2018	2019.3	
煤炭	采购量 (万吨)	2,485.22	843.26	574.49	91.12
	销售量 (万吨)	2,485.22	843.26	567.97	92.01
	外部采购成本 (万元)	686,577.44	323,944.24	187,271.91	35,375.06
	外部采购销售收入 (万元)	691,299.65	326,549.98	188,591.22	37,254.15
	平均采购单价 (元/吨)	276.26	384.16	325.98	388.22
	平均销售单价 (元/吨)	278.16	387.25	332.04	404.89
钢材及钢材制品	采购量 (万吨)	38.43	0.64	0.57	0.004
	销售量 (万吨)	38.43	0.64	0.57	0.004
	外部采购成本 (万元)	71,287.78	2,186.14	2,367.81	12.33
	外部采购销售收入 (万元)	71,329.28	2,220.60	2,479.10	12.14
	平均采购单价 (元/吨)	1,855.00	3,415.84	4,154.05	3,332.43
	平均销售单价 (元/吨)	1,856.08	3,469.69	4,349.30	3,281.08
成品油	采购量 (万吨)	0.20	30.01	146.76	25.34
	销售量 (万吨)	0.20	26.98	147.82	23.67
	外部采购成本 (万元)	989.00	128,385.58	859,627.22	124,061.54
	外部采购销售收入 (万元)	1,094.14	130,101.22	867,874.35	126,522.79
	平均采购单价 (元/吨)	4,945.00	4,278.09	5,857.37	4,895.88
	平均销售单价 (元/吨)	5,470.70	4,822.14	5,871.16	5,345.28
焦炭	采购量 (万吨)	--	109.50	46.82	14.44
	销售量 (万吨)	--	101.92	40.15	4.44
	外部采购成本 (万元)	--	152,813.89	88,432.74	7,431.31
	外部采购销售收入 (万元)	--	154,570.73	89,916.58	7,841.36
	平均采购单价 (元/吨)	--	1,395.56	1,888.78	514.63
	平均销售单价 (元/吨)	--	1,516.59	2,239.52	1,766.07
电解铜	采购量 (万吨)	--	--	17.38	18.32
	销售量 (万吨)	--	--	17.90	17.73
	外部采购成本 (万元)	--	--	752,806.57	775,029.70
	外部采购销售收入 (万元)	--	--	764,648.01	777,472.26
	平均采购单价 (元/吨)	--	--	43,314.53	42,305.11
	平均销售单价 (元/吨)	--	--	42,717.77	43,850.66
铝锭	采购量 (万吨)	--	--	9.00	15.72
	销售量 (万吨)	--	--	7.89	17.02
	外部采购成本 (万元)	--	--	106,342.64	199,576.83
	外部采购销售收入 (万元)	--	--	93,460.92	199,456.82
	平均采购单价 (元/吨)	--	--	11,815.85	12,695.73
	平均销售单价 (元/吨)	--	--	11,845.49	11,718.97

注：由于重组时间较晚，2018 年公司大商道合并范围仅包括 11 月、12 月经营数据。

资料来源：公司提供

总体来看，公司各类贸易品种的上下游集中度均较高，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。2018 年合并大商道后，公司贸易收入实现大幅增

长，同时公司在逐步调整主要贸易品种结构，未来盈利能力或将有所提高。

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，盈利能力有所提升

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。2016~2018 年及

2019 年 1~3 月，公司分别实现化工收入 16.76 亿元、22.58 亿元、29.30 亿元和 7.85 亿元，近三年呈上升趋势。

截至 2019 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。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司整体产销较为平衡，产能利用率较为饱满。

表 6: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司烧碱、PVC 产品产销情况

指标	烧碱				PVC			
	2016	2017	2018	2019.3	2016	2017	2018	2019.3
产能（万吨/年）	20	20	20	5	25	25	25	6.25
产量（万吨）	22.83	21.58	21.21	5.97	27.59	28.10	29.37	8.35
产能利用率（%）	114.15	107.90	106.05	119.40	110.36	112.40	117.48	133.60
销量（万吨）	21.46	19.00	20.27	6.03	26.47	28.07	28.82	8.29
产销率（%）	94.00	88.04	95.57	101.01	95.94	99.89	98.13	99.28

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，2018 年前五大销售客户销售收入占总收入比重为 47.22%，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 产品价格整体有所上升，2018 年以来烧碱平均售价略有回落但仍处于较高水平。

表 7: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司烧碱、PVC 平均售价（元/吨）

项目	2016	2017	2018	2019.3
烧碱平均售价	1,821.86	2,909.75	2,873.53	2,667.48
PVC 平均售价	4,813.07	5,418.43	5,642.67	5,471.83

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。

近年来受煤炭价格上涨及销量增加影响，公

司煤炭生产板块盈利能力有所提升；同时公司拟建矿井较多，未来可能面临一定的投资压力

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”）和汇森煤业负责运营。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司煤炭生产板块收入分别为 11.85 亿元、31.33 亿元、20.39 亿元和 2.84 亿元；同期，毛利率分别为 42.51%、59.35%、70.71% 和 72.32%，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 3.57 亿吨，可开采年限为 37.53 年，以原煤、沫煤、三八块、大块和籽煤为主，是良好的动

力燃料、工业气化和液化用煤。

表 8：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司所属煤矿产量情况（万吨）

煤矿名称	科目	2016	2017	2018	2019.3
冯家塔煤矿	煤炭总产量	329.35	388.79	455.23	77.09
	其中：清水川一期项目消化煤炭量	143.84	140.93	123.74	38.18
凉水井煤矿	煤炭总产量	639.69	709.66	716.17	152.28
总产量	--	969.04	1,098.45	1,171.40	229.37

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，同时园子沟矿井及选煤厂目前已复工，赵石畔煤矿、小壕兔等井田的矿井建设处于前期工作阶段，上述项目计划总投资 200.32 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 81.00 亿元，仍具有较大投资缺口。

表 9：截至 2019 年 3 月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	3.57	800	12.09	12.81	全部外销
园子沟矿井及选煤厂	规划 在建	7.96	800	75.37	65.10	部分外销
赵石畔煤矿	规划 在建	7.87	600	76.52	2.90	部分外销
小壕兔二号	规划 在建	6.96	600	36.34	0.19	部分外销
合计	--	31.20	3,400	200.32	81.00	--

注：截至 2018 年末，赵石畔煤矿、小壕兔二号仍处于规划在建状态，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之前全面停工，公司与相关政府部门已确定在 2018 年末前取得煤矿所有立项手续，故已开始复工建设。

资料来源：公司提供

总体来看，近年来公司煤炭生产板块盈利能力有所提升，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，公司在建拟建矿井较多，未来可能面临一定的投资压力。

公司电力板块近年来可控装机容量大幅提升，目前仍以火电装机为主，未来业务综合

效益或将随煤电一体化项目建设而提升；但公司电力板块在建项目投资规模较大，未来面临一定的投资压力

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。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现电力收入 11.85 亿元、14.17 亿元、29.00 亿元和 8.86 亿元，收入逐年增长。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 2019 年 3 月末，公司可控装机容量为 253.72 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 27.70 万千瓦；2018 年以来，随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以及榆林纳林光伏电站并网发电，公司光伏装机容量进一步增长；此外，陕能榆林清洁能源有限公司拥有 1 座风电场，2018 年 6 月 30 日首批风机并网发电，公司 2018 年新增风电装机容量 10 万千瓦。公司发电量主要受火电发电影响，2017 年随整体可控装机容量增加有所增加，2018 年因火电发电量下滑影响有所下降。上网电价方面，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司火电和水电平均上网价格相对平稳，光伏平均上网电价处于较高水平。

表 10：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司发电基本情况（万千瓦、亿千瓦时）

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
期末可控装机容量	75.45	227.15	247.07	253.72
其中：火电装机	60.00	184.00	184.00	184.00
水电装机	15.45	15.45	15.45	15.45
光伏装机	--	27.70	37.62	44.27
风电装机	--	--	10.00	10.00
发电量	32.04	97.87	87.91	23.11
其中：火电发电量	28.17	89.39	78.27	21.13
水电发电量	3.86	5.61	4.78	0.38
光伏发电量	--	2.87	4.33	1.18
风电发电量	--	--	0.53	0.42
火电平均上网电价	0.29	0.29	0.29	0.29

水电平均上网电价	0.28	0.30	0.30	0.30
光伏平均上网电价	--	0.80	0.83	0.74
风电平均上网电价	--	--	0.52	0.52

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 万千瓦时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 2019 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。光伏发电方面，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，同时 2018 年 12 月陕能榆林清洁能源有限公司下属榆林纳林光伏电站并网发电，公司光伏可控装机容量增至 37.62 万千瓦；2019 年以来，公司光伏装机容量随分布式项目开发管理部装机容量增长进一步增至 44.27 万千瓦。

表 11：2016-2018 年及 2019 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	2016		2017		2018		2019.3		2019 年 3 月末装机容量
		发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	
清水川电站（一期）	火电	281,745.00	4,695.75	276,444.60	4,607.41	216,710.40	3,611.00	49,778.40	830.00	60.00
渭河电站	火电	--	--	617,548.00	4,980.00	565,961.00	4,564.20	161,528.00	1,302.64	124.00
蔺河口电站	水电	17,482.18	2,428.08	22,442.18	3,116.97	17,538.61	2,435.92	1,080.24	150.03	7.20
金淌电站	水电	5,885.12	3,796.85	6,240.63	4,026.21	4,000.47	2,580.95	420.64	271.38	1.55
二郎坝电站	水电	10,569.22	1,992.31	19,850.00	3,741.75	19,036.84	3,588.47	1,443.15	272.04	5.31
葫芦头电站	水电	2,726.00	2,839.58	5,259.00	5,477.73	5,095.80	5,308.13	591.70	616.35	0.96
其他水电站	水电	1,982.28	4,567.46	2,320.09	5,345.83	2,079.49	4,836.02	300.32	691.98	0.43
榆林协合生态光伏电站	光伏	--	--	24,566.86	1,181.10	28,039.08	1,348.03	6,100.04	293.27	20.80
分布式项目开发管理部	光伏	--	--	2,071.27	1,090.14	2,802.00	1,091.55	1,411.16	153.00	9.22
西藏浪卡子光伏电站	光伏	--	--	2,050.88	410.18	5,781.16	1,156.23	1,583.24	316.65	5.00
蒲城隆基生态农业光伏系能源有限公司	光伏	--	--	--	--	6,285.47	1,478.93	1,066.54	250.95	4.25
榆林纳林光伏电站	光伏	--	--	--	--	434.88	86.98	1,615.83	323.17	5.00
榆林纳林风电场	风电	--	--	--	--	5,343.34	534.33	4,170.99	417.09	10.00
合计	--	320,389.80	--	978,793.51	--	879,108.54	--	231,090.25	--	253.72

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司电力板块在建项目总投资 241.91 亿元，已投资 224.90 亿元。其中截至 2019 年 3 月末，清水川二期工程 #4 机组已完成 168 小时试运工作，正式转入商业运营，#3 机组计划于 5 月底前完成 168 小时试运工作。目前清水川电站煤电一体化项目装机容量为 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正式并网发电，公司煤电一体化发电量

将大幅上升。此外，公司未来还将建设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。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。

表 12: 截至 2019 年 3 月末公司电力板块主要在建项目情况 (亿元)

项目名称	项目建设主体	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	74.76	74.73	2011.5~2018.6
商洛 2×660MW 火力发电项目	陕西商洛发电有限公司	53.83	53.76	2016.6~2019.6
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	63.58	2016.5~2019.6
麟北低热值煤发电 2×350MW 项目	秦龙电力	31.41	30.33	2016.8~2019.3
榆林高新区 170MW 光伏项目	--	7.46	2.50	2018.11~2019.12
合计	--	241.91	224.90	--

注: 1、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; 2、部分在建项目投资数据有所调整, 以公司本次提供数据为准。

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 2018 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 13: 截至 2018 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, 公司电力板块近年来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仍较大, 未来面临一定的投资压力。

公司地质勘探业务技术实力较强, 在陕西省具备很强的竞争优势

地质勘探板块主要由煤田地质公司负责运营。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月, 公司分别实现地质勘探板块收入 16.12 亿元、17.29 亿元、20.16 亿元和 4.10 亿元, 收入逐年增长; 同期, 毛利率分别为 34.51%、32.52%、31.75% 和 7.12%, 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 2019 年 3 月末, 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 37 项资质。

煤田地质公司地质勘查业务所承做的市场化运作项目包括省级地勘基金项目和市场项目。省级地勘基金项目主要运作模式如下: 省级地勘基金管理部门发布基金项目招标公告, 勘查单位参加投标, 中标后签订合同, 完工后双方结清款项, 款项支付与探矿成果无关。市场项目主要客户为拥有矿权及拟进行地质施工的单位 and 机构。煤田地质公司积极参与市场竞争, 客户群体小而分散。账务处理方面, 煤田地质公司在地质勘查项目现场施工已经完结并经验收合格时, 确认地质勘查服务收入, 在双方签订正式地质成果转让合同并将相关地质成果资料移交给对方时, 确认地质成果转让收入。

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 14: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月煤田地质公司钻探情况

项目	2016	2017	2018	2019.3
钻探 (万米)	48.18	40.40	43.38	4.69
地质报告 (万份)	43	39	39	11
其中: 省级地勘项目	6	5	3	0
社会地质项目	37	34	36	11

资料来源: 公司提供

此外，2019年9月2日，公司发布公告披露陕西省一八六煤田地质有限公司（以下简称“一八六公司”，系公司三级子公司）与陕西煜丰置业有限公司（以下简称“煜丰公司”）诉讼案件事宜，该案涉诉金额2.02亿元。陕西省高院于2019年7月22日判决一八六公司赔偿煜丰公司经济损失9,495万元以及违约金1,899万元，并驳回煜丰公司其他诉讼请求。判决作出后，一八六公司不服并向最高人民法院提起上诉。截至2019年9月2日，一八六公司暂未收到最高院的受理通知。中诚信国际将对该案件后续进展保持关注。

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。

公司房地产销售收入稳定增长，但投资节奏较快，在建拟建项目投资压力较大，同时需关注项目所在地相关政策及市场波动对项目盈利水平影响；酒店业务盈利能力较弱

房地产及酒店板块主要由华泰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。2016~2018年及2019年1~3月，公司分别实现房地产及酒店板块收入18.34亿元、24.83亿元、26.22亿元和0.91亿元，逐年增长，并且以房地产销售收入为主；同期，毛利率分别为37.71%、31.84%、42.74%和46.55%，亦保持增长趋势，且处于较高水平。

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。房地产业务受市场行情、项目所处区域去库存化进程等影响较大，2016~2017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。2018年，由于公司处于集中拿地阶段，故投资保持较大规模，但新开工面积、竣工面积、在建及签约面积均有一定

程度下降。

表 15: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司房地产业务运营情况

指标	2016	2017	2018	2019.3
新开工面积（万平方米）	79.09	81.01	44.56	-
竣工面积（万平方米）	49.60	39.99	53.51	-
在建面积（万平方米）	154.23	176.57	158.01	158.01
投资金额（亿元）	39.36	40.21	72.10	53.92
签约面积（万平方米）	30.92	30.65	22.19	3.67
签约金额（亿元）	19.49	23.38	23.61	4.36

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2019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169.40亿元，目前已回款185.49亿元，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。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，目前正常营业。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，未来或将面临较大投资压力。

表 16: 截至 2019 年 3 月末公司在建和拟建房地产项目情况 (亿元)

项目名称	开发模式	进展	总投资	已投资	已回款
在建项目					
金泰假日花城	独立开发	在建	41.11	27.83	39.63
金泰丝路花城	独立开发	在建	21.06	19.77	22.02
金泰怡景花园	独立开发	在建	23.43	6.55	4.75
陕西文化中心	独立开发	在建	17.87	15.74	0.00
金泰新理城	独立开发	在建	31.88	15.91	12.92
金泰滨江花城	独立开发	在建	10.57	8.29	5.12
山东项目	合作开发	在建	78.50	73.64	101.05
PC厂	合作开发	在建	2.05	1.67	0.00
合计	--	--	226.47	169.40	185.49
拟建项目					
海南项目	合作开发	拟建	204.24	7.10	0.00
灞桥项目	独立开发	拟建	67.81	11.46	0.00
合计	--	--	272.05	18.56	0.00

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。截至 2019 年 3 月末，灞桥项目部分地块立项备案工作完成，正办理土地证及用地规划许可证。

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，截至 2019 年 9 月末，该项目已正式开工。由于该项目投资规模较大且地处外省，受外部市场环境的影响较大，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，在西安市星级酒店市场处于领先地位。2016~2018 年，皇冠假日酒店客房平均入住率分别为 69.00%、71.90% 和 73.89%。2017 及 2018 年，受高端酒店业大环境不景气影响加之折旧成本及财务费用较高，金信实业经营持续亏损。

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 13.03 万平方米，共有 6 幢接待楼。2016~2018 年，人民大厦公司旗下酒店平均客房入住率分别为 68.63%、71.85% 和 71.51%。2017 年，由于折旧费用较高，人民大厦公司仍处于亏损状态；2018 年人民大厦实现微利。

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，在建拟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或仅实现微利。

公司航空产业板块尚处于起步阶段，尚未实现收益，在建项目资金需求较大

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。

该项目总投资约 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 2019 年 3 月末已投资 8.00 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。

发行主体信用质量分析

中诚信国际肯定了陕西省经济保持较快发展，公司经营格局多元化，具备一定的协同优势，煤炭及电力板块竞争实力不断增强且备用流动性充足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监管政策环境及证券市场行情影响，公司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，公司债务规模持续增长，以及母公司短期债务上升较快等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

综上所述，中诚信国际评定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。

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 2016~2018 年财务报告及公司提供的未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司各期财务报表均执行新会计准则。2017 年，由于公司将持有的部分子公司股权划转至汇森煤业，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。2018 年，由于汇森煤业进行股份制改制审计、金泰氯碱对二期扩建项目进行竣工结算审计等原因，审计报告亦对前期部分会计事项进行了调整。本次评级报告以审计报告各期期末数据为依据，会计差错变更请参考审计报告。

资产流动性

2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司总资产分别为 1,076.55 亿元、1,330.70 亿元、1,599.83 亿元和 1,680.57 亿元，稳步增长。近年来，公司规模大幅增长主要系在建项目的持续推进且公司持有的金融资产规模增加。资产构成方面，2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司流动资产占总资产比重分别为 68.45%、58.92%、57.22% 和 59.07%。

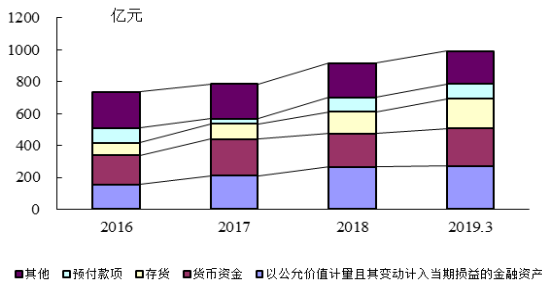
流动资产方面，2016~2018 年及 2019 年 3 月末末，公司流动资产分别为 736.87 亿元、784.01 亿元、915.42 亿元和 992.64 亿元，逐年增长。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产和存货

构成。货币资金方面，2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司货币资金分别为 184.80 亿元、230.32 亿元、209.90 亿元和 234.78 亿元，货币资金较为充裕。其中，2017 年末，公司货币资金同比大幅增长主要系公司通过发行债券获得大量资金；2018 年末，随公司日常经营现金支出增加，银行存款有所下降。此外，截至 2018 年末公司受限货币资金为 8.82 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款或通知存款构成。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，2016~2018 年及 2019 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分别为 153.59 亿元、210.18 亿元、265.76 亿元和 270.91 亿元，随着公司债务工具投资逐年增加，呈稳步上升趋势。2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司存货分别为 79.46 亿元、95.61 亿元、134.87 亿元和 186.72 亿元，主要为房地产板块的土地储存成本、商品房、化工产品等构成。其中，2017 年末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（化工产品及房地产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）较上年大幅增长；2018 年末，公司存货规模大幅增长主要系公司房地产板块土地储存成本增加；2019 年 3 月末，公司存货随房地产企业土地储存成本及化工产品、房地产开发成本等增加进一步增加。

此外，2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司应收账款分别为 24.70 亿元、31.75 亿元、41.40 亿元和 45.28 亿元，逐年增长。随着应收方信用情况恶化，公司计提坏账准备大幅增加，主要为应收股权质押业务违约的客户款项。截至 2018 年末，公司应收账款累计计提坏账准备为 11.50 亿元，其中应收乐视网 10.13 亿元，已计提坏账准备 7.12 亿元。2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司预付款项分别为 90.96 亿元、30.85 亿元、91.00 亿元和 93.71 亿元，主要由土地拆迁补偿款和预付货款构成。其中 2017 年末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；2018 年末，公司预付款大幅提升主要系子公司大商道和金泰恒业预付货款及工程款所致。各期末，公司买入

返售金融资产分别为 60.56 亿元、53.76 亿元、28.53 亿元和 12.94 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。同期末，公司其他流动资产分别为 80.48 亿元、76.99 亿元、65.76 亿元和 79.47 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；2019 年 3 月末其他流动资产有所回升，主要系理财产品大幅增长所致。

图 3：2016 年~2018 年及 2019 年 3 月末公司流动资产分析



资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

从运营效率上来看，公司应收账款规模近年来逐步增长，随着贸易、化工及煤炭生产等业务开展带动公司营业收入的上升，公司应收账款周转率总体呈增长趋势，2016~2018 年分别为 7.57 次、7.76 次和 10.19 次，2018 年，由于合并大商道，公司贸易收入大幅增长，同时该行业周转率较快，带动了公司应收账款周转率水平大幅增长。同期，公司存货周转率分别为 2.16 次、1.74 次和 2.64 次，其中 2017 年随房地产开发成本增长公司存货规模有所增加，存货周转率有所下降；2018 年，由于金泰恒业楼盘销售情况良好，当期结转营业成本增加，公司存货周转率大幅增长。2016~2018 年，流动资产周转率分别为 0.27 次、0.30 次和 0.44 次，虽逐步提升，但公司整体运营效率仍有较大提升空间。

表 17：2016~2018 年公司资产周转率指标

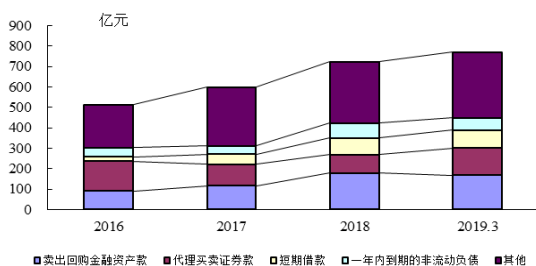
项目名称	2016	2017	2018
应收账款周转率（次）	7.57	7.76	10.19
存货周转率（次）	2.16	1.74	2.64
流动资产周转率（次）	0.27	0.30	0.44

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

在资产规模大幅增长的同时，公司负债规模也不断增长。2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司总负债分别为 733.30 亿元、905.46 亿元、1,096.09 亿元和 1,148.88 亿元，逐年大幅增长主要系公司外部

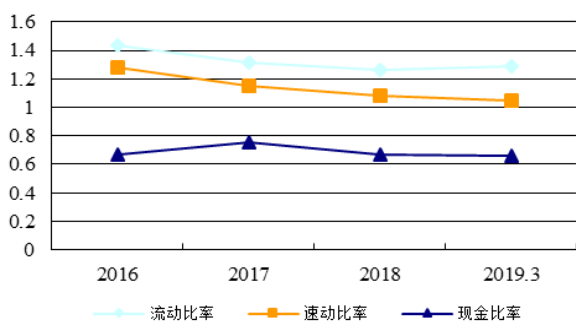
融资规模大幅增长。从负债结构来看，公司以流动负债为主，2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司流动负债占总负债比重分别为 69.84%、66.08%、65.97% 和 67.04%。

流动负债方面，公司流动负债主要由短期借款、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款、和一年内到期非流动负债等构成。2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司短期借款分别为 21.31 亿元、48.10 亿元、81.30 亿元和 88.05 亿元，近年来短期借款规模快速上升，主要系公司信用借款大幅增长。各期末，公司应付账款分别为 32.08 亿元、61.56 亿元、68.04 亿元和 78.19 亿元，主要为公司与上游单位之间的工程往来款项以及设备材料款，其中 2017 年末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。2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司卖出回购金融资产款分别为 89.67 亿元、116.14 亿元、179.31 亿元和 168.42 亿元，主要为西部证券卖出回购债券，近年来随着卖出回购金融资产业务增长而逐年大幅增长，2019 年 3 月末较上年末略有下降，但整体规模仍相对较大。各期末，公司代理买卖证券款分别为 147.13 亿元、105.49 亿元、89.73 亿元和 131.68 亿元，主要系西部证券的证券经纪业务产生；近年来，西部证券股票交易业务受股市行情影响而持续下降，因此代理买卖证券款整体规模呈下降趋势；2019 年一季度，受股市行情影响，西部证券股票交易业务相对活跃，代理买卖证券款回升规模较大。此外，各期末，一年内到期的非流动负债分别为 43.71 亿元、41.17 亿元、73.17 亿元和 59.73 亿元，2018 年末同比大幅增长主要系公司项目建设贷款即将到期，2019 年 3 月末，公司偿还部分长期借款故有所减少。2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司其他流动负债分别为 55.19 亿元、99.56 亿元、58.11 亿元和 97.89 亿元，受公司短期融资券发行进度和到期偿还影响而波动较大。

图 4：2016~2018 年及 2019 年 3 月末公司流动负债分析


资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

从流动性指标看，2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司流动比率分别为 1.44 倍、1.31 倍、1.27 倍和 1.29 倍，速动比率分别为 1.28 倍、1.15 倍、1.08 倍和 1.05 倍，整体均呈下降趋势，其中 2018 年末公司流动负债增加，使得流动比率和速动比率有所下降。总体而言，流动资产可以覆盖其流动负债，但覆盖能力有待进一步提升。同期末，公司现金比率分别为 0.67 倍、0.76 倍、0.66 倍和 0.66 倍，2018 年末公司现金对流动负债覆盖能力有所下降，且仍旧不能形成全额覆盖。

图 5：2016~2018 年及 2019 年 3 月末公司流动性指标变化情况


资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

总体来看，公司近期的投融资规模较大，流动负债及流动资产均呈上升趋势，但流动性指标整体呈下降趋势，公司流动资产和速动资产对流动负债覆盖能力有待进一步提升，且货币资金不可以完全覆盖流动负债，公司仍存在一定的短期资金周转压力。此外，近年来公司资产周转指标整体有所提升，但整体运营效率仍有较大提升空间。

短期偿债能力

近年来，随主营业务持续发展，公司对外融资规模总体呈上升趋势，2016~2018 年及 2019 年 3

月末，公司短期债务规模分别为 149.06 亿元、193.33 亿元、237.72 亿元和 259.57 亿元。

短期偿债能力方面，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 36.89 亿元、46.77 亿元和 52.38 亿元，逐年增长，但不及短期债务增长速度。同期，公司 EBITDA/短期债务分别为 0.25 倍、0.24 倍和 0.22 倍，EBITDA 利息保障系数分别为 3.42 倍、2.82 倍和 2.18 倍，EBITDA 对短期债务和总债务利息支出的覆盖能力均有所下降，但仍能有效覆盖利息支出。2016~2017 年，公司经营活动净现金流持续呈净流出状态，无法覆盖短期债务和利息支出；2018 年，公司经营活动净现金流由负转正，但规模较小，仍无法覆盖公司短期债务。此外，截至 2019 年 3 月末，公司货币资金为 234.78 亿元，货币资金/短期债务为 0.90 倍，货币资金虽相对充裕，但依旧无法完全覆盖短期债务。

表 18：2016 年~2019 年 3 月公司偿债能力指标

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
总债务（亿元）	352.87	481.66	591.76	618.56
短期债务（亿元）	149.06	193.33	237.72	259.57
货币资金（亿元）	184.80	230.32	209.90	234.78
EBITDA（亿元）	36.89	46.77	52.38	-
经营活动净现金流（亿元）	-56.17	-18.47	12.92	18.64
EBITDA/短期债务（X）	0.25	0.24	0.22	-
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.38	-0.10	0.05	-
货币资金/短期债务（X）	1.24	1.19	0.88	0.90
EBITDA 利息保障系数（X）	3.42	2.82	2.18	-
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-5.21	-1.11	0.54	2.53

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

母公司方面，近年来母公司承担了陕投集团较多的融资职能，导致债务规模尤其是短期债务规模大幅增加，短期债务由 2016 年末的 34.12 亿元增至 2019 年 3 月末的 217.04 亿元。并且短期债务在总债务中占比较高，2016~2018 年及 2019 年 3 月末，母公司的长短期债务比分别为 0.80 倍、1.07 倍、0.87 倍和 1.07 倍，母公司债务结构有待调整，财务稳健性有待提升。

母公司偿债指标方面，2016~2018 年，母公司 EBITDA 分别为 1.09 亿元、4.79 亿元和 30.15 亿元，其中 2018 年，由于获得子公司华泰投资大额分红款，母公司投资收益大幅增长，利润总额及 EBITDA

随之大幅增长，因而EBITDA对母公司债务本息覆盖情况有所增强。同期，公司EBITDA/短期债务分别为0.03倍、0.04倍和0.17倍，EBITDA利息保障系数分别为0.39倍、0.58倍和1.85倍，2018年，EBITDA能够覆盖公司利息，但持续性有待观察。2018年，母公司经营活动净现金流由负转正，但规模较小，仍无法覆盖短期债务和利息支出。此外，母公司货币资金储备较少，截至2019年3月末仅为50.54亿元，货币资金/短期债务为0.23倍，对短期债务的覆盖能力较弱，未来母公司将面临一定的短期偿债压力，中诚信国际将对此保持关注。

表 19：2016 年-2019 年 3 月母公司偿债能力指标

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
总债务（亿元）	76.57	254.36	372.84	419.81
短期债务（亿元）	34.12	131.76	173.28	217.04
货币资金（亿元）	4.16	52.28	52.77	50.54
EBITDA（亿元）	1.09	4.79	30.15	-
经营活动净现金流（亿元）	-9.10	-27.59	8.25	-26.50
EBITDA/短期债务（X）	0.03	0.04	0.17	-
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.27	-0.21	0.05	-
货币资金/短期债务（X）	0.12	0.40	0.30	0.23
EBITDA 利息保障系数（X）	0.39	0.58	1.85	-
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-3.28	-3.34	0.51	-4.69

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年末，母公司有息债务为372.84亿元，2019年到期债务为173.28亿元，短期债务偿还压力较大。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20：截至2018年末母公司到期债务分布情况（亿元）

到期年份	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
到期金额	173.28	36.19	50.41	39.25	73.72

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

银行授信方面，截至2019年6月末，公司共获得各银行授信额度1,267.18亿元，未使用授信额度达到772.10亿元。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年末，公司合并口径受限资产账面价值合计314.43亿元，占当期末总资产的比重为19.65%，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年末，公司对外担保总额为13.02亿元，占当期末净资产的比重为2.59%，主要系对联营企业陕西咸阳化学工业有限公司和参股企业陕西华电蒲城发电有限责任公司、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

根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至2019年7月31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。

结 论

综上所述，中诚信国际评定“陕西投资集团有限公司2019年度第三期短期融资券”的债项信用等级为 **A-1**。

中诚信国际关于陕西投资集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券的跟踪评级安排

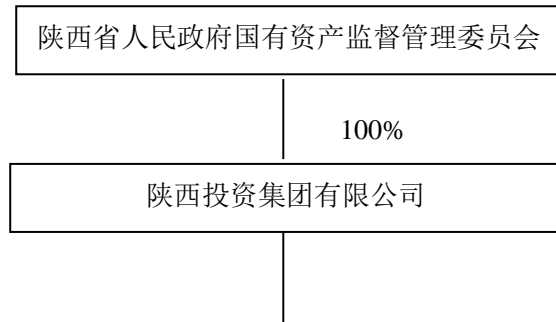
根据国际惯例和主管部门的要求，本公司将在本期融资券的存续期内对本期融资券每半年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在融资券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 11 月 6 日

附一：陕西投资集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）

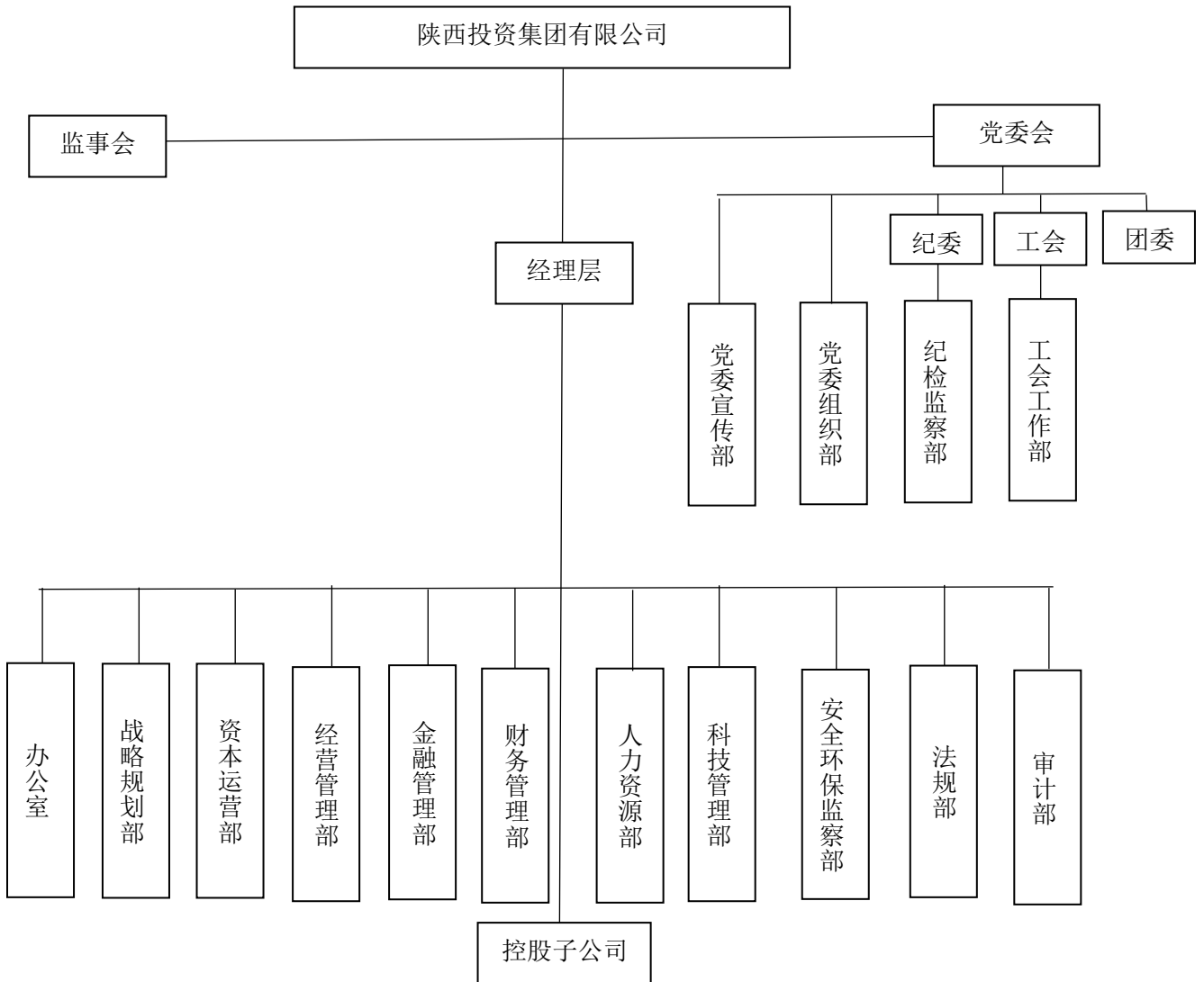


序号	二级子公司名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
1	陕西省煤田地质集团有限公司	地质勘探	264,600.70	100.00
2	陕西省华秦投资集团有限公司	投资管理	300,000.00	100.00
3	陕西投资新兴产业发展有限公司	光电子信息技术、生物科技、医药科技、新能源科技、新材料技术、环保技术领域内的技术开发、技术咨询、技术转让	40,000.00	100.00
4	陕西陕投资本管理有限公司	投资与管理	47,500.00	100.00
5	陕西君成融资租赁股份有限公司	融资租赁	100,000.00	100.00
6	陕西航空产业发展集团有限公司	资产管理	300,000.00	50.00
7	陕西君盛资产运营有限公司	物业管理	6,149.18	100.00
8	陕西投资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
10	西安寰宇卫星测控与数据应用有限公司	卫星监测服务	3,500.00	100.00
11	陕西省水电开发有限责任公司	水力发电及新能源发电	180,000.00	99.26
12	大商道商品交易市场股份有限公司	商品贸易	93,700.00	35.00

注：公司对大商道商品交易市场股份有限公司直接持股 35%，并与中西部商品交易中心有限公司签订一致行动协议，从而对其实现实际控制，纳入公司合并范围。

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 2019 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)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	1,848,018.52	2,303,201.02	2,099,041.60	2,347,786.64
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,535,915.34	2,101,776.34	2,657,595.77	2,709,051.75
应收账款净额	246,988.86	317,460.83	414,037.79	452,806.26
其他应收款	117,528.05	43,787.73	322,791.99	272,813.44
存货净额	794,619.53	956,116.23	1,348,717.39	1,867,158.89
可供出售金融资产	964,627.27	774,845.78	736,558.39	553,747.51
长期股权投资	353,040.43	363,356.05	416,300.44	436,148.49
固定资产	873,769.47	1,299,821.33	1,694,781.89	1,698,074.40
在建工程	887,013.28	1,521,872.48	1,998,465.90	2,084,061.63
无形资产	106,684.76	341,399.75	643,544.09	637,691.27
总资产	10,765,520.65	13,307,037.36	15,998,307.88	16,805,747.42
其他应付款	205,158.45	275,997.30	266,065.89	247,737.76
短期债务	1,490,551.51	1,933,286.25	2,377,188.53	2,595,712.68
长期债务	2,038,180.65	2,883,339.03	3,540,375.11	3,589,887.75
总债务	3,528,732.16	4,816,625.28	5,917,563.64	6,185,600.43
净债务	1,680,713.64	2,513,424.26	3,818,522.04	3,837,813.80
总负债	7,333,031.48	9,054,563.64	10,960,936.56	11,488,845.09
费用化利息支出	62,720.11	85,760.67	84,353.71	43,262.30
资本化利息支出	45,178.89	80,183.95	156,265.40	30,315.43
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	1,386,738.45	1,918,310.29	2,111,574.16	2,170,192.33
所有者权益合计	3,432,489.17	4,252,473.72	5,037,371.32	5,316,902.33
营业总收入	2,016,960.41	2,202,790.70	3,717,672.81	1,569,572.65
三费前利润	468,766.99	628,259.04	615,283.96	121,785.63
营业利润	221,371.05	289,424.22	316,854.68	88,874.51
投资收益	201,437.22	179,578.16	196,850.87	52,764.40
营业外收入	4,906.93	3,708.70	1,830.50	1,068.05
净利润	156,732.68	201,892.85	244,666.93	61,314.34
EBIT	284,366.13	369,851.29	396,134.86	132,723.90
EBITDA	368,909.36	467,693.45	523,779.24	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,289,815.22	1,806,121.93	3,856,866.76	1,671,498.03
收到其他与经营活动有关的现金	44,478.91	624,222.04	740,712.46	842,093.77
购买商品、接受劳务支付的现金	954,909.50	1,176,710.61	3,527,087.66	1,782,174.97
支付其他与经营活动有关的现金	908,633.79	1,376,091.38	1,344,754.56	664,695.73
吸收投资收到的现金	26,437.27	336,560.50	140,408.08	10,096.00
资本支出	253,155.72	767,391.43	1,037,152.88	162,834.90
经营活动产生现金净流量	-561,650.69	-184,735.98	129,169.31	186,377.26
投资活动产生现金净流量	-107,142.76	-1,091,566.42	-1,874,167.64	-283,427.38
筹资活动产生现金净流量	235,308.69	1,535,799.44	1,537,445.16	423,556.15
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	25.50	30.79	18.08	8.45
三费收入比(%)	19.44	19.52	11.79	8.30
总资产收益率(%)	2.68	3.06	2.70	-
流动比率(X)	1.44	1.31	1.27	1.29
速动比率(X)	1.28	1.15	1.08	1.05
资产负债率(%)	68.12	68.04	68.51	68.36
总资本化比率(%)	50.69	53.11	54.02	53.78
长短期债务比(X)	0.73	0.67	0.67	0.72
经营活动净现金/总债务(X)	-0.16	-0.04	0.02	-
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.38	-0.10	0.05	-
经营活动净现金/利息支出(X)	-5.21	-1.11	0.54	2.53
总债务/EBITDA(X)	9.57	10.30	11.30	-
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.24	0.22	-
货币资金/短期债务(X)	1.24	1.19	0.88	0.90
EBITDA 利息倍数(X)	3.42	2.82	2.18	-

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2019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量补充资料，故相关指标无法计算；4、中诚信国际按2018年财务报表格式调整前的会计科目口径进行财务分析，其中季报及母公司口径部分科目无明细，故调整至其他科目。

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)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	41,584.48	522,816.05	527,725.57	505,397.92
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	30,770.74	24,597.81	24,604.33
应收账款净额	36,857.41	0.00	0.00	0.00
其他应收款	7,549.57	408,047.79	375,498.01	604,154.52
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	22,665.13	21,976.25	17,983.74	18,955.87
长期股权投资	1,588,694.22	1,859,008.22	2,134,105.28	2,142,705.28
固定资产	914.51	704.53	530.12	494.67
在建工程	5,605.44	5,605.44	5,605.44	5,605.44
无形资产	636.96	701.56	772.94	658.97
总资产	2,697,020.26	4,870,125.73	6,748,202.30	7,191,917.90
其他应付款	1,497.56	496.14	39,116.95	45,317.65
短期债务	341,160.00	1,317,630.00	1,732,835.00	2,170,415.00
长期债务	424,580.00	1,225,987.42	1,995,612.52	2,027,696.70
总债务	765,740.00	2,543,617.42	3,728,447.52	4,198,111.70
净债务	724,155.52	2,020,801.37	3,200,721.95	3,692,713.78
总负债	1,250,437.42	3,275,920.62	4,390,450.37	4,650,041.82
费用化利息支出	27,753.67	82,669.98	163,240.38	56,540.72
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	1,446,582.84	1,594,205.11	2,357,751.93	2,541,876.08
营业总收入	674,050.60	277,540.51	127,057.40	35,403.50
三费前利润	27,535.94	58,422.47	126,270.76	35,268.27
营业利润	-17,161.52	-35,058.88	138,265.33	-13,506.47
投资收益	-760.82	-191.90	190,906.63	10,347.83
营业外收入	17.00	203.97	0.00	0.00
净利润	-17,319.59	-35,424.85	137,565.33	-13,706.47
EBIT	10,434.08	47,245.12	300,805.72	42,834.24
EBITDA	10,919.45	47,880.43	301,532.34	-
销售商品、提供劳务收到的现金	435,134.18	165,291.16	101,032.51	36,464.84
收到其他与经营活动有关的现金	56,167.13	250,834.22	96,295.55	101,927.19
购买商品、接受劳务支付的现金	426,968.71	159,617.64	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	145,149.72	524,481.26	105,890.47	400,386.73
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	1,221.00	695.83	404.90	65.62
经营活动产生现金净流量	-91,030.10	-275,874.66	82,492.38	-264,993.05
投资活动产生现金净流量	-112,372.73	-1,223,104.02	-1,582,498.35	-372,847.39
筹资活动产生现金净流量	172,079.98	1,980,210.25	1,504,915.49	615,512.79
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	4.23	21.21	100.00	100.00
三费收入比(%)	5.74	34.19	139.26	167.03
总资产收益率(%)	0.40	1.25	5.18	-
流动比率(X)	0.62	1.21	1.53	1.54
速动比率(X)	0.62	1.21	1.53	1.54
资产负债率(%)	46.36	67.27	65.06	64.66
总资本化比率(%)	34.61	61.47	61.26	62.29
长短期债务比(X)	0.80	1.07	0.87	1.07
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.12	-0.11	0.02	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.27	-0.21	0.05	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.28	-3.34	0.51	-4.69
总债务/EBITDA(X)	70.13	53.12	12.37	-
EBITDA/短期债务(X)	0.03	0.04	0.17	-
货币资金/短期债务(X)	0.12	0.40	0.30	0.23
EBITDA 利息倍数(X)	0.39	0.58	1.85	-

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2019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；4、中诚信国际按2018年财务报表格式调整前的会计科目口径进行财务分析，其中季报及母公司口径部分科目无明细，故调整至其他科目。

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：短期融资券信用等级的符号及定义

等 级	含 义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。