

陕西投资集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

项目负责人：李春辉 chhli@ccxi.com.cn

项目组成员：夏 雪 xxia@ccxi.com.cn

齐 鹏 pqi@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 03 月 06 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2019]0717D 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 2020 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

二零二零年三月六日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
陕西投资集团有限公司	10 亿元	5 年	每年付息一次，到期一次还本付息	拟用于偿还公司有息债务

评级观点：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”）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 2020 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稳步增长、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及备用流动性充足等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司金融板块盈利情况面临一定不确定性、面临较大的项目投资压力及母公司债务规模上升较快等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

概况数据

陕投集团（合并口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	1,076.55	1,330.70	1,599.83	1,691.31
所有者权益合计（亿元）	343.25	425.25	503.74	539.18
总负债（亿元）	733.30	905.46	1,096.09	1,152.13
总债务（亿元）	352.87	481.66	591.76	663.20
营业总收入（亿元）	201.70	220.28	371.77	527.89
净利润（亿元）	15.67	20.19	24.47	23.32
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	12.36
资产负债率(%)	68.12	68.04	68.51	68.12

陕投集团（母公司口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	269.70	487.01	674.82	753.08
所有者权益合计（亿元）	144.66	159.42	235.78	268.09
总负债（亿元）	125.04	327.59	439.05	484.98
总债务（亿元）	76.57	254.36	372.84	426.03
营业总收入（亿元）	67.41	27.75	12.71	12.86
净利润（亿元）	-1.73	-3.54	13.76	0.18
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	-1.70
资产负债率(%)	46.36	67.27	65.06	64.40

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 年三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。

评级模型

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	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)	17.87	8
	总资产收益率(%)	2.82	6
财务政策 与偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	54.02	8
	总债务/EBITDA(X)	10.39	6
	EBITDA 利息保障倍数(X)	2.80	7
	(CFO-股利)/总债务(%)	-11.91	3
规模与多元化 (30%)	营业总收入（亿元）	371.77	10
	业务多样性	10	10
运营实力 (20%)	资源禀赋	10	10
	资源控制力	8	8
打分结果			aa
BCA			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。			

正面

■ **陕西省经济稳步增长。**陕西省是我国西部的重要省份，能源资源储量丰富。近年来，陕西省经济稳步增长，陕西省的资源优势和稳定发展的经济环境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 9 月末，公司共获得各银行授信额度 1,235.57 亿元，未使用授信额度达到 742.53 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波动。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，金融板块整体受市场行情影响较大，盈利情况面临一定不确定性。

■ **面临较大的项目投资压力。**公司电力板块、煤炭生产板块及房地产板块在建、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。

■ **母公司债务规模上升较快。**近年来母公司承担陕投集团较多的融资职能，导致其债务规模大幅增加；此外，截至 2019 年 9 月末，母公司短期债务为 193.20 亿元，中诚信国际将对母公司债务增长情况和偿债资金安排保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，陕西投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司在陕西省地位大幅削弱，资本实力显著下降；受政策影响，公司主要业务板块盈利能力急剧下滑，财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

评级历史关键信息 1

陕西投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2020/01/16	李傲颜、齐鹏	中诚信国际通用行业评级方法与模型 CCXI_TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	--	2018/12/07	付东阳、李傲颜、齐鹏	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（通用） CCXI_TY_2016_01	阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2

陕西投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	-	2019/12/18	张卡、刘衍青	--	阅读全文
AAA/稳定	-	2019/07/23	张卡、刘衍青	--	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

同行业企业 2018 年主要指标对比表					
公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率(%)	总债务（亿元）	营业总收入（亿元）
陕投集团	1,599.83	503.74	68.51	591.76	371.77
河南投资集团	1,593.17	488.06	69.37	871.22	290.23
皖投控股	1,779.05	685.62	61.46	867.69	65.71

注：“河南投资集团”为“河南投资集团有限公司”简称；“皖投控股”为“安徽省投资集团控股有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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9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9月末，公司总资产1,691.31亿元，所有者权益合计为539.18亿元，资产负债率为68.12%；2019年1~9月，公司实现营业总收入527.89亿元，净利润23.32亿元，经营活动净现金流12.36亿元。

本期中期票据概况

本期中期票据注册额度50亿元，本期拟发行金额为10亿元，发行期限为5年。

本期中期票据采用固定利率方式，按面值发行，每年付息一次，到期一次还本。利率通过簿记建档的方式确定，在本期中期票据存续期内固定不变，不计算复利，逾期不另计利息。承销方式为主承销商和联席主承销商余额包销。发行方式采用簿记建档、集中配售方式发行。

募集资金用途

本期中期票据募集资金拟用于偿还公司有息债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位运行，猪价上涨带动CPI上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为2020年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019年12月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国宏观经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

行业及区域经济环境

证券行业概况

证券行业与宏观经济环境高度相关。近年来在外国欧债危机、国内通胀高企和再融资等因素的影响下，上证综指震荡下跌至 2013 年 6 月的 1,849.65 点，为近 4 年来的最低点。2013 年是中国经济深化改革转型升级不断深入的一年，当年全国 GDP 达到 568,845 亿元，同比增长 7.7%。受到国内经济结构战略调整，境外经济局势低迷的影响，A 股市场波动较大，而且表现继续分化，截至 2013 年末，上证综指报收 2,115.98 点，同比下跌 6.75%。2014 年，股票指数和两市成交量均大幅增长，其中上证综合指数收于年内新高 3,234.68 点，较 2013 年末上涨 52.87%，深圳成份指数收于年内新高 11,014.62 点，较 2013 年末上涨 35.62%。2015 年上半年，中国资本市场在改革红利不断释放、货币政策定向宽松的宏观背景下，延续了 2014 年第四季度以来的上涨势头，主要股指屡创新高，上证综指从 3,234.68 点上升至 5,178.19 点。但进入六月中旬后，市场在融资盘去杠杆、获利回吐等因素的影响下急促回调，股市出现巨幅震荡。监管层密集出台多项措施来稳定市场，取得初步成效，年末上证综指有所上升。截至 2015 年 12 月 31 日，上证综指为 3,539.18 点。

进入 2016 年以来，宏观经济下行压力加大，股票市场继续进入震荡下行，从 2016 年前三季度 A 股表现来看，各大指数整体均表现为下跌。但进入 10 月份以后，随着国内各金融机构资产配置压力加大以及国家对于房地产市场的连续政策调控，造成国内无风险收益率持续下滑，导致大量机构资金进入股票市场寻求高收益资产。推动股票市场指数持续上升。截至 2016 年末，上证综指收盘收于 3,103.64 点，较年内最低点 2,638.30 点上涨 17.64%，年初因熔断造成的大幅下跌的影响有所修复。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年以来，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年

初下跌 24.59%。中诚信国际认为，2018 年以来受制于国内外贸易不确定性、金融去杠杆、信用环境收紧等因素的影响，证券行业发展承压。

图 1：2014-2018 年末上证综合指数变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2016 年以来，IPO 审核提速，截至 2016 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,052 家，总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年，IPO 审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃 IPO，同时 IPO 审核趋缓，IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,584 家，总市值下降至 43.49 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 1：2016-2018 年股票市场主要指标（家、万亿元）

指标	2016	2017	2018
上市公司总数	3,052	3,485	3,584
总市值	50.82	44.93	43.49
总成交额	126.73	111.90	89.76

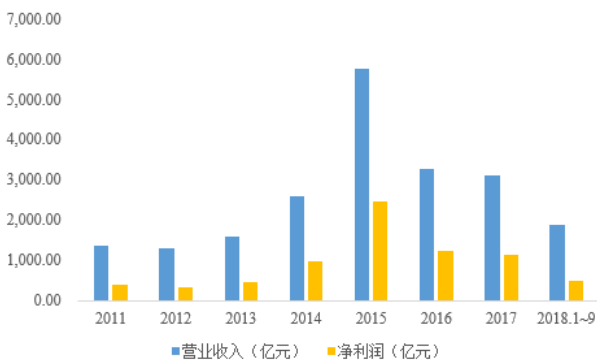
资料来源：中国证监会，中诚信国际整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2016 年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为 126.66 万亿元，较上年

大幅减少 50.21%。2017 年全年两市成交额 111.90 万亿元，同比减少 11.65%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额 89.76 万亿元，同比减少 19.79%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场行情息息相关。随着市场景气度的提升，2013~2015 年，全行业证券公司分别实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元，总体呈现上升态势。2016 年，证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著，2016 年全行业证券公司实现净利润 1,234.45 亿元。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017 年证券公司实现净利润 1,129.95 亿元，同比减少 8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018 年 1-9 月，共实现净利润 496.55 亿元。

图 2：2011-2018 年 9 月证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。

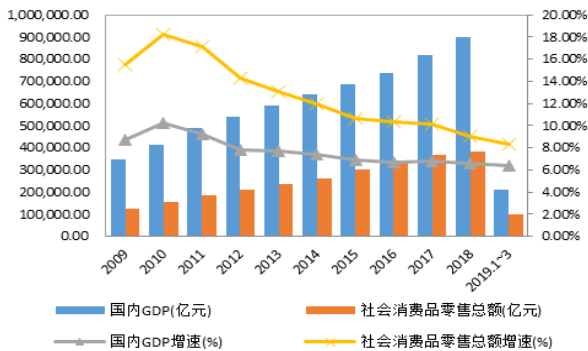
其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。据 2015 年 7 月证监会披露的分类结果显示，在全行业 119 家证券公司中，剔除 24 家与母公司合并评价的公司外，共有 95 家证券公司参与分类评价，其中 AA 类公司 27 家，A 类公司 37 家，B 类公司 30 家，C 类公司 1 家，无 D 类及 E 类公司，全行业证券公司各项风险控制指标均已达到规定标准，且获得 AA 级和 A 级的券商数量较上年分别增加 7 家和 19 家。但伴随着 2015 年证券行业的快速发展，行业中亦出现了场外配资信息系统违规接入、两融违规操作招来的罚单，以及新三板业务中的违规行为等。为加强行业监管，证监会对多家券商进行立案调查，根据 2016 年度公布的证券公司分类结果，95 家参评券商中，58 家评级下滑、30 家评级持平、仅 7 家评级上升。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资本加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比，有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平，并首次出现了 D 类评级。

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。2015 年国内生产总值 685,993 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740,061亿元,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820,754亿元,较上年同期增长6.8%;社会消费品零售总额366,262亿元,较上年同期增长10.2%。2018年,国内生产总值900,309亿元,较上年同期增长6.6%;社会消费品零售总额380,987亿元,较上年同期增长9.0%。2019年一季度,国内生产总值213,433亿元,较上年同期增长6.4%;社会消费品零售总额97,790亿元,较上年同期增长8.3%。

图 3: 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。

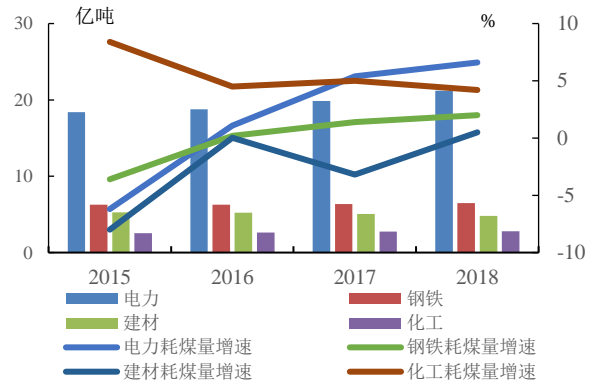
总体上, 2018年以来, 我国劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企, 对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约, 内贸增速有所放缓。但考虑到我国消费市场起点较低, 未来经济发

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。2017~2018年, 煤炭下游行业持续回暖, 且随着去产能政策的有力执行, 我国煤炭行业供需关系明显改善, 行业景气度回升明显。

图 4: 煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源: 中国煤炭市场网, 中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业, 根据煤炭市场网统计, 2018年该行业耗煤量煤同比增加6.6%至21.20亿吨, 消费增速同比上升1.2个百分点。近年来, 为降低煤电机组占比, 实现国家能源结构的有序调整, 相关政策陆续出台。2017年8月, 16部委联合印发《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》, “十三五”期间, 全国停建和缓建煤电产能1.5亿千瓦, 到2020年, 全国煤电装机规模控制在11亿千瓦以内; 并提出依法依规淘汰关停不符合要求的30万千瓦以下煤电机组(含燃煤自备机组); 加之环保要求的日益严格, 电力行业耗煤量增速处于较低水平。2018年, 随着去产能政策的继续执行和用电需求的增加, 高耗能产业景气度回升, 全社会用电量同比增长8.5%至6.8万亿千瓦时, 带动全国发电量同比增长6.8%

至 6.79 万亿千瓦时，其中火电发电量同比增长 6.0% 至 4.98 万亿千瓦时，带动煤炭消费量同比增加 6.6% 至 21.20 亿吨，消费增速同比上升 1.2 个百分点。短期内，随着下游用电量的增加，电力行业对煤炭的消纳能力有所增强，但长期来看，能源结构的持续改革及环保政策的趋严均会继续压制电力行业对煤炭的需求，电力行业耗煤量增速或将维持在较低水平。

钢铁行业方面，2018 年我国钢铁行业煤炭消费量为 6.50 亿吨，同比增加 2.0%，消费增速同比上升 0.6 个百分点。2018 年初由于冬季北方地区建筑施工暂停，钢材市场较为疲软，但二季度以来基建市场有所回暖，全年累计固定资产投资完成额同比增长 5.9%，其中房地产开发投资完成额同比增长 9.5%，带动钢铁行业需求平稳释放，2018 年我国累计生产粗钢 9.28 亿吨，同比增长 6.60%。与此同时，中央环境保护督察组开展了第一批中央环境保护督察“回头看”的督查工作，加之环保限产等政策持续加码，给钢铁企业带来一定的政策压力。中诚信国际认为，短期看钢铁市场仍或将维持平稳运行，对焦煤保持一定需求量；长期来看，随着国家对环保政策要求的日益趋严，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求增长也将产生负面影响。

水泥行业目前仍处于产能过剩状态，产能利用率为 60% 左右，2018 年该行业年耗煤量为 4.80 亿吨，同比增加 0.5%，消费增速同比上升 3.7 个百分点。2017 年，全国固定资产投资同比增长 7.2%，增速同比下降 0.9 个百分点，水泥需求呈现下降趋势，当期全国水泥产量同比下降 0.20%，为 2015 年以来第二次负增长，使得当期耗煤量出现下滑。2018 年，全国累计水泥产量为 21.77 亿吨，同比增长 3.0%，带动耗煤量有所回升。尽管 2016 年以来水泥产量增速维持低位甚至为负，但受错峰生产及环保限产等因素影响，水泥行业供给端的收缩使得水泥价格逐步回升，行业景气度的回暖仍将对煤炭需求形成一定支撑。但长期来看，受宏观经济增速放缓的影响，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，2018 年我国化工行业煤炭消费量为 2.80 亿吨，同比增加 4.2%，消费增速同比下降 0.8 个百分点。前几年，尿素新建产能不断投产使得行业出现了较为严重的产能过剩，尿素企业普遍亏损。受到国家去产能及环保要求趋严等因素影响，行业落后产能开始逐步退出竞争。近几年，我国尿素行业持续整合，我国尿素产能已由 2015 年末的 8,900 万吨/年降至 2018 年末的 6,954 万吨/年，且由于环保及安全生产检查持续高压，2018 年尿素产量同比减少 10.78% 至 5,207 万吨，同时在原材料价格上涨、环保督查及国内库存减少等因素影响，尿素价格自 2016 年第四季度以来出现较大幅度回升。需求方面，目前尿素下游行业仍以农业为主，近年来随着肥料利用率的提升，化肥使用量增长空间很小，该行业用煤需求也将受到持续压制。

煤炭环保政策方面，近几年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。

表 2：煤炭行业主要环保政策

时间	政策名称	内容
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评未批先建等违法行为为收严了处罚措施。
2017.1	《能源发展“十三五”规划的通	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	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。

	污染防治工作方案》
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》
2018.3	李克强总理在第十三届全国人大一次会议上的政府工作报告
2018.6	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体来看，2018 年以来电力、钢铁及化工等煤炭主要下游行业回暖使得煤炭需求有所回升；但目前政府治理大气污染决心较大，且能源结构调整及环保政策趋严将进一步抑制煤炭需求，未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来随着优质产能的不断释放，煤炭产量将进一步增加，煤炭市场供给将逐步由紧平衡向宽松方向转变

为缓解前期煤炭产能过剩情况，近年来国家陆续出台相关政策，供给侧改革力度不断加大，2016 年 2 月，国务院发布了《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），明确提出从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨/年左右、减量重组 5 亿吨/年左右；2016 年 12 月，国家发改委发布《煤炭工业发展“十三五”规划》（发改能源[2016]2714 号），明确提出煤炭行业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。2016~2018 年我国分别淘汰落后产能 2.9 亿吨/年、2.5 亿吨/年和 1.5 亿吨/年，三年累计退出产能 6.9 亿吨/年，去产能成效显著。根据发改委提出的 8 亿吨/年煤炭产能退出计划，2019~2020 年我国还将退出产能 1.1 亿吨/年，考虑到目前部分地区出现阶段性供给不足、人员安置难度不断加大等现象，2019 年去产能步伐将有所放缓。

限产方面，根据国务院 2016 年 2 月印发的《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）和发改委 2016 年 4 月印发的《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），从 2016 年开始，煤炭生产企业按全年作业时间不超过 276 个工作日重新确定煤矿产能，原则上法定节假日和周日不安排生产，上述政策影响产能约为 2 亿吨/年，尽管发改委在第四季度对部分具备安全生产条件的合法合规煤矿生产主体逐步放开“276”限产政策约束，但由于去产能退出矿井主要为前期已关停或资源枯竭矿井，限产政策对当年实际产量影响更大。

新增产能方面，近几年我国煤炭去产能政策得到有效执行，行业产能过剩状况得到有效改善，为促进煤炭供需总体平衡和价格基本稳定，发改委等部门陆续下达政策，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，我国去产能政策逐渐侧重于落后产能的退出及优质产能的释放。其中，国家发改委在 2017 年第四季度对部分具备安全生产条件的合法合规煤矿生产主体逐步放开“276”限产政策约束。随着新建产能的释放，截至 2018 年底，我国取得安全生产许可证等证照的生产煤矿产能同比增加 5.82% 至 35.3 亿吨/年；同期末，我国在建煤矿产能同比增加 1.08% 至 10.3 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿产能同比增加 3.64% 至 3.7 亿吨/年。总体来看，近年来相关政策的实施有助于低效产能的有效出清，同时随着优质产能的不断释放，我国煤炭产业产能结构逐步得到优化。

表 3：煤炭行业去产能相关政策

时间	政策名称	内容
2015.3	《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

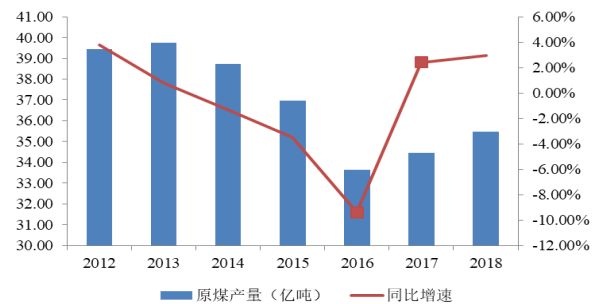
	1/12。	
2015.7	《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的通知》(发改运行[2015]1631号)	要求有关部门和行业企业必须严格治理违法违规煤矿建设和生产, 严格治理超能力生产。
2016.2	国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发[2016]7号)	从2016年开始, 用3至5年的时间, 再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。
2016.4	发改委《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》(发改运行[2016]593号)	全国所有煤矿按照276个工作日规定组织生产, 即直接将现有合规产能乘以0.84的系数后取整作为新的合规生产能力。
2016.5	财政部《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》(发改运行[2017]691号)	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	《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》(发改能源[2017]1404号)	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	《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。
2018.4	《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》(发改运行[2018]554号)	适当提高南方地区煤矿产能退出标准; 更多发挥北方优质先进产能作用, 加快北煤南运大通道建设; 健全煤炭中长期合同、产能置换指标交易等长效机制。

资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

原煤产量方面, 2017年以来, 我国煤炭行业在积极淘汰落后产能的同时, 着力推动煤炭企业兼并重组和产能减量置换, 加快优质产能释放, 优化煤炭生产结构, 不断提高煤炭有效供给质量, 随着330个工作日生产制度的恢复和先进产能的释放, 全国当年煤炭产能利用率同比上升8.7个百分点至68.2%, 原煤产量同比增长2.4%至34.45亿吨。2018

年以来, 为进一步促进优质产能释放, 我国通过协调重点产煤地区和煤炭企业, 在确保安全的前提下提高产能利用率, 全年煤炭产能利用率同比上升2.4个百分点至70.6%, 全国原煤产量同比增长2.93%至35.46亿吨。此外, 根据中国煤炭工业协会预计, 随着煤炭新增产能的不断释放, 煤炭产量将进一步增加, 2019年企业排产将新增煤炭产量1亿吨左右, 全国煤炭市场供需将逐步向宽松方向转变。

图5: 2012年以来全国原煤产量及产量增速情况



资料来源: 中国煤炭市场网, 中诚信国际整理

总体来看, 近年来通过产能退出及减量置换等措施, 我国煤炭行业去产能成果显著, 目前去产能目标已接近完成。随着低效产能的有效出清和优质产能的不断释放, 未来产业结构将得到进一步优化, 原煤产量将继续增加, 全国煤炭市场供需逐步由紧平衡向宽松方向转变。

近两年, 受益于煤炭市场供需关系的明显改善, 我国煤炭价格保持高位运行。受中长期合同签订比例增加、价格异常波动预警机制监管及进口煤政策调整等多重因素管控, 我国煤炭价格逐步趋于稳定

从煤炭价格走势情况来看, 2016年下半年以来, 在供给量收缩的背景下, 煤炭价格大幅回升。针对2016年下半年煤价的过快上涨, 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, 并陆续出台相关政策以稳定煤价。2016年9月, 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》, 符合先进产能煤矿将有序地释放部分安全产能, 安监局公布的2015年安全质量标准化煤矿以及各地向煤炭工业协会申报

的安全高效煤矿可在 276~330 个工作日间释放产能，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，全国大部分矿井已按 330 个工作日进行生产。

2017 年 11 月，国家发改委发布了《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》（以下简称“通知”）。通知支持企业自主签订合同，鼓励供需双方直购直销，支持多签中长期合同。通知强调，煤炭企业要增强诚信意识，合同一经签订必须严格履行，全年中长期合同履行率应不低于 90%。国家发展改革委将会同有关方面加强指导，重点对 20 万吨以上的中长期合同进行监管，对合同履行情况实行分月统计、按季考核，并委托第三方征信机构开展中长期合同签订履行信用数据采集，建立动态信用记录，适时公布有关履约信用状况。2018 年 11 月，发改委发布《国家发展改革委办公厅关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》（发改办运行[2018]1550 号），鼓励支持更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同，并提出了全年中长期合同履行率应不低于 90% 的要求。

价格管控方面，国家发改委于 2016 年 12 月出台《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（发改运行〔2016〕2808 号），明确将以重点煤电企业中长期合同价为基准，建立煤炭价格异常波动预警机制，当煤价波动幅度超过 6% 时将关注生产和价格变化情况，适时采取必要的引导措施；当价格波动超过 12% 时将启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制以及时控制煤价。

煤炭进口方面，随着去产能政策的严格执行，我国煤炭行业整体处于紧平衡状态，进口煤逐渐成为调控国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭供需平衡的重要砝码，对煤炭价格调节作用明显，也易受政策变化影响。2018 年 4 月以来我国对部分一类港口采用延长通关时间、不受理外地用户、劝退货物到港及加大抽检力度等方式，逐步启动煤炭进口限制政策，但由于国内煤炭价格高位运行，沿海地区电厂对进口煤维持一定需求，2018 年我国煤炭进口

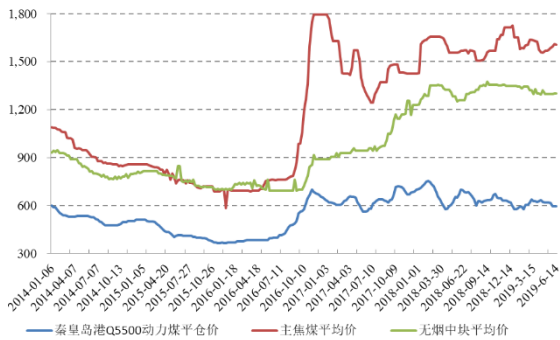
量为 2.81 亿吨，同比增加 3.9%。

从不同产品具体价格来看，2017 年上半年动力煤价格高位震荡；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 年底，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 700 元/吨，处于较高水平。2018 年以来，煤炭主要下游行业用煤需求继续回升，但由于当期煤炭进口规模亦有所增长，我国港口动力煤价格呈震荡下行态势，不过整体仍处于较高水平，截至 2018 年 12 月 28 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 578 元/吨，较年初下降 18.08%。2019 年 1 月以来，受矿难事件影响，陕西及内蒙古等地区部分煤矿相继停产，原煤生产及运输受限，我国动力煤价格有所上升，截至 2019 年 3 月 29 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 622.5 元/吨，较年初上涨 7.79%。

炼焦煤方面，2017 年上半年，受煤矿“276”工作日制度不再严格执行及限产政策放松预期增强等因素影响，焦煤价格波动下跌，但下半年随着供暖期的到来，焦煤产量受限，焦煤价格有所回升，截至 2017 年 12 月 25 日，炼焦煤全国平均价为 1,424.00 元/吨，较年初下降 20.61%。2018 年一季度，受春节期间下游需求低迷及环保限产等因素影响，我国焦煤价格有所下降，5 月以来随着环保限制的放松，焦煤价格有所回升，截至 2018 年 12 月 28 日，炼焦煤全国平均价为 1,653.24 元/吨，较年初上涨 15.72%。2019 年一季度，我国焦煤价格整体较为稳定，截至 2019 年 3 月 29 日炼焦煤全国平均价为 1,625.59 元/吨，较年初下降 1.65%。

无烟煤方面，2016 年四季度以来，在供应收缩及煤炭市景气度回升的推动下，无烟煤中块价格呈快速上涨态势。2017~2018 年，下游化工行业需求持续升温，我国无烟煤价格整体有所上升，截至 2018 年 12 月 28 日，无烟煤中块均价为 1,349.38 元/吨，较年初上涨 9.40%。2019 年以来，由于化工等下游需求偏弱，我国无烟煤价格有所下滑，截至 2019 年 3 月 29 日，无烟煤中块均价为 1,300.63 元/吨，较年初下降 3.61%。

图 6：2014 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

整体看，近几年煤炭供给侧改革方案的有力执行使得煤炭供需关系明显改善，煤价持续高位运行；同时，受中长期合同签订比例增加、价格异常波动预警机制监管及进口煤政策调整等多重因素管控，我国煤炭价格逐步趋于稳定。

电力行业概况

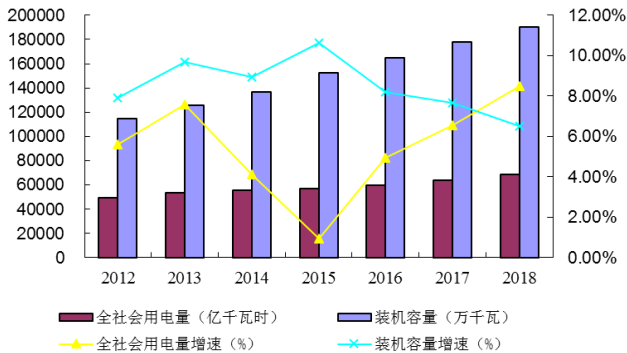
电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。2012年以来随着我国经济发展步入新常态，用电增长有所放缓，根据中国电力体制联合会（以下简称“中电联”）相关数据，全社会用电量增长水平总体远低于改革开放以来的增长水平，其中2015年同比仅增长1.0%，创近年来新低。但进入2016年以后，受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气以及上年同期基数较低等因素影响，全社会用电量增速整体有所提升；2016年和2017年全社会用电量分别为5.92万亿千瓦时和6.3万亿千瓦时，同比分别增长5.0%和6.6%，增速分别同比增长4.0和1.6个百分点。2018年以来，全国用电需求继续保持增长态势，全社会用电量同比增长8.5%至6.84万亿千瓦时，增速与上年相比提高了1.9个百分点，为2012年以来最高增速；各季度同比分别增长9.8%、9.0%、8.0%和7.3%，增速逐季回落，但总体处于较高水平。

从电源投资和装机规模来看，2013年以来，国内经济增速虽有所放缓，但大部分电力企业仍在积极推进火电项目建设，中电联统计数据

显示，2014~2015年全国火电投资完成额分别为1,145亿元和1,163亿元，新增火电装机增速分别达14.74%和39.40%，加之国家对风、光等清洁能源的支持力度不断增强，整体使得电源投资规模始终保持较高水平，2013~2015年全国全口径电源投资额分别为3,872亿元、3,686亿元和3,936亿元，得益于此，新增装机增速也由负转正，进而推动当期末的发电装机容量分别同比增长9.67%、8.95%和10.62%。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。2017年电源投资继续放缓，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%，增速比上年同期下降0.6个百分点。2018年全国电源投资完成额为2,721亿元¹，同比下降6.2%，虽然电源投资仍为负增长，但下降幅度有所收窄；同期末，发电装机规模为19.00亿千瓦，同比增长6.5%，增速较上年同期下降1.1个百分点。而从装机结构来看，火电机组在我国电源结构中仍占据主导地位，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，2018年，我国新增发电装机容量为1.2亿千瓦，其中，新增非化石能源发电装机占新增总装机的73.0%；截至2018年底，我国非化石能源发电装机容量为7.7亿千瓦，占总装机容量的比重为40.8%，比上年同期提高2.0个百分点。

¹ 根据 2018 年全国电力工业统计快报一览表，2017 年电源工程建设投资完成 2,900 亿元。

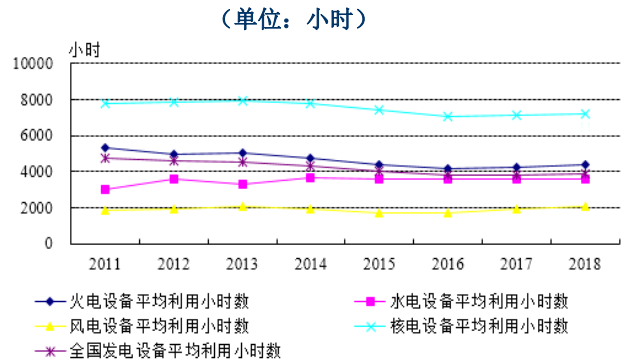
图 7：2012 年以来我国电力消费与发电装机增长情况



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，近年来电力供应总体富余，2013~2015 年受宏观经济增速放缓、装机规模快速增长等因素影响，全国发电设备利用小时数不断下降，根据中电联统计数据，2013~2015 年全国 6,000 千瓦及以上电厂设备利用小时数分别为 4,521 小时、4,318 小时和 3,988 小时。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。2018 年以来，得益于用电需求的较快增长，机组利用小时数有所提升；全国发电设备平均利用小时为 3,862 小时，同比提高 73 小时。其中，水电 3,613 小时，同比提高 16 小时；火电 4,361 小时，提高同比 143 小时；核电 7,184 小时，同比提高 95 小时；并网风电 2,095 小时，为 2013 年以来新高，同比提高 146 小时；并网太阳能发电 1,212 小时，同比提高 7 小时。

图 8：2011 年以来全国电力设备利用小时数情况



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，2018 年市场化交易电量继续增长。根据中电联所披露信息，2018 年前三季度，全国电力市场交易电量（含发电权交易电量）合计为 14,457 亿千瓦时，占全社会用电量比重为 28.3%，占电网企业销售电量比重为 34.5%。分区域市场来看，华东、华北、南方区域市场交易电量规模分别为 4,166 亿千瓦时、2,736 亿千瓦时、2,526 亿千瓦时，占全国市场交易电量的比重分别为 28.8%、25.6%、17.5%，三个区域合计占全国市场交易电量比重的 65%；分省份来看，市场交易电量占全社会用电量比重排序前三名的省份是云南、蒙西和江苏，分别为 52%、47.3%、41.3%；电力市场交易电量规模排序前三名的省份分别为江苏 1,914 亿千瓦时、山东 1,326 亿千瓦时、广东 1,314 亿千瓦时；外受电市场交易电量排序前三名的省份分别是江苏 417 亿千瓦时、山东 402 亿千瓦时和浙江 359 亿千瓦时。

中诚信国际认为，2018 年以来，我国全社会用电需求实现较快增长；电力市场供需总体平衡，电源投资增速继续放缓，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，机组利用小时数得益于用电需求的较快增长有所提升；而随着电力体制改革继续推进，市场化交易电量大幅增长。展望 2019 年，我国经济仍面临较大下行压力，也或将对全国用电需求及用电量的持续增长产生一定影响；同时，新能源装机仍将呈现较快增速，非化石能源装机比重也将进一步提高。

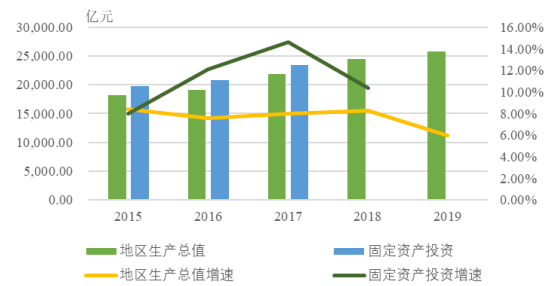
陕西省经济概况

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。2017~2019 年²，陕西省地区生产总值分别为 21,898.81 亿元、24,438.32 亿元和 25,793.17 亿元，同比增速分别为 8.0%、8.3% 和 6.0%。三次产业构成占比从 2017 年的 7.9:49.8:42.3 变化成 2019 年的 7.7:46.5:45.8，第三产业占比有所增加。2019 年，陕西省实现第一产业增加值 1,990.93 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 11,980.75 亿元，同比增长 5.7%；第三产业增加值 11,821.49 亿元，同比增长 6.5%。

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。2017~2018 年，陕西省固定资产投资增速分别为 14.60% 和 10.40%，2017 年陕西省固定资产投资总额为 23,468.21 亿元。2019 年，陕西省固定资产投资（不含农户）同比增长 2.5%；其中陕西省完成房地产开发投资 3,903.65 亿元，同比增长 10.4%。投资构成方面，2019 年陕西省第一产业投资同比增长 1.4%；第二产业投资同比增长 11.2%，其中工业投资同比增长 11.5%；第三产业投资同比下降 0.4%。

图 9：2015~2019 年陕西省 GDP 和固定资产投资及其增速



注：2018 年陕西省固定资产投资具体数额未披露；2019 年陕西省全社会固定资产投资增速暂未披露。

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。2016~2018 年，陕西省能源生产总量³分别为 46,544.99 万吨标准煤、51,542.05 万吨标准煤和 56,391.63 万吨标准煤。2016~2018 年，陕西省原煤生产量分别为 35,703.52 万吨标准煤、40,404.21 万吨标准煤、44,838.89 万吨标准煤。2018 年，陕西省原油生产量为 5,031.53 万吨标准煤，天然气生产量为 5,713.23 万吨标准煤，水电、风电及其他能源发电为 807.98 万吨标准煤。2018 年，陕西省原煤、原油、天然气和水电、风电及其他能发电的能源总生产占比分别为 79.40%、8.92%、10.13% 和 1.55%。

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

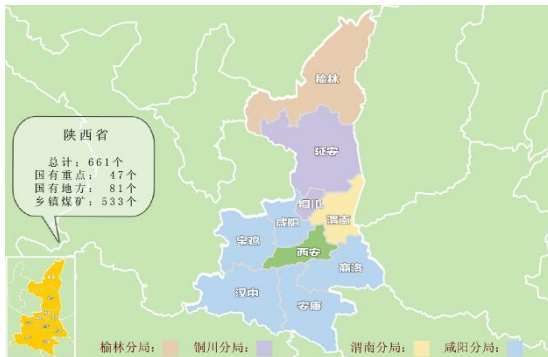
标准煤。

² 2019 年陕西省经济数据来自陕西省人民政府网站，均为初步核算数。

³ 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

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 10：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现名，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。

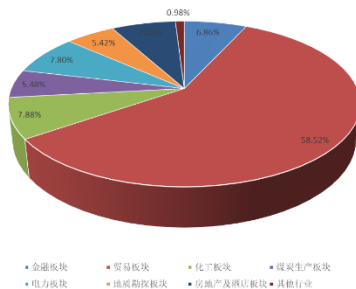
总体来看，公司作为首家国有资本投资运营公司，在新一轮的国企改革中地位突出。同时，公司坚持金融实业两轮驱动发展战略，形成多元化经营格局，涉及的多个行业在陕西省内具有区域垄断优势。在突出的主体地位、多元化经营格局及很强的区域垄断优势的支撑下，公司具有极强的抗风险能力。

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。2018 年，公司实现营

业总收入4371.77亿元，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25.52亿元、217.55亿元、29.30亿元、20.39亿元、29.00亿元、20.16亿元和26.22亿元，占当期营业总收入的比重分别为6.86%、58.52%、7.88%、5.48%、7.80%、5.42%和7.05%。

图 11：2018 年公司营业总收入构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2016~2018年及2019年1~9月，公司金融板块分别实现收入38.34亿元、35.00亿元、25.52亿元和26.68亿元。

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，西部信托持有西部证券9.79%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。2020年1月22日，西部证券发布2019年度业绩预告，预计2019年度归属于上市公司股东的净利润盈利58,998.24万元~65,208.59万元，比上年同期增长194.35%~225.34%⁵，主要系2019年证券市场行情回暖，西部证券投资银行业务、经纪业务、自营业务、两融业务收入均较上年实现较大增长。

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 4：2016~2018 年西部证券各业务板块收入情况(亿元、%)

项目名称	2016		2017		2018	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	11.3	33.31	8.43	26.59	6.25	27.91
其他业务	5					

⁴ 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。

⁵ 根据《西部证券股份有限公司2019年度业绩预告》，本业绩预告未

经注册会计师预审计，为计划财务部测算结果。

证券自营业务	7.43	21.81	8.70	27.46	8.69	38.84
投资银行业务	3.96	11.63	3.78	11.92	0.71	3.16
资产管理业务	1.23	3.61	1.22	3.84	0.85	3.79
信用交易业务	7.02	20.60	6.46	20.39	4.69	20.96
其他业务	3.08	9.04	3.11	9.81	1.20	5.34
合计	34.0	100.0	31.7	100.0	22.3	100.0
	6	0	0	0	7	0

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

表 5：2016~2018 年西部证券经纪业务发展情况（亿元、%）

证券种类	2016		2017		2018	
	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
基金	213.75	0.10	169.89	0.09	102.93	0.05
债券	14,136.70	0.30	21,260.54	0.40	5,462.44	0.12
合计	27,622.13	--	32,090.69	--	12,361.80	--

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

立足陕西，覆盖全国主要城市的经纪业务网络。2016~2018 年，公司新增客户数分别为 42,540 户、31,375 户和 16,883 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。

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，公司已向上海票据交易所申请非银会员资格。

表 6：2016~2018 年西部证券自营业务投资收入结构（亿元、%）

证券种类	2016		2017		2018	
	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
债券投资	6.66	89.63	5.03	57.85	14.41	165.82
其他	0.55	7.40	-1.82	-20.89	-3.05	-35.13
合计	7.43	100.00	8.70	100.00	8.69	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。

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 年末，西部证券融资融券规模分别为 53.21 亿元、53.43 亿元和 35.00 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 9 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 9 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 3.96 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。

信托业务

西部信托成立于 2002 年 7 月。截至 2019 年 9 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，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 7：2016~2018 年西部信托实收信托情况（亿元、%）

项目	2016		2017		2018	
	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
单一类信托	1,048.28	76.26	1,440.36	58.94	1,830.79	57.37
财产管理类信托	28.57	2.08	499.36	20.44	480.47	15.05
合计	1,374.68	100.00	2,443.60	100.00	3,191.29	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、证券市场行情及行业竞争影响较大，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

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。

贸易板块

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”，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）、陕西汇森煤业运销有限责任公司（以下简称“汇森煤业运销”）和煤田地质公司负责运营。此外，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》。根据该公告，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，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，纳入公司合并范围。2016~2018年及2019年1~9月，公司分别实现贸易收入87.59亿元、73.05亿元、217.55亿元和405.09亿元，由于公司收购了大商道，2018年和2019年1~9月公司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，同时新增汽车销售业务，汽车销售快速拓展，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，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 8：2016-2018 年公司主要贸易产品购销情况

种类		2016	2017	2018
煤炭	采购量（万吨）	2,485.22	843.26	574.49
	销售量（万吨）	2,485.22	843.26	567.97
	外部采购成本（万元）	686,577.44	323,944.24	187,271.91
	外部采购销售收入（万元）	691,299.65	326,549.98	188,591.22
	平均采购单价（元/吨）	276.26	384.16	325.98
	平均销售单价（元/吨）	278.16	387.25	332.04
钢材及钢材制品	采购量（万吨）	38.43	0.64	0.57
	销售量（万吨）	38.43	0.64	0.57
	外部采购成本（万元）	71,287.78	2,186.14	2,367.81
	外部采购销售收入（万元）	71,329.28	2,220.60	2,479.10
	平均采购单价（元/吨）	1,855.00	3,415.84	4,154.05
	平均销售单价（元/吨）	1,856.08	3,469.69	4,349.30
成品油	采购量（万吨）	0.20	30.01	146.76
	销售量（万吨）	0.20	26.98	147.82
	外部采购成本（万元）	989.00	128,385.58	859,627.22
	外部采购销售收入（万元）	1,094.14	130,101.22	867,874.35
	平均采购单价（元/吨）	4,945.00	4,278.09	5,857.37
	平均销售单价（元/吨）	5,470.70	4,822.14	5,871.16
焦炭	采购量（万吨）	--	109.50	46.82
	销售量（万吨）	--	101.92	40.15
	外部采购成本（万元）	--	152,813.89	88,432.74
	外部采购销售收入（万元）	--	154,570.73	89,916.58
	平均采购单价（元/吨）	--	1,395.56	1,888.78
	平均销售单价（元/吨）	--	1,516.59	2,239.52
电解铜	采购量（万吨）	--	--	17.38
	销售量（万吨）	--	--	17.90
	外部采购成本（万元）	--	--	752,806.57
	外部采购销售收入（万元）	--	--	764,648.01
	平均采购单价（元/吨）	--	--	43,314.53
	平均销售单价（元/吨）	--	--	42,717.77
铝锭	采购量（万吨）	--	--	9.00
	销售量（万吨）	--	--	7.89
	外部采购成本（万元）	--	--	106,342.64
	外部采购销售收入（万元）	--	--	93,460.92
	平均采购单价（元/吨）	--	--	11,815.85
	平均销售单价（元/吨）	--	--	11,845.49

注：由于重组时间较晚，2018 年公司对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。

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。2016~2018年及2019年1~9月，公司分别实现化工收入16.76亿元、22.58亿元、29.30亿元和22.74亿元，近三年呈上升趋势；同期，化工板块毛利率分别为18.48%、23.78%、

21.97%和19.50%，盈利情况良好。

截至2018年末，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，金泰氯碱整体产销较为平衡，产能利用率较为饱满。

表9：2016~2018年公司烧碱、PVC产品产销情况

指标	烧碱			PVC		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
产能（万吨/年）	20.00	20.00	20.00	25.00	25.00	25.00
产量（万吨）	22.83	21.58	21.21	27.59	28.10	29.37
产能利用率（%）	114.15	107.90	106.05	110.36	112.40	117.48
销量（万吨）	21.46	19.00	20.27	26.47	28.07	28.82
产销率（%）	94.00	88.04	95.57	95.94	99.89	98.13

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10：2016~2018年公司烧碱、PVC平均售价（元/吨）

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

资料来源：公司提供

此外，金泰氯碱米脂厂区位于榆林市米脂县，于2006年建成投产，但随着厂区周边环境敏感点现状发生变化，周边生活建筑迫使尾声防护距离小于原1,000米的设置，目前不再符合卫生防护距离标准要求，根据陕政办函[2018]354号文件要求金泰氯碱厂区搬迁。厂区拟于2025年底前完成关闭退出，关闭退出预算投资额为16.59亿元，主要用于

偿还银行负债和职工分流，原厂区土地用途和搬迁计划暂未确定，中诚信国际将对拆迁投资安排及化工板块未来发展保持关注。

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，盈利情况良好。

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”）和汇森煤业负责运营。2016~2018年及2019年1~9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19.41亿元；同期，毛利率分别为42.51%、59.35%、70.71%和60.73%。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 11：2016~2018 年公司所属煤矿产量情况（万吨）

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

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，仍有较大投资缺口。

表 12：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。

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。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现电力收入 11.85 亿元、14.17 亿元、29.00 亿元和 34.84 亿元，近一年一期随发电能力提升而大幅增长。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 2018 年末，公司可控装机容量为 247.07 万千瓦，以火电为主。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；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，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 13：2016~2018 年公司发电基本情况（万千瓦、亿千瓦时）

项目名称	2016	2017	2018
期末可控装机容量	75.45	227.81	247.07
其中：火电装机	60.00	184.00	184.00
水电装机	15.45	15.45	15.45
光伏装机	--	28.36	37.62
风电装机	--	--	10.00
发电量	32.04	97.88	87.92
其中：火电发电量	28.17	89.39	78.27
水电发电量	3.86	5.61	4.78
光伏发电量	--	2.87	4.34
风电发电量	--	--	0.53
火电平均上网电价	0.29	0.29	0.28
水电平均上网电价	0.28	0.30	0.30
光伏平均上网电价	--	0.80	0.83

风电平均上网电价	--	--	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 1~3 月，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 14：2016-2018 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		2019.1-3		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 9 月末，清水川二期的 2×100 万千瓦煤电一体化项目和麟游 2×350MW 低热值发电项目均已正式并网发电，预计 2019 年全年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 15：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	陕西清水川能源股份有限公司	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	陕西秦龙电力股份有限公司	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属子公司；2、清水川电厂二期工程已完成投资，于 2019 年 7 月底转为固定资产，8 月已开始发电；3、麟游 2×350MW 低热值发电项目已投产，截至 2019 年 9 月末双机组均已完成并网试运。

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，如大唐韩城第二发电有限责任公司和国电宝鸡发电有限公司等。截至 2018 年末，公司参股电厂权益装机容量超过 230 万千瓦，权益装机规模较大。

表 16：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	--	232.50

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。

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。2016~2018 年及 2019 年 1~9 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 10.81 亿元，收入逐年增长；同期，毛利率分别为 34.51%、32.52%、31.75% 和 13.05%，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 17：2016~2018 年煤田地质公司钻探情况

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

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 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。

房地产及酒店板块

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 1~9 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 4.82 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 44.49%，亦保持增长趋势，且处于较高水平。金泰恒业房地产收入确认集中在年底，故 2019 年 1~9 月该板块营业收入及毛利率并不能反映该板块当期实际运营状况。

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 18：2016~2018 年公司房地产业务运营情况

指标	2016	2017	2018
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
投资金额（亿元）	39.36	40.21	72.10
签约面积（万平方米）	30.92	30.65	22.19
签约金额（亿元）	19.49	23.38	23.61

注：因统计时点不同部分数据有所差异，此次已按公司提供的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，主要为金泰假日花城、金泰新理城以及金泰怡景花园项目。目前金泰丝路花城和陕西文化中心已基本建成，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，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，未来或将面临较大投资压力。

表 19：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	已建成	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	已建成	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。目前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。2019 年 9 月，金泰湾项目中位于海南省东方市的五星级酒店项目已正式开工，项目总建筑面积 11.7 万平方米。由于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，中诚信国际持续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%。2017~2018 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。

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。该项目按照“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。

陕西直升机产业发展园项目总占地面积为 615 亩，总投资约 50 亿元。项目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%。其中产业园一期项目占地约 160 亩，总建筑面积约 6.5 万平方米，总投资约为 35.37 亿元（含直升机购置费用），分 A、B 两个地块进行建设，主要建设内容为贝尔 407 直升机总体组装、维修、培训、物流仓储和综合办公楼等建筑设施，同时建设停机坪、油料供应、特种车辆停放等飞行保障设施。项目一期建成后将达到年组装 50 架直升机的规模，成为国内组装和建筑面积规模最大的引进直升机产业项目。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。目前 A 地块已取得土地证和用地规划许可证，正在办理建设工程规划许可证；截至 2019 年 9

月末，A 区块已完成投资 0.48 亿元。未来陕西直升机产业发展园项目投资的资金来源主要为公司自有资金和金融机构贷款，公司将通过融资租赁的模式采购直升机。

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

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资委监管。截至2018年末，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。同期末，公司合并范围二级子公司12家，子公司共计64家。

法人治理结构

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，由陕西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10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。公司设监事会，由5人组成，其中职工代表2人。监事会设主席1名，由陕西省国资委从监事会成员中任命。监事会成员由陕西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，对陕西省国资委负责。监事任期每届3年，任期届满可以连派（选）连任。公司设总经理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。

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，对公司下属各分、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。公司下属子公司可以自主融资,也可经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《融资计划方案》,由财务管理部根据公司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,完成和上报公司的投融资计划方案,经由董事会和公司领导同意最终确定。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》、《集体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。

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、经营管理部、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15个部门。

总体来看,公司建立了现代的法人治理结构,形成了较为完善的内部规章制度和组织结构,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

总体目标方面,公司计划实施“11525工程”。2020年前,陕投集团将累计完成投资1,000亿元以上,控股电力装机容量将达到1,000万千瓦以上,控股煤炭生产和在建产能将达到5,000万吨/年以上,总资产突破2,000亿元,年营业收入500亿元以上,实现年利润80亿元左右,资产证券化率达到60%以上。2020年,公司将打造中国一流能源集团企业和打造“幸福陕能”的目标同步实现。

投资目标方面,“十三五”期间,公司将累计完成投资1,101.48亿元。其中,实业方面完成投资980.38亿元,金融方面完成投资121.10亿元,着力打造煤电、金融、航空产业三大发展引擎,并以此支撑和带动地质勘查、房地产及酒店旅游等其他产业多元协调发展,同时开展重点前期项目11个,涉及投资1,332亿元左右。

经营目标方面,到2020年,陕投集团预计达到总资产2,353.77亿元,净资产710.16亿元,营业收入537.16亿元,实现利润总额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%。

资本规划及财务管理目标方面,公司将调整股权结构、优化资本配置并开展资本运作、创新使用

金融工具，确保公司资产负债结构合理、资金资源总量充足、资金成本可控。财务管理将以全面预算管理为核心，以信息化建设为平台，构建适应公司发展与管理需求的财务管控职能体系。提升一体化、规范化管理水平。

此外，公司还将积极构建以产融结合为主体的金融服务平台。公司金融板块未来将不断提升资本实力，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，将积极把握政策机遇，完善金融业务门类，扩展金融和类金融全牌照，逐步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，满足公司资本运作需求。

总体看来，公司整体发展战略明确，并根据已有业务板块结构进一步完善了战略布局，以实现实业板块和金融板块的并举发展。

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年前三季度财务报表；2016~2018年财务数据均为审计报告期末数。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。评级报告财务分析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。

截至2018年末，公司拥有纳入合并范围二级子公司12家。

资本结构

2016~2019年9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1,691.31亿元，快速增长。近年来，公司资产规模大幅增长主要系在建项目的持续推进以及金融资产的公允价值变动。资产构成方面，2016~2019年9月末，公司流动资产占总资产比重分别为68.45%、58.92%、57.22%和59.05%。

流动资产方面，2016~2019年9月末，公司流动资产分别为736.87亿元、784.01亿元、915.42亿元和998.76亿元，逐年增长；截至2018年末，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，2016~2019年9月末，公司货币资金分别为184.80亿元、230.32亿元、209.90亿元和228.03亿元，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年随公司项目建设现金支出增加有所下降。此外，截至2018年末公司受限货币资金为8.82亿元，主要由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，2016~2019年9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3.68亿元⁶；2019年9月末该科目较上年末大幅下降主要系根据新金融工具会计准则，将金融资产调整至交易性金融资产。2019年9月末，公司交易性金融资产增至257.12亿元。2016~2019年9月末，公司存货分别为79.46亿元、95.61亿元、134.87亿元和198.67亿元，主要由房地产企业的土地储备成本、商品房、化工产品等构成；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；

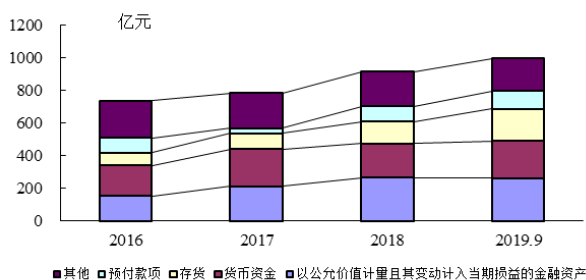
⁶ 2019年9月末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为公司季报数据。为便于比较分析，中诚信国际将交易性金融资产列入公允价值计量且其变

动计入当期损益的金融资产。

2019年9月末，公司存货较上年末大幅增长主要系金泰恒业土地储备增加所致。

此外，2016~2019年9月末，公司应收账款分别为24.70亿元、31.75亿元、41.40亿元和39.07亿元，逐年增长。随着应收对象信用情况恶化，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。2016~2019年9月末，公司预付款项分别为90.96亿元、30.85亿元、91.00亿元和110.95亿元，主要由土地拆迁补偿款和预付货款构成。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；同期末，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6.77亿元，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。2016~2019年9月末，公司其他流动资产分别为80.48亿元、76.99亿元、65.76亿元和88.09亿元，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9月末其他流动资产有所回升，主要系西部证券存出保证金及融出资金增加所致。

图 12：2016~2019 年 9 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

非流动资产方面，2016~2019年9月末，公司非流动资产分别为339.68亿元、546.69亿元、684.41亿元和692.55亿元，占总资产比重分别为31.55%、41.08%、42.78%和40.95%，主要为可供出售金融资产

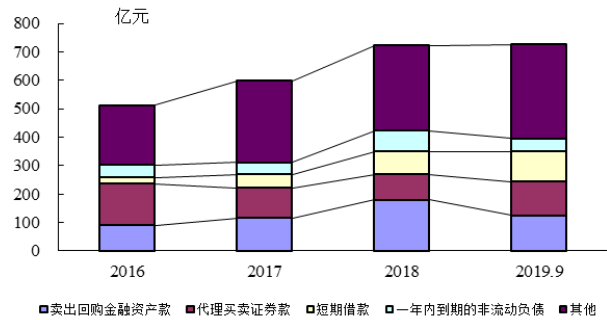
产、固定资产、在建工程和其他非流动资产。2016~2019年9月末，公司可供出售金融资产分别为96.46亿元、77.48亿元、73.66亿元和42.86亿元，持续减少，主要系公司可供出售债券和可供出售权益工具及西部证券的其他投资下降所致。2016~2019年9月末，公司固定资产分别为87.38亿元、129.98亿元、169.48亿元和249.33亿元，截至2018年末，主要由房屋及建筑物和机器设备构成。2017年末，公司固定资产同比大幅增长主要系二级子公司陕西秦龙电力股份有限公司收购渭河电厂，陕西水电成立山南大有新能源开发有限公司，金泰氯碱收购企业等导致房屋建筑物和机器设备分别增加9.88亿元和29.18亿元所致；2018年末，公司固定资产增长主要系赵石畔煤电一体化项目在建工程部分已完工转入固定资产；2019年9月末，公司固定资产较上年末大幅增长主要系主要系清水川二期200万千瓦发电项目于2019年7月底转为固定资产。2016~2019年9月末，公司在建工程分别为88.70亿元、152.19亿元、199.85亿元和159.78亿元；2017年末，公司在建工程同比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；2018年末，公司在建工程保持增长，主要系商洛发电2×660MW机组工程和园子沟矿井及选煤厂等项目持续投入；2019年9月末较上年末有所减少主要系清水川二期200万千瓦发电项目等项目完工转入固定资产所致。2016~2019年9月末，公司其他非流动资产分别为1.24亿元、83.92亿元、63.07亿元和62.02亿元，2017年末同比大幅增加，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；2018年末，公司其他非流动资产有所减少主要系预付探矿权款和预付工程设备款转入无形资产和固定资产所致。除此之外，2018年末公司无形资产和投资性房地产较上年末增幅较大，分别为64.35亿元和36.25亿元；其中，无形资产大幅增长主要系增加探矿权和土地使用

权；投资性房地产大幅增长主要系公司增加 32.99 亿元的房屋、建筑物。

在资产规模大幅增长的同时，公司负债规模也不断增长。2016~2019 年 9 月末，公司总负债分别为 733.30 亿元、905.46 亿元、1,096.09 亿元和 1,152.13 亿元，随公司外部融资增加而增长。从负债结构来看，公司以流动负债为主，2016~2019 年 9 月末，公司流动负债占总负债比重分别为 69.84%、66.08%、65.97% 和 63.07%。

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。2016~2019 年 9 月末，公司短期借款分别为 21.31 亿元、48.10 亿元、81.30 亿元和 104.85 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；同期末，公司应付账款分别为 32.08 亿元、61.56 亿元、68.04 亿元和 60.12 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。2016~2019 年 9 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 125.36 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 9 月末较上年末有所下降主要系期末西部证券卖出回购业务规模减少；同期末，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 118.75 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。此外，2016~2019 年 9 月末，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 46.67 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。2016~2019 年 9 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 75.96 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 13：2016~2019 年 9 月末公司流动负债分析

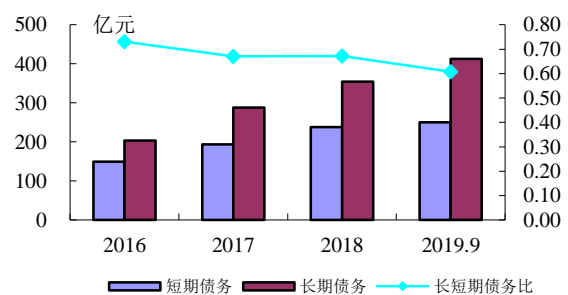


资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

非流动负债方面，2016~2019 年 9 月末，公司非流动负债分别为 221.19 亿元、307.14 亿元、372.97 亿元和 425.45 亿元，增幅较大，主要由长期借款和应付债券构成。长期借款方面，2016~2019 年 9 月末，公司长期借款分别为 135.25 亿元、155.16 亿元、193.18 亿元和 208.46 亿元；近年来，公司长期借款增加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 67.79 亿元、125.78 亿元、152.58 亿元和 192.72 亿元，应付债券规模随公司发行债券而不断增长。

有息债务方面，2016~2019 年 9 月末，公司总债务分别为 352.87 亿元、481.66 亿元、591.76 亿元和 663.20 亿元，逐年大幅增长。从债务结构上来看，公司以长期债务为主，2016~2019 年 9 月末，公司长期债务分别为 203.82 亿元、288.33 亿元、354.04 亿元和 412.64 亿元，以长期债务为主的债务结构与公司在建项目投资周期较长的特点相匹配。

图 14：2016~2019 年 9 月末公司债务结构分析

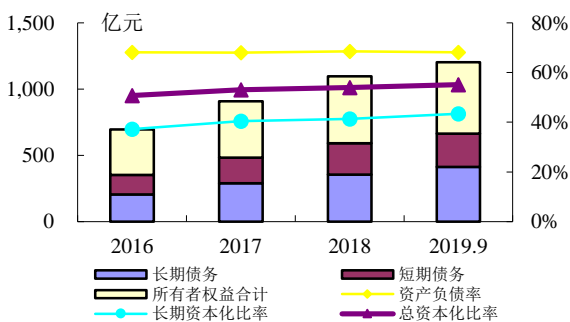


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2016~2019 年 9 月末，公司所有者权益合计分别为 343.25 亿元、425.25 亿元、

503.74亿元和539.18亿元，其中，归属于母公司所有者权益分别为204.58亿元、233.42亿元、292.58亿元和323.47亿元，少数股东权益占所有者权益合计的比重分别为40.40%、45.11%、41.92%和40.00%。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。2016~2019年9月末，公司实收资本均为100.00亿元。2016~2019年9月末，公司未分配利润分别为37.69亿元、48.32亿元、57.17亿元和63.96亿元，主要随公司经营累积而逐年增长；同期末，公司资本公积分别为46.59亿元、46.49亿元、49.70亿元和51.11亿元，其中2018年公司处置汇森煤业10%股权，致使年末资本公积有所增长。此外，2018年末和2019年9月末，公司其他权益工具分别为69.93亿元和89.91亿元，较上年增幅较大，主要系永续或类永续融资工具。截至2019年9月末，其他权益工具占公司所有者权益比重为16.68%。2016~2019年9月末，公司资产负债率分别为68.12%、68.04%、68.51%和68.12%，资产负债率小幅下降；同期末，公司总资本化比率分别为50.69%、53.11%、54.02%和55.16%，呈小幅增长趋势。

图15：2016~2019年9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，2016~2019年9月末，母公司总资产分别为269.70亿元、487.01亿元、674.82亿元和753.08亿元，母公司资产规模持续大幅增长。母公司最重要的资产是长期股权投资，2016~2019年9月末，母公司长期股权投资分别为158.87亿元、185.90亿元、213.41亿元和233.16亿元。其中，2017年对汇森煤业、陕西能源集团财务有限责任公司以及陕西君成融资租赁股份有限公司等公司新

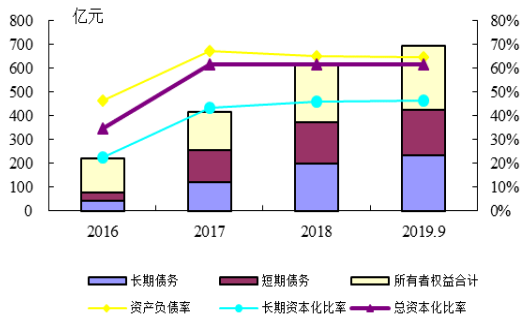
增及追加投资使得母公司长期股权投资大幅上升；2018年，母公司追加对陕西水电、西部证券、大商道和陕西省成长性企业引导基金合伙企业（有限合伙）的投资；2019年1~9月，母公司进一步增加对子公司的投资力度，当期长期股权投资增长。流动资产方面，2016~2019年9月末，母公司流动资产分别为51.31亿元、247.86亿元、363.85亿元和436.24亿元，快速上升，主要系其他应收款和其他流动资产增加所致。其中，母公司其他应收款主要系应收子公司的款项，截至2018年末，主要为对华秦投资和华山创业的应收款项，2019年9月末增至57.91亿元，主要系应收子公司往来款项；2018年末，母公司其他流动资产大幅增加至256.06亿元，主要系对子公司的委托贷款调整到本科目核算。非流动资产方面，2016~2019年9月末，母公司非流动资产分别为218.40亿元、239.15亿元、310.97亿元和316.84亿元，主要系长期股权投资和持有至到期投资。2018年末及2019年9月末，母公司持有至到期投资分别为48.08亿元和40.10亿元，主要为持有的信托产品和基金。

2016~2019年9月末，母公司总负债分别为125.04亿元、327.59亿元、439.05亿元和484.98亿元，2018年末大幅增长主要因为母公司加大融资力度，通过银行借款、发行短期融资券和债券融资。2016~2019年9月末，母公司其他流动负债分别为44.45亿元、149.47亿元、114.77亿元和128.09亿元；2017年末，公司其他流动负债较上年末大幅增长主要系发行短期融资券。2018年末，母公司应付债券为123.51亿元，同比大幅增长主要系母公司直接融资增加所致；同期末，母公司资产负债率相应分别为46.36%、67.27%、65.06%和64.40%，总体呈上升趋势。

2016~2019年9月末，母公司总债务分别为76.57亿元、254.36亿元、372.84亿元和426.03亿元，逐年大幅增长；同期末，母公司口径长短期债务比分别为0.80倍、1.07倍、0.87倍和0.83倍，母公司口径的债务结构有所变化，2019年9月末短期债务占比有所下降，但占比仍较大。2016~2019年

9月末，母公司总资本化比率分别为34.61%、61.47%、61.26%和61.38%，2017年以来，随公司债务规模增长，公司总资本化比率处于较高水平。

图 16：2016~2019 年 9 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。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，财务杠杆较高，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 2016 年以来，贸易板块成为公司收入占比最大的业务来源，金融板块收入占比逐年下降。公司营业总收入逐年增加，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现营业收入总收入 201.70 亿元、220.28 亿元、371.77 亿元和 527.89 亿元。

从收入构成来看，近两年来，公司贸易板块收入波动较大。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；大商道于 2018 年 10 月末纳入合并报表，且煤炭运销板块自 2018 年纳入贸易板块统计，故 2018 年以来公司贸易板块收入大幅增长。由于证券市场持续低迷，自 2016 年以来公司金融板块收入持续下降；2019 年 1~9 月，受金融市场行情回暖，公司金融板块收入有所回升。2016~2018 年和 2019 年 1~9 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 19.41 亿元，2017 年收入大幅上升，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；2018 年收入同比下滑主要系公司煤炭运销板块产生的收入纳入贸易板块收入所致。2016~2018 年，公司化工板块收入持续上升，其中 2017 年收入增加主要系烧碱和 PVC 单价上涨所致，2018 年收入增加主要系销售量的上升，2019 年 1~9 月实现收入 22.74 亿元。2016~2018 年和 2019 年 1~9 月，公司电力板块收入分别为 11.85 亿元、14.17 亿元、29.00 亿元和 34.84 亿元，2018 年大幅上升主要系渭河水电站纳入合并范围后，公司发电能力大幅上升所致；2019 年 1~9 月，公司已完工电站并网发电，电力板块收入持续上升。除此之外，2016~2018 年，公司酒店及房地产业务收入亦持续上升。

毛利率方面，2016~2018 年和 2019 年 1~9 月，公司营业毛利率分别为 25.50%、30.79%、18.08%和 9.25%。其中，2018 年和 2019 年 1~9 月，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，2016~2018 年，公司金融板块的毛利率分别为 99.99%、66.22%和 58.73%，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盈利能力下滑所致，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，故当年金融板块毛利率较高。2016~2018 年，公司煤炭生产板块毛利率分别为 42.51%、59.35%和 70.71%，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。2017 年，公司化工产品销售单价上涨使得化工板块毛利率有所上升；2018 年，受烧碱销售单价小幅下滑影响，公司化工板块毛利率小幅回落。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；2018 年，受房地产市场景气程度影响，该板块毛利率有所提升。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；2018年，贸易板块毛利率有所下滑主要系收购大商道后，收入占比较高的电解铜和铝锭贸易毛利率相对较低，故公司贸易板块毛利率有所下滑。2016~2018年，公司电力板块毛利率分别为15.92%、32.40%和32.81%，2017年

以来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。2019年1~9月，除房地产及酒店板块外，公司各业务板块毛利率较上年均有所下滑，其中地质勘探板块下滑较多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，其他板块毛利率下降幅度较小。

表 20：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2016		2017		2018		2019.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
金融板块	38.34	99.99	35.00	66.22	25.52	58.73	26.68	57.27
贸易板块	87.59	0.66	73.05	1.21	217.55	0.75	405.09	0.61
化工板块	16.76	18.48	22.58	23.78	29.30	21.97	22.74	19.50
煤炭生产板块	11.85	42.51	31.33	59.35	20.39	70.71	19.41	60.73
电力板块	11.85	15.92	14.17	32.40	29.00	32.81	34.84	27.74
地质勘探板块	16.12	34.51	17.29	32.52	20.16	31.75	10.81	13.05
房地产及酒店板块	18.34	37.71	24.83	31.84	26.22	42.74	4.82	44.49
其他行业	0.85	-1,172.59	2.03	82.40	3.63	72.81	3.50	47.10
合计/综合	201.70	25.50	220.28	30.79	371.77	18.08	527.89	9.25

注：1、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；2、公司于2018年10月末完成关于大商道的资产重组，2018年贸易板块收入包含大商道2018年11~12月收入；3、房地产收入确认集中在年底，2019年1~9月营业收入及毛利率不能反映该板块当期实际运营状况。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司三费合计分别为39.20亿元、43.01亿元、43.84亿元和33.79亿元，同期三费收入占比分别为19.44%、19.52%、11.79%和6.40%，近一年一期受收入增幅较大影响而有所下降。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，2016~2018年，公司销售费用分别为22.00亿元、20.43亿元和18.36亿元，逐年下降，主要系西部证券总体收入减少，职工薪酬及其他相关支出有所减少所致。公司管理费用主要为职工薪酬和日常管理活动所产生的各项经费，2016~2018年，管理费用分别为11.22亿元、14.36亿元和18.40亿元，随职工薪酬增长逐年上升。除此之外，同期，公司财务费用分别为5.98亿元、8.21亿元和7.07亿元；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；2018年，公司利息收入增至2.14亿元且形成汇兑收益0.65亿元，故财务费用有所下降。

整体来看，公司三费收入占比较高，公司费用管控能力尚需提高。

表 21：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司期间费用情况

项目名称	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用（亿元）	22.00	20.43	18.36	15.18
管理费用（亿元）	11.22	14.36	18.40	12.50
财务费用（亿元）	5.98	8.21	7.07	6.11
三费合计（亿元）	39.20	43.01	43.84	33.79
营业收入（亿元）	201.70	220.28	371.77	527.89
三费收入占比（%）	19.44	19.52	11.79	6.40

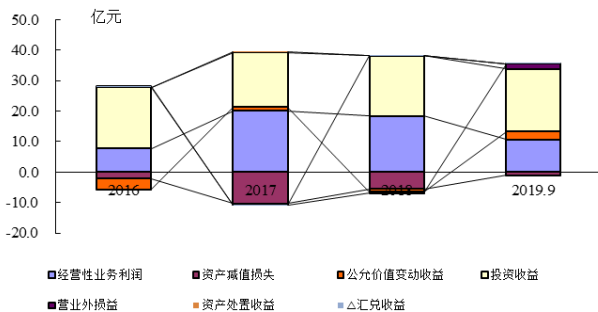
注：2018年及2019年1~9月管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司分别实现利润总额为22.16亿元、28.41亿元、31.18亿元和28.60亿元，其中经营性业务利润分别为7.67亿元、19.99亿元、18.40亿元和10.65亿元；2017年公司经营性业务利润大幅上升主要系煤炭

行业回暖，公司煤炭板块盈利能力增加所致。2016~2018年和2019年1~9月，公司分别计提资产减值损失2.10亿元、10.31亿元、5.61亿元和1.07亿元，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坏账损失4.39亿元所致；2018年，公司计提资产减值损失主要系对乐视网计提减值增加至7.12亿元。投资收益方面，2016~2018年和2019年1~9月，公司分别实现投资收益20.14亿元、17.96亿元、19.69亿元和20.42亿元，对公司利润贡献程度较高。

图 17：2016~2018 年及 2019 年 1~9 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，2016~2018年及2019年1~9月，母公司营业总收入分别为67.41亿元、27.75亿元、12.71亿元和12.86亿元；2018年，母公司未实现煤炭销售收入，主要系母公司下煤炭运销板块划转至汇森煤业运销所致，且当年委贷利息收入大幅增长至12.39亿元。各期，母公司三费合计分别为3.87亿元、9.49亿元、17.69亿元和15.48亿元，由于母公司承担公司较多的融资职能，近年来财务费用大幅上升。各期，母公司三费收入占比分别为5.74%、34.19%、139.26%和120.35%。2016~2018年及2019年1~9月，公司净利润分别为-1.73亿元、-3.54亿元、13.76亿元和0.18亿元，2016~2017年，由于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，导致经营性业务亏损；2018年，母公司净利润由负转正主要系当年实现投资收益19.09亿元，主要系西部证券和西部信托分红。

总体来看，受益于大商道的划入和实体板块行业景气度复苏，近年来公司营收水平大幅增长，利润水平持续提升。但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

经营活动现金流方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司经营活动净现金流分别为-56.17亿元、-18.47亿元、12.92亿元和12.36亿元。2016年公司经营活动现金流缺口较大，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同比有所收窄，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同比有所增长，金融板块方面回购业务资金净增加额增长。2018年，大商道划入后贸易业务扩张影响，公司经营活动现金流流入和流出规模有所增长；受西部证券回购业务资金净增加影响，经营活动净现金流由负转正。2016~2018年和2019年1~9月，公司收现比分别为0.79倍、0.97倍、1.11倍和1.11倍，主营业务产生收入的现金回流情况向好。

投资活动现金流方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司投资活动净现金流分别为-10.71亿元、-109.16亿元、-187.42亿元和-16.50亿元，随在建项目投资的增加，近年来呈持续净流出状态。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产业项目投资支出增加所致。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项目支出增加所致。2018年，投资活动现金流流出规模进一步扩大，主要系公司对房地产项目和电力板块在建项目的持续投资，工程支出进一步增长。2019年1~9月，公司主要投资项目已处于项目末期且投资收回的现金同比增长，故投资活动净现金流

缺口有所减少。

筹资活动净现金流方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司筹资活动净现金流分别为23.53亿元、153.58亿元、153.74亿元和25.49亿元。2016~2018年，公司发行债券收到的现金分别为91.81亿元、161.98亿元和121.66亿元，取得借款收到的现金分别为114.12亿元、129.36亿元和279.61亿元；同期，偿还债务支付的现金分别为161.43亿元、165.80亿元和244.04亿元，偿债规模逐年增长。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；2018年，公司通过外部融资使得筹资活动现金流入规模大幅增长，公司筹资活动净现金流维持在较高水平。2019年1~9月，公司筹资活动所产生的现金流流入水平有所下降，但同期偿还债务支付现金同比增长，故当期筹资活动净现金流减少

表 22：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司现金流分（亿元）

项目名称	2016	2017	2018	2019.1-9
经营活动产生现金流入	187.11	305.88	573.37	953.25
经营活动产生现金流出	243.27	324.36	560.45	940.90
经营活动净现金流	-56.17	-18.47	12.92	12.36
投资活动产生现金流入	61.64	99.13	107.30	76.10
投资活动产生现金流出	72.36	208.29	294.72	92.59
投资活动净现金流	-10.71	-109.16	-187.42	-16.50
筹资活动产生现金流入	208.87	352.76	446.93	268.99
其中：吸收投资	2.64	33.66	14.04	1.15
借款	114.12	129.36	279.61	132.98
△发行债券	91.81	161.98	121.66	127.83
筹资活动产生现金流出	185.34	199.18	293.19	243.49
其中：偿还债务	161.43	165.80	244.04	203.00
筹资活动净现金流	23.53	153.58	153.74	25.49
现金及现金等价物净增加额	-43.34	25.94	-20.71	21.37

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司口径来看，2016~2018年及2019年1~9月，母公司经营活动净现金流分别-9.10亿元、-27.59亿元、8.25亿元和-1.70亿元，有一定波动；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；2018年，母公司无煤炭贸易业务且与子公司往来款减少使得经营活动现金流入和流出规模同比大幅减少，当年经营活动净现金流由负转正。同期，母公司投资活动净现金流分别为-11.24亿元、

-122.31亿元、-158.25亿元和-33.81亿元；2017~2018年母公司投资活动净现金流缺口规模较大，主要系投资支出规模较大形成的现金流出。2016~2018年及2019年1~9月，母公司筹资活动净现金流分别为17.21亿元、198.02亿元、150.49亿元和53.45亿元；2017~2018年，筹资活动净现金流大幅增长主要系母公司承担公司大部分融资职能，因此通过取得借款和发行债券的现金流入较多。

表 23：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月母公司现金流分析（亿元）

项目名称	2016	2017	2018	2019.1-9
经营活动产生现金流入	49.13	41.61	19.73	25.20
经营活动产生现金流出	58.23	69.20	11.48	26.91
经营活动净现金流	-9.10	-27.59	8.25	-1.70
投资活动产生现金流入	58.79	81.04	190.56	159.85
投资活动产生现金流出	70.03	203.35	348.81	193.66
投资活动净现金流	-11.24	-122.31	-158.25	-33.81
筹资活动产生现金流入	47.25	253.83	326.42	216.52
其中：吸收投资	-	-	-	-
借款	47.25	86.75	183.85	91.62
△发行债券	-	145.49	112.62	124.70
筹资活动产生现金流出	30.04	55.81	175.93	163.07
其中：偿还债务	27.05	52.49	158.22	143.38
筹资活动净现金流	17.21	198.02	150.49	53.45
现金及现金等价物净增加额	-3.13	48.12	0.49	17.93

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

总体来看，受金融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，随着公司房地产项目和电力板块工程项目的持续投入，投资活动现金流呈持续流出；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，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。同期，公司总债务/EBITDA分别为9.57倍、10.30倍和11.30倍，EBITDA利息保障系数分别为3.42倍、2.82倍和2.18倍，EBITDA对债务本息的覆盖能力有所下降，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，无法覆盖短期债务本息；近一年一期，公司经营活动净现

金流由负转正，但规模较小，仍无法有效覆盖公司债务本息。短期偿债能力方面，2016~2017年末，公司货币资金尚可覆盖短期债务；2018年末及2019年9月末，随着公司短期债务规模增长，货币资金对短期债务的覆盖情况有所弱化。2016~2017年末，公司货币资金尚可覆盖短期债务；2018年末，随着公司短期债务规模增长，货币资金无法覆盖公司短期债务。

表24：2016~2019年9月末公司偿债能力指标

项目名称	2016	2017	2018	2019.9
总债务（亿元）	352.87	481.66	591.76	663.20
长期债务（亿元）	203.82	288.33	354.04	412.64
短期债务（亿元）	149.06	193.33	237.72	250.56
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	12.36
总债务/经营活动净现金流（X）	-6.28	-26.07	45.81	-
总债务/EBITDA（X）	9.57	10.30	11.30	-
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	-
货币资金/短期债务（X）	1.24	1.19	0.88	0.91

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

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对母公司债务利息覆盖情况有所增强。2016~2018年，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；各期，总债务/EBITDA分别为70.13倍、53.12倍和12.37倍，仍无法覆盖公司债务。2018年，母公司经营活动净现金流由负转正，但规模较小，仍无法有效覆盖债务本息。2016~2018年及2019年9月末，母公司货币资金对短期债务覆盖情况较弱，较为依赖内部资金调度及外部融资。截至2019年9月末，母公司短期债务为193.20亿元，规模较大。2016~2018年末，母公司货币资金均无法覆盖短期债务。

表 25：2016~2019 年 9 月母公司偿债能力指标

项目名称	2016	2017	2018	2019.9
总债务（亿元）	76.57	254.36	372.84	426.03

长期债务（亿元）	42.46	122.60	199.56	232.83
短期债务（亿元）	34.12	131.76	173.28	193.20
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	-1.70
总债务/经营活动净现金流（X）	-8.41	-9.22	45.20	-
总债务/EBITDA（X）	70.13	53.12	12.37	-
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	-
货币资金/短期债务（X）	0.12	0.40	0.30	0.37

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2019年9月末，母公司有息债务为426.03亿元，2020年、2021年和2022年分别需要偿还债务164.37亿元、106.17亿元和63.15亿元，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。

银行授信方面，截至2019年9月末，公司共获得各银行授信额度1,235.57亿元，未使用授信额度达到742.53亿元。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2019年6月末，公司合并口径受限资产账面价值合计282.22亿元，占同期末总资产的比重为16.79%，主要为卖出回购及债权借贷交易质押。

对外担保方面，截至2019年6月末，公司对外担保总额为11.32亿元，占同期末净资产的比重为2.11%，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，但目前该两家担保企业资产负债率过高，经营情况较差，面临较高代偿风险，中诚信国际将对此表示关注。

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2019年12月12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到期未偿付情形。

评级展望

陕西省经济稳步增长为公司提供了良好的外部发展环境；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公司备用流动性充足。同时，中诚信国际也关注到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，面临较大的投资压力和母公司债务规模持续增长等因素对公司未来经营及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。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定陕西投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“陕西投资集团有限公司 2020 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 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

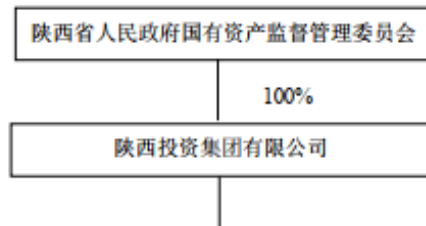
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注陕西投资集团有限公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如陕西投资集团有限公司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，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，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

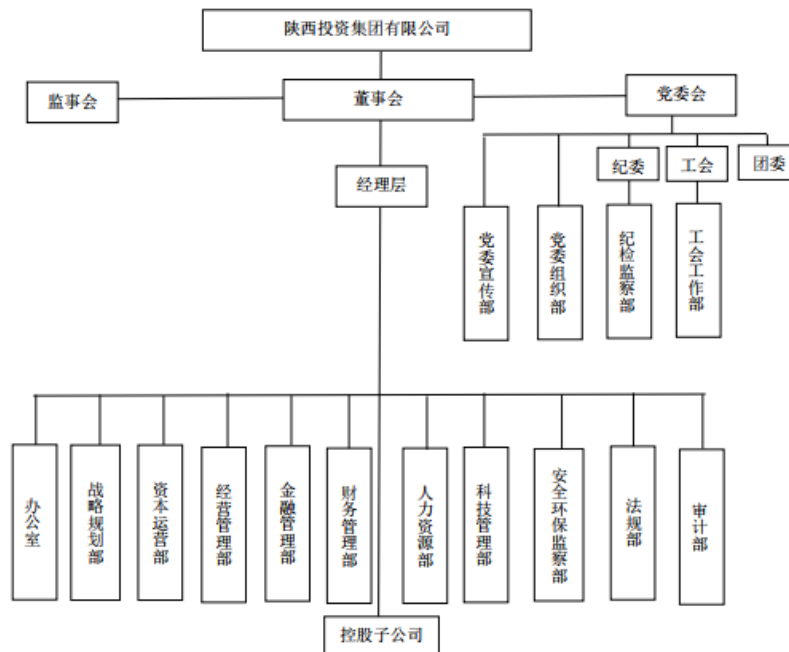
2020 年 03 月 06 日

附一：陕西投资集团有限公司股权结构图与组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



序号	一级子公司名称	业务性质	实收资本/ 股本（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	陕西省华泰投资集团有限公司	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	55.00
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
13	西部证券股份有限公司	证券金融服务	350,183.98	37.24
14	陕西投资集团创新技术研究院有限公司	研究和试验发展	-	100.00

注：1、持股比例为直接持股和间接持股比例的合计数；2、一级子公司按陕投集团并表口径填列；公司对大商道直接持股 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；3、陕西投资集团创新技术研究院有限公司注册资本为 1.00 亿元，截至 2019 年 9 月末，陕投集团对该公司的实缴资本暂未到位。



资料来源：公司提供

附二：陕西投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	1,848,018.52	2,303,201.02	2,099,041.60	2,280,290.35
应收账款净额	246,988.86	317,460.83	414,037.79	390,686.85
其他应收款	117,528.05	43,787.73	322,791.99	329,437.69
存货净额	794,619.53	956,116.23	1,348,717.39	1,986,696.54
长期投资	1,440,227.40	1,308,934.27	1,319,813.53	990,585.12
固定资产	873,769.47	1,299,821.33	1,694,781.89	2,493,315.33
在建工程	887,013.28	1,521,872.48	1,998,465.90	1,597,832.77
无形资产	106,684.76	341,399.75	643,544.09	650,277.67
总资产	10,765,520.65	13,307,037.36	15,998,307.88	16,913,085.13
其他应付款	205,158.45	275,997.30	266,065.89	385,595.54
短期债务	1,490,551.51	1,933,286.25	2,377,188.53	2,505,614.22
长期债务	2,038,180.65	2,883,339.03	3,540,375.11	4,126,391.55
总债务	3,528,732.16	4,816,625.28	5,917,563.64	6,632,005.77
净债务	1,680,713.64	2,513,424.26	3,818,522.04	4,351,715.42
总负债	7,333,031.48	9,054,563.64	10,960,936.56	11,521,317.86
费用化利息支出	62,720.11	85,760.67	84,353.71	--
资本化利息支出	45,178.89	80,183.95	156,265.40	--
所有者权益合计	3,432,489.17	4,252,473.72	5,037,371.32	5,391,767.26
营业总收入	2,016,960.41	2,202,790.70	3,717,672.81	5,278,900.07
经营性业务利润	76,533.52	199,159.87	178,490.47	98,612.48
投资收益	201,437.22	179,578.16	196,850.87	204,243.72
净利润	156,732.68	201,892.85	244,666.93	233,164.93
EBIT	284,366.13	369,851.29	396,134.86	--
EBITDA	368,909.36	467,693.45	523,779.24	--
经营活动产生现金净流量	-561,650.69	-184,735.98	129,169.31	123,594.69
投资活动产生现金净流量	-107,142.76	-1,091,566.42	-1,874,167.64	-164,975.39
筹资活动产生现金净流量	235,308.69	1,535,799.44	1,537,445.16	254,927.08
资本支出	253,155.72	767,391.43	1,037,152.88	398,683.66

财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	25.50	30.79	18.08	9.25
期间费用率(%)	19.44	19.52	11.79	6.40
EBITDA 利润率(%)	18.29	21.23	14.09	--
总资产收益率(%)	2.68	3.06	2.70	--
净资产收益率(%)	4.74	5.18	5.29	5.96*
流动比率(X)	1.44	1.31	1.27	1.37
速动比率(X)	1.28	1.15	1.08	1.10
存货周转率(X)	2.00	1.61	2.55	3.78*
应收账款周转率(X)	7.57	7.76	10.19	17.49*
资产负债率(%)	68.12	68.04	68.51	68.12
总资本化比率(%)	50.69	53.11	54.02	55.16
短期债务/总债务(%)	42.24	40.14	40.17	37.78
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.16	-0.04	0.02	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.38	-0.10	0.05	0.07*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-5.21	-1.11	0.54	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-22.00	-9.53	-4.21	-5.50*
总债务/EBITDA(X)	9.57	10.30	11.30	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.24	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.42	2.82	2.18	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.64	2.23	1.65	--

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债务统计包含其他流动负债、长期应付款中的带息债务；3、公司提供的2019年三季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料及利息支出，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；5、2019年9月末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产包括交易性金融资产；6、加“*”数据已经过年化处理。

附三：陕西投资集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	41,584.48	522,816.05	527,725.57	707,060.87
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	579,071.14
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,176,796.37	1,880,984.47	2,632,889.01	2,751,018.96
固定资产	914.51	704.53	530.12	419.06
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	442.50
总资产	2,697,020.26	4,870,125.73	6,748,202.30	7,530,770.38
其他应付款	1,497.56	496.14	39,116.95	55,358.19
短期债务	341,160.00	1,317,630.00	1,732,835.00	1,932,035.00
长期债务	424,580.00	1,225,987.42	1,995,612.52	2,328,292.02
总债务	765,740.00	2,543,617.42	3,728,447.52	4,260,327.02
净债务	724,155.52	2,020,801.37	3,200,721.95	3,553,266.14
总负债	1,250,437.42	3,275,920.62	4,390,450.37	4,849,825.88
费用化利息支出	27,753.67	82,669.98	163,240.38	--
资本化利息支出	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	2,680,944.50
营业总收入	674,050.60	277,540.51	127,057.40	128,619.45
经营性业务利润	-11,143.99	-36,450.83	-50,566.71	-26,758.79
投资收益	-760.82	-191.90	190,906.63	39,073.99
净利润	-17,319.59	-35,424.85	137,565.33	1,811.80
EBIT	10,434.08	47,245.12	300,805.72	--
EBITDA	10,919.45	47,880.43	301,532.34	--
经营活动产生现金净流量	-91,030.10	-275,874.66	82,492.38	-17,039.48
投资活动产生现金净流量	-112,372.73	-1,223,104.02	-1,582,498.35	-338,137.35
筹资活动产生现金净流量	172,079.98	1,980,210.25	1,504,915.49	534,512.13
资本支出	1,221.00	695.83	404.90	333.47

财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	4.23	21.21	100.00	100.00
期间费用率(%)	5.74	34.19	139.26	120.35
EBITDA 利润率(%)	1.62	17.25	237.32	--
总资产收益率(%)	0.40	1.25	5.18	--
净资产收益率(%)	-1.19	-2.33	6.96	0.10*
流动比率(X)	0.62	1.21	1.53	1.73
速动比率(X)	0.62	1.21	1.53	1.73
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	16.80	15.06	--	--
资产负债率(%)	46.36	67.27	65.06	64.40
总资本化比率(%)	34.61	61.47	61.26	61.38
短期债务/总债务(%)	44.55	51.80	46.48	45.35
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.12	-0.11	0.02	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.27	-0.21	0.05	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.28	-3.34	0.51	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-15.79	-12.15	-2.54	-6.68*
总债务/EBITDA(X)	70.13	53.12	12.37	--
EBITDA/短期债务(X)	0.03	0.04	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.39	0.58	1.85	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.38	0.57	1.84	--

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债务统计包含其他流动负债中的带息债务；3、公司提供的 2019 年三季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料和利息支出，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；5、加“*”数据已经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+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
	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）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，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。