

陕西投资集团有限公司

2019 年度第三期短期融资券跟踪评级报告

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 04 月 21 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。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0100 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存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 陕投集团 CP003”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

二零二零年四月二十一日

评级观点：中诚信国际维持陕西投资集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“19 陕投集团 CP003”的债项信用等级为**A-1**。中诚信国际肯定了 2019 年以来陕西省经济保持较快发展、公司收入规模大幅增长、煤炭及电力板块竞争实力不断增强等因素对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司金融板块盈利情况面临一定不确定性，母公司短期债务集中兑付压力较大，公司还面临较高的担保代偿风险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、中诚信国际根据公司 2016~2018 年审计报告及 2019 年三季度财务报表整理，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 |
| 规模与多元 化(30%) | (CFO-股利)/总债务(%) | -11.91 | 3 |
| | 营业总收入(亿元) | 371.77 | 10 |
| 运营实力 (20%) | 业务多样性 | 10 | 10 |
| | 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

■ **陕西省经济保持较快发展。**2019 年陕西省地区生产总值为 25,793.17 亿元，比上年增长 6.0%，保持较快发展；且陕西省能源和有色金属等资源储量较为丰富，其自然资源优势和快速发展的经济环境为公司未来稳定运营提供了强有力的支持。

■ **收入规模大幅增长。**2018 年 12 月，陕投集团将大商道商品交易股份有限公司（以下简称“大商道”）纳入合并范围，新增电解铜、铝锭等贸易品种，贸易板块收入增长带动公司 2019 年 1~9 月营业总收入大幅增长至 527.89 亿元。

■ **煤炭及电力板块竞争实力不断增强。**公司煤炭板块毛利率增长较快，电力板块可控装机容量有较大提升；目前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升。

关注

■ **金融板块盈利情况面临一定不确定性。**受监管政策环境及证券市场行影影响，公司金融板块收入有所波动。同时，受乐视网和信威集团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”，证券代码：002673.SZ）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。

■ **母公司短期债务集中兑付压力较大。**2018 年末及 2019 年 9 月末，母公司货币资金/短期债务分别为 0.30 倍和 0.37 倍，覆盖能力相对较弱，对融资畅通性要求较高。

■ **面临较高担保代偿风险。**目前公司部分被担保企业资产负债率过高，经营情况较差，公司面临较高代偿风险，中诚信国际将对此表示关注。

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。

同行业比较

| 2018年同行业企业主要指标对比表 | | | | | |
|-------------------|----------|-----------|----------|---------|-----------|
| 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 | 762.99 | 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

评级历史关键信息

| 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 | 19 陕投集团 CP003 (A-1) | 2019/11/06 | 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 |

本次跟踪债务融资工具情况

| 债券简称 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 发行金额 | 存续期 |
|---------------|----------|----------|-------|-----------------------|
| 19 陕投集团 CP003 | A-1 | A-1 | 20.00 | 2019/12/06~2020/12/06 |

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“19 陕投集团 CP003”所募集资金已按照募集约定用于偿还到期有息债务。

区域经济环境

陕西省为我国西部重要省份，经济保持较快发展，2019 年陕西省实现地区生产总值 25,793.17 亿元，比上年增长 6.0%；三次产业构成占比由 2018 年的 7.5:49.7:42.8 调整为 7.7:46.5:45.8。2019 年，陕西省固定资产投资（不含农户）同比增长 2.5%，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。陕西省装备制造、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为地区八大支柱产业，尤其是能源和有色金属等资源储量较为丰富，其自然资源优势 and 快速发展的经济环境为公司未来稳定运营提供了强有力的支持。

区域重要性及政府支持

2018 年 1 月，公司名称由陕西能源集团有限公司更名为陕西投资集团有限公司。截至 2019 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 100 亿元，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会持有公司 100% 股权，为公司的控股股东和实际控制人，上述情况较 2019 年 3 月末未发生变化。

公司仍是以能源类投资为主的重要国有资本经营管理主体，业务涉及金融和实业两大领域，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。鉴于公司重要的主体地位，公司继续获得股东及相关各方的有力支持，2018 年公司共获得各项政府补助 0.71 亿元；此外公司自身实力较强，涉及的多个行业在陕西省内具有区域垄断优势，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。

业务运营

得益于证券市场行情回暖，2019 年 1~9 月金融板块收入有所回升，但股票质押式回购业务计提减值金额较大；信托业务稳定发展，但目前规模仍较小，行业地位较弱；金融板块未来盈利情况面临一定不确定性，未决诉讼进展情况有待关注

公司金融板块主要由西部证券¹和西部信托有限公司（以下简称“西部信托”）运营。2018 年及 2019 年 1~9 月，公司金融板块分别实现收入 25.52 亿元和 26.68 亿元，其中 2018 年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；2019 年 1~9 月得益于证券市场行情回暖，公司金融板块收入有所回升。但受此前信用风险事件影响，西部证券计提大额资产减值准备，金融板块整体受监管政策环境及证券市场行情影响较大，未来盈利情况面临一定不确定性。

西部证券收入水平和资本实力居于行业中上水平。截至 2019 年 9 月末，西部证券总资产为 495.93 亿元，股东权益合计为 177.29 亿元；2019 年 1~9 月，西部证券实现营业总收入 29.87 亿元，同比增长 83.66%，净利润 5.27 亿元，同比增长 53.64%。从收入结构来看，2019 年 1~9 月，手续费及佣金净收入为 9.62 亿元，同比增长 34.36%；其中经纪业务手续费净收入和投资银行业务手续费净收入分别为 5.62 亿元和 2.42 亿元，得益于证券市场回暖，较上年同期均有所增长。当期西部证券实现投资收益 11.03 亿元，主要为证券自营业务所产生的投资

1、截至 2019 年 9 月末，公司直接和间接持有西部证券股

份比例合计为 37.24%。

收益，对净利润贡献程度较高。此外，2019年1~9月，西部证券信用减值损失5.83亿元，主要为对股票质押式回购业务所产生金融资产计提减值，对净利润侵蚀程度较大。

重大事项方面，西部证券受此前股票质押式回购业务信用风险事件影响，计提减值规模仍然较大。其一为质押股票“乐视网”（证券代码：300104.SZ）向贾跃亭等人融出资金本金10.19亿元。贾跃亭等人因股票质押式回购交易相关协议到期后，未履行约定赎回股票，构成违约，西部证券已向法院提起诉讼。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.SH，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。

此外，根据2020年4月14日公司披露的公告，西部证券涉及安徽盛运环保集团（以下简称“盛运环保”）债务违约的诉讼案，该案件原告为广州证券股份有限公司（现“中信证券华南股份有限公司”，以下简称“广州证券”），被告为盛运环保和西部证券。2019年9月27日，因到期未能偿还本息，投资者之一原告广州证券因所持债券到期未能偿还本息，以证券纠纷为由，对盛运环保及西部证券提起诉讼，同时要求西部证券承担连带赔偿责任，赔偿其本息合计11,540万元。2019年10月25日，西部证券收到安徽省安庆市中级人民法院传票，西部证券在提交答辩状期间对管辖权提出异议，2019年12月2日，西部证券收到安徽省安庆市中级人民法院关于管辖权异议的《民事裁定书》，裁定将案件移送至安徽省合肥市中级人民法院。截至本报告出具日尚未收到法院受理传票。中诚信国际将对案件后续进展及对西部证券可能带来的损失保持

关注。

截至2018年末，西部信托注册资本为15亿元，公司对其间接持股57.78%，净资产规模45.54亿元，2018年实现营业总收入7.19亿元，小幅增长，净利润3.28亿元。2018年末，西部信托实收信托规模为3,191.29万元，较上年有所增长，但整体在管规模及固定资产规模仍较小，行业地位较弱。目前实收信托类型以单一类信托为主，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（西部信托实收信托情况详见附表）。

此外，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。

合并大商道后，公司新增电解铜、铝锭等贸易品种，公司贸易板块收入大幅增长；部分传统贸易产品价格受行情影响仍较大，整体贸易毛利有所下滑

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》，收购大商道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对大商道实现实际控制。大商道纳入公司合并范围，成为公司贸易板块新增的经营主体。2018年及2019年1~9月，公司分别实现贸易收入217.55亿元和405.09亿元，2018年以来由于收购大商道，公司贸易收入实现大幅增长，但该业务利润较薄，2018年及2019年1~9月毛利率分别

为 0.75% 和 0.61%。

2018 年合并大商道后，公司贸易品种新增电解铜、铝锭等贵金属贸易。其中公司传统煤炭、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，2018 年由于公司煤电板块统一上市安排，煤炭贸易逐步转入陕西汇森煤业开发有限责任公司运销，同时基于市场对煤炭、钢材行业的较低认可度，主营业务品种转移，煤炭销售收入和销售量逐年减少。钢材贸易整体采购量较小。公司成品油贸易采购量逐年增加。焦炭贸易 2018 年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公司负责。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。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（贸易板块主要贸易产品购销情况详见附表）。

化工板块在成本控制方面有一定优势，收入保持稳定增长态势；位于米脂县的化工厂区拟于 2025 年底前关闭退出

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。2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现化工收入 29.30 亿元和 22.74 亿元，随下游行业景气度提升及需求好转等稳步增长。截至 2018 年末，烧碱产能为 20 万吨/年，PVC 产能为 25 万吨/年；2018 年公司整体产销较为平衡，产能利用率较为饱满，在成本控制方面有一定优势，2018 年以来烧碱平均售价略有回落但仍处于较高水平（化工板块产品产销情况详见附表）。

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。

2018 年煤炭生产板块盈利能力有所提升，但在建拟建矿井较多，仍有较大投资缺口

煤炭生产板块方面，截至 2019 年 9 月末，公司拥有在产矿井 2 座，分别为冯家塔煤矿和凉水井煤矿，2018 年煤炭总产量分别为 455.23 万吨和 716.17 万吨。2018 年及 2019 年 1~9 月，公司煤炭生产板块收入分别为 20.39 亿元和 19.41 亿元，同期，毛利率分别为 70.71% 和 60.73%，2018 年收入略有下降，但受供给侧改革及煤炭价格上涨影响，毛利率增幅较大，盈利能力有所提升。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（煤矿生产板块在建矿井情况详见附表）。

2018 年公司电力板块可控装机容量进一步提升，参股权益装机规模较大；在建规模较大，未来综合效益或将随煤电一体化项目建设而提升

公司电力板块包括火电、水电和光伏发电。2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现电力收入 29.00 亿元和 34.84 亿元，收入逐年增长。截至 2018 年末，公司可控装机容量进一步增至 247.07 万千瓦，以火电为主。2018 年以来，随下属子公司并购光伏电站等，光伏装机容量增幅较大；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。因火电整体开机小时数下降影响，公司 2018 年发电量略有下降；上网电价整体相对

平稳，光伏平均上网电价处于较高水平。此外，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。

在建项目方面，截至 2019 年 6 月末，公司电力板块在建项目总投资 230.64 亿元，已投资 147.98 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（公司电力板块发电及在建项目情况详见附件）。

地质勘探板块业务实力较强，收入稳定增长，子公司涉及重大诉讼，公司已向最高院提起上诉，目前案件暂未受理

公司地质勘探业务在陕西地质勘探行业具有重要影响力，公司拥有多家政府机构颁发的 37 项资质。2018 年及 2019 年 1~9 月，地质勘探板块分别实现收入 20.16 亿元和 10.81 亿元，收入有所增长；同期，毛利率分别为 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。公司地质勘探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，2018 年钻探 43.38 万米，出具地质报告 39 万份，其中省级地勘项目 3 万份。

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。

公司房地产业务 2018 年处于集中拿地阶段，仍保持较大投资规模，在建拟建项目投资压力较大；酒店板块呈亏损或微利状态

公司子公司陕西金泰恒业房地产有限公司（以下简称“金泰恒业”）拥有房地产开发一级资质，开发项目主要位于陕西省内，同时正在山东、海南等地以成立合资公司形式投资项目。2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现房地产及酒店板块收入 26.22 亿元和 4.82 亿元，同期毛利率分别为 42.74% 和 44.49%，均保持增长趋势，且毛利处于较高水平；2019 年金泰恒业房地产收入确认集中在年底，本期营业收入及毛利率并不能反映该板块实际运营状况。房地产业务受市场行情、项目所处区域去库存化进程等多种因素影响较大，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。在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司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。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，预计总投资达 272.05 亿元。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，公司经营的西安皇冠假日酒店 2018 年客房平均入住率为 73.89%，略有增长，但受高端酒店业大环境不景气加之折旧成本及财务费用较高影响，经营持续亏损。陕西人民大厦有限公司旗下主要经营西安索菲特酒店等，2018 年其旗下酒店平均客房入住率为 71.51%，实现微利。

航空产业板块仍处于起步阶段，暂未产生收益，预计未来投资需求较大

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。航空产业集团拟将贝尔直升机装配生产线引入陕西省,为此在建陕西直升机产业发展园项目。该项目总占地 615 亩,总投资约 50 亿元。项目一期占地约 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。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;未来产业园投资的资金来源主要为公司自有资金和金融机构贷款,公司拟将通过融资租赁的模式采购直升机。

公司航空产业板块起步较晚,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,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,航空产业板块预计未来投资需求较大。

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,公司财务报表均按照新会计准则编制。

2018 年末,公司合并范围新增一级子公司 2 家

2018 年末,公司同比新增一级子公司为大商道商品交易市场股份有限公司、西安寰宇卫星测控与数据应用有限公司。截至 2019 年 9 月末,公司拥有纳

入合并范围一级子公司 14 家,较 2018 年末增加两家。

公司资产规模持续增长,资产流动性相对较高,变现能力强;2018 年随永续权益工具等增长,净资产规模亦有所增长

2018 年末及 2019 年 9 月末,公司总资产分别为 1,599.83 亿元和 1,691.31 亿元,增长主要来自于电力、煤炭、房地产等业务板块在建项目的持续推进,贸易预付款项以及金融业务的投资变动等。其中 2018 年末,公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 265.76 亿元,2018 年末同比增长 26.45%,该科目主要由西部证券所持有的短期债券和股票投资构成,2018 年末随公司对债务工具投资有所增长;2019 年 9 月末大幅下降至 3.68 亿元,主要系根据新金融工具会计准则,将该科目中的金融资产调整至交易性金融资产所致。截至 2019 年 9 月末,公司交易性金融资产为 257.12 亿元。此外,2019 年 9 月末,公司买入返售金融资产由 2018 年末的 28.53 亿元下降至 6.77 亿元,主要系债券逆回购减少和股票质押式回购业务计提减值所致。2018 年末和 2019 年 9 月末,公司预付款项分别为 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,较 2017 年末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增加所致。2019 年 9 月末,公司其他流动资产由 2018 年末的 65.76 亿元增至 88.09 亿元,主要系西部证券存出保证金及融出资金增加。2018 年末公司存货、在建工程、固定资产等规模同比也有不同程度增加。截至 2019 年 9 月末,公司存货较上年末的 134.87 亿元进一步增至 198.67 亿元,主要系房地产板块土地储备及化工产品、房地产开发成本等增加。2019 年 9 月末,公司固定资产为 249.33 亿元,较 2018 年末的 169.48 亿元大幅增长,主要系清水川二期 200 万千瓦发电项目部分转为固定资产,同期末在建工程较上年末亦有所减少。截至 2019 年 9 月末,公司货币资金和交易性金融资产分别为 228.03 亿元和 257.12 亿元,占总资产的比重分别为 13.48% 和 15.20%;合计在公司资产中占比较大,公司资产

流动性相对较高，变现能力较强。由于发行永续债券及少数股东权益增长，2018年末公司所有者权益同比增加78.49亿元至503.74亿元，2019年9月末进一步增至539.18亿元。

母公司口径方面，2018年末及2019年9月末，母公司总资产分别为674.82亿元和753.08亿元，较2017年末大幅增长，主要来自于公司持有的投资产品和股权投资增长。其中2018年末母公司其他流动资产同比增加104.38亿元至256.06亿元，主要系对子公司的委托贷款调整到本科目核算；持有至到期投资同比增加48.08亿元，主要为持有的信托产品和基金。作为投资控股类企业，母公司最重要的资产是长期股权投资，截至2019年9月末，母公司长期股权投资为233.16亿元，占总资产的30.96%。由于公司发行的永续产品计入其他权益工具，2019年9月末母公司所有者权益合计增至268.09亿元。

受合并大商道影响，公司营业总收入大幅增长，经营性业务利润和投资收益是公司利润主要来源；2018年，公司经营活动净现金流有所改善，投资活动现金流缺口进一步扩大

2018年及2019年1~9月，公司分别实现营业收入371.77亿元和527.89亿元，较2017年大幅增长，主要系公司2018年合并大商道后，贸易板块收入大幅增长；同期营业毛利率分别为18.08%和9.25%，公司营业毛利率受毛利率较低的贸易板块收入占比大幅上升影响降幅较大。同期三费收入占比分别为11.79%和6.40%，受收入增幅较大影响而有所下滑。2018年及2019年1~9月，公司实现利润总额分别为31.18亿元和28.60亿元；同期经营性业务利润分别为18.40亿元和10.92亿元，投资收益分别为19.69亿元和20.42亿元，金融板块盈利能力仍较强，是公司利润的主要来源。

母公司的收入来源主要是煤炭销售收入和委贷利息收入，2018年及2019年1~9月，母公司营业总收入分别为12.71亿元和12.86亿元，其中2018年较上年有所下降，主要由于当年母公司煤炭运销

板块划出所致，但委贷利息收入大幅增长至12.39亿元。由于母公司承担陕投集团较多的融资职能，2018年财务费用大幅上升，母公司三费收入占比大幅增至139.26%；2019年1~9月，母公司三费收入占比为120.35%。2018年母公司实现投资收益19.09亿元，净利润由负转正，主要来自西部证券和西部信托分红；2019年1~9月，母公司实现投资收益3.91亿元。

2018年以来，受大商道划入贸易业务扩张影响，公司经营活动现金流入和流出规模均有所增长；同时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，2018年及2019年1~9月分别为12.92亿元和12.36亿元；同期收现比均约为1.11倍，较2017年有所提升，公司主营业务产生收入的现金回流情况向好。2018年，随公司对房地产项目和电力板块等在建项目的持续投资，投资活动净现金流缺口扩张至-187.42亿元；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减少至16.50亿元。2018年，公司发行债券和银行借款使得筹资活动现金流入规模大幅增长，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入水平仍较高，但同期偿还债务支付现金同比增长，故筹资活动净现金流减少至25.49亿元。

母公司口径来看，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；母公司投资活动净现金流持续保持较大缺口；因承担公司大部分融资职能，母公司通过取得借款和发行债券的现金流入较多，筹资活动净现金流规模依旧较大。

公司负债和债务规模进一步提升，母公司短期集中兑付压力较大；经营活动净现金流对债务本息覆盖能力较弱

受煤炭电力等板块项目投资增加、房地产项目预收款增加以及西部证券部分经营业务发展影响，

2018年末公司总负债和总债务规模均同比继续扩大,分别为1,096.09亿元和591.76亿元。截至2019年9月末,受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,总负债进一步增至1,152.13亿元,同期末,公司总债务增长至663.20亿元。2018年末和2019年9月末,公司资产负债率分别为68.51%和68.12%,整体基本稳定。偿债指标方面,2018年末及2019年9月末公司货币资金/短期债务分别为0.88倍和0.91倍,短期偿债能力尚可;2018年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为11.30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;2018年公司经营活动净现金流由负转正,但规模较小,仍无法覆盖公司债务本息,偿债能力有待继续提升。

2018年以来,母公司保持较大的融资力度,通过银行借款、发行短期融资券和其他债券融资,2018年末母公司总负债和总债务分别进一步增至439.05亿元和372.84亿元,但由于利润积累及部分永续权益工具计入净资产等,资产负债率和总资本化比率分别为65.06%和61.26%,较2017年末小幅下降。截至2019年9月末,母公司总负债和总债务分别为484.98亿元和426.03亿元、资产负债率和总资本化比率分别为64.40%和61.38%,较2018年末变化不大。母公司偿债指标方面,2018年末及2019年9月末母公司货币资金/短期债务分别为0.30倍和0.37倍,覆盖能力相对较弱,短期集中兑付压力较大,对融资畅通性要求较高。2018年,由于获得子公司大额分红款,母公司投资收益大幅增长,利润总额及EBITDA随之大幅增长,EBITDA利息保障系数大幅增至1.85倍,可完全覆盖公司利息,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,仍无法有效覆盖债务本息。

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9月末,公司合并口径受限资产账面价值合计255.09亿元,占同期末总

资产的比重为15.08%,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9月末,公司对外担保总额为10.00亿元,占同期末净资产的比重为1.85%,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2020年2月21日,公司无未结清不良信贷信息,无欠息信息,未出现逾期未偿还银行贷款的情况,未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级展望

2019年以来,陕西省经济保持较快发展,其自然资源优势和快速发展的经济环境为公司未来稳定运营提供了强有力的支持;大商道纳入公司合并范围后,公司营业总收入大幅增长;煤炭及电力板块竞争实力不断增强。同时,中诚信国际也关注到受监管政策环境的不确定性及其证券市场行情的影响,公司金融板块盈利面临一定不确定性,母公司短期债务存在集中兑付压力,以及公司面临较高担保代偿风险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,中诚信国际维持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**;维持“19陕投集团CP003”的债项信用等级为**A-1**。

附一：评级报告相关图表

表 1：2016~2018 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 | -1172.59 | 2.03 | 82.40 | 3.63 | 72.81 | 3.50 | 47.10 |
| 合计/综合 | 201.70 | 25.5 | 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。

资料来源：公司财务报告及提供数据，中诚信国际整理

表 2：2016~2018 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 | 11.35 | 33.31 | 8.43 | 26.59 | 6.25 | 27.91 |
| 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 | 34.06 | 100.00 | 31.70 | 100.00 | 22.37 | 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，中诚信国际整理

表 3：2016~2018 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 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：2016~2018 年公司主要贸易产品购销情况

| 种类 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|------------|------------|------------|
| | 采购量（万吨） | 2,485.22 | 843.26 |
| 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 年公司对外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，中诚信国际整理

表 5：2016~2018 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 | 20 | 20 | 25 | 25 | 25 |
| 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，中诚信国际整理

表 6：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，中诚信国际整理

表 7：2016~2018 年公司发电基本情况（万千瓦、亿千瓦时、元/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，中诚信国际整理

表 8：截至 2019 年 6 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 | 73.49 | 60.62 | 2011.5~2020 |
| 商洛发电 2×660MW 机组工程 | 陕西商洛发电有限公司 | 51.95 | 30.42 | 2016.6~2019.6 |
| 赵石畔 2×1000MW 电厂项目 | 陕西能源赵石畔煤电有限公司 | 74.45 | 31.21 | 2016.5~2019.6 |
| 麟游 2×350MW 低热值发电项目 | 陕西秦龙电力股份有限公司 | 30.75 | 25.73 | 2016.8~2019.3 |
| 合计 | -- | 230.64 | 147.98 | -- |

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全资子公司；2、清水川电厂二期工程已完成投资，截至 2019 年 9 月末已大部分转为固定资产，剩余部分预计将于 2020 年全部转固；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，中诚信国际整理

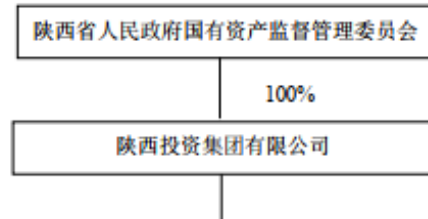
表 9：截至 2019 年 3 月末公司在建和拟建房地产项目情况（亿元）

| 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。

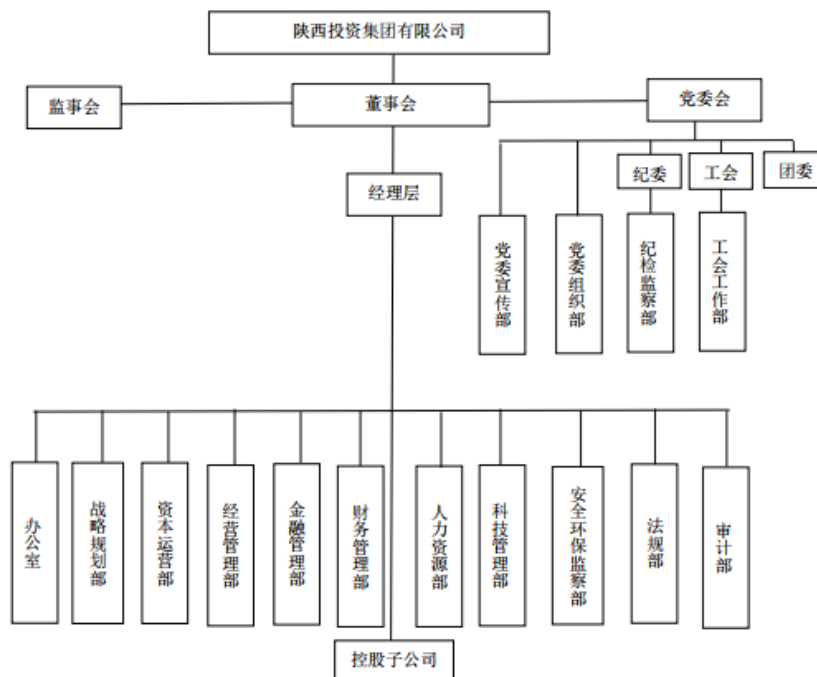
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：陕西投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（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

附三：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 | 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 | 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 |
| 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 |
| 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 | -- |
| 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 | 2,157,040.93 |
| 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 | 76,728.26 | 199,873.34 | 183,959.87 | 106,470.31 |
| 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 | -- |
| 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 | 5,632,349.77 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 44,478.91 | 624,222.04 | 740,712.46 | 3,334,340.32 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 954,909.50 | 1,176,710.61 | 3,527,087.66 | 5,199,986.50 |
| 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 | 3,614,977.51 |
| 吸收投资收到的现金 | 26,437.27 | 336,560.50 | 140,408.08 | 11,476.00 |
| 资本支出 | 253,155.72 | 767,391.43 | 1,037,152.88 | 398,683.66 |
| 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 |
| 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 |
| 应收类款项/总资产(%) | 3.39 | 2.72 | 4.75 | 4.39 |
| 收现比(%) | 0.79 | 0.97 | 1.11 | 1.11 |
| 总资产收益率(%) | 2.68 | 3.06 | 2.70 | -- |
| 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 |
| FFO/总债务(X) | 0.04 | 0.06 | 0.05 | -- |
| FFO 利息倍数(X) | 1.26 | 1.70 | 1.26 | -- |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | -5.21 | -1.11 | 0.54 | -- |
| 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 | 0.91 |
| EBITDA 利息覆盖倍数(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。

附四：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。

附五：基本财务指标的计算公式

| 指标 | | 计算公式 |
|------------|--------------------|---|
| 资本结构 | 短期债务 | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 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) |
| | 长期投资 | =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资 |
| | 应收类款项/总资产 | =(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产 |
| 盈利能力 | 营业成本合计 | =营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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 |
| | 营业毛利率 | =(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入 |
| | 期间费用合计 | =财务费用+管理费用+销售费用+研发费用 |
| | 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-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+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 |
| | 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 | FFO (营运现金流) | =经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加) |
| | 收现比 | =销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 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 |
| 偿债能力 | EBITDA 利息覆盖倍数 | =EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出) |
| | FFO 利息覆盖倍数 | =FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出) |
| | 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | =经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出) |

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”。

附六：信用等级符号及定义

| 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。