

陕西投资集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司 债券（第一期）2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：李春辉 chhli@ccxi.com.cn

项目组成员：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 24 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 本次信用评级结果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，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1210 号

陕西投资集团有限公司：

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“22 陕投 01”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

二零二二年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持陕西投资集团有限公司（以下简称“陕投集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 陕投 01”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；公司煤炭及电力板块竞争实力不断增强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 2021 年以来公司债务规模上升较快，且未来两年到期债务规模较大；公司仍面临较大的项目投资压力；公司及子公司管理水平和风控能力均面临挑战等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

陕投集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,674.17	2,005.26	2,416.58	2,459.78
所有者权益合计（亿元）	567.76	660.01	738.62	754.95
总负债（亿元）	1,106.40	1,345.25	1,677.95	1,704.83
总债务（亿元）	635.70	804.09	1,020.54	1,060.93
营业总收入（亿元）	773.53	754.16	840.77	215.16
净利润（亿元）	31.33	38.10	48.83	19.56
EBITDA（亿元）	67.36	91.45	117.08	--
经营活动净现金流（亿元）	33.10	39.47	-107.00	-14.67
总资产收益率(%)	2.97	3.54	3.89	--
资产负债率(%)	66.09	67.09	69.44	69.31
陕投集团（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	763.13	773.70	818.30	823.32
所有者权益合计（亿元）	317.46	319.78	346.69	352.12
总负债（亿元）	445.67	453.93	471.61	471.21
总债务（亿元）	399.53	411.16	433.08	430.52
营业总收入（亿元）	18.40	19.68	17.61	4.04
净利润（亿元）	22.64	6.60	25.49	8.66
EBITDA（亿元）	42.36	25.27	45.22	--
经营活动净现金流（亿元）	-22.95	-5.48	34.91	-2.22
总资产收益率(%)	5.88	3.28	5.67	--
资产负债率(%)	58.40	58.67	57.63	57.23

注：中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **陕西省经济稳步增长。**陕西省是我国西部的重要省份，2021 年经济继续稳步增长，且能源资源储量丰富。陕西省稳定发展的经济环境和资源优势为公司的持续发展提供了良好的外部环境。

■ **公司经营格局多元化，具备一定的协同优势。**公司业务涉及金融和实业两大领域，实施“金融与实业并举、走产融结合”的发展模式，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。

同行业比较

2021 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 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
陕西投资集团有限公司	2,416.58	738.62	69.44	840.77	48.83	-107.00
甘肃省国有资产投资集团有限公司	2,883.36	1,160.33	59.76	3,023.64	59.43	117.89
山东省国有资产投资控股有限公司	1,839.93	447.55	75.68	965.32	35.19	-73.64

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 陕投 01	AAA	AAA	2022/02/16	15.00	15.00	2022/03/01~2027/03/01	--

■ **煤炭及电力板块竞争实力不断增强。**2021 年以来，公司煤炭板块盈利能力仍较强，且电力板块可控装机容量持续提升；公司稳步推进煤电一体化项目建设，未来业务综合效益或将进一步提高。

关 注

■ **2021 年以来公司债务规模上升较快，且未来两年到期债务规模较大。**随着公司业务开展及项目建设的持续推进，2021 年以来公司总债务规模继续保持较快增长。同时，因母公司承担了较多融资职能，2021 年以来其债务规模整体亦呈增长趋势，且债务负担较重。截至 2022 年 3 月末，公司合并口径和母公司口径债务规模分别达 1,060.93 亿元和 430.52 亿元，且未来两年到期规模均较大，中诚信国际将对公司债务增长情况和偿债资金安排保持关注。

■ **项目投资压力仍较大。**截至 2022 年 3 月末，公司电力板块、煤炭生产板块及房地产板块在建及拟建项目尚需投资规模较大，同时航空产业板块预计未来资金需求亦较大，公司仍面临较大的投资压力。此外，因房地产行业受宏观政策调控和区域房地产市场行情影响较大，在当前房地产市场明显下行的背景下，中诚信国际将持续关注公司主要房地产项目所在地房地产市场波动及项目去化情况。

■ **公司及子公司管理水平和风控能力均面临挑战。**公司业务板块较多，下属子公司所涉及行业面较广，受行业政策及市场环境的影响较大，公司及子公司管理水平和风控能力均面临挑战，需对此保持关注。

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。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

“22 陕投 01”募集资金 15.00 亿元，扣除发行费用后全部用于偿还公司债务，截至 2022 年 4 月末，已按照募集用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区

域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望:疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此

前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

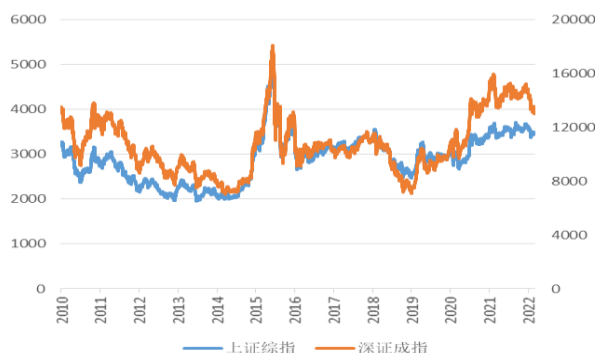
近期关注

证券行业概况

2021 年以来资本市场改革利好持续释放，交投活跃度提升；北交所的设立，推动多层次资本市场体系建设逐步深入；证券公司收入结构有所优化但对传统经纪业务和自营业务的依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，行业整体风控指标仍优于监管标准，行业杠杆率水平有所提升，未来仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响

证券行业与宏观经济环境高度相关。2021 年，国内资本市场深化改革进程提速，改革利好持续释放，市场交投活跃度提升，两市股票、基金交易量以及直接融资规模同比有所增长，截至 2021 年末，上证综指收于 3,639.78 点，较上年末上涨 4.80%，深证成指收于 14,857.35 点，较上年末上涨 2.67%，涨幅均较上年有所回落。上市公司数量及市值方面，2021 年，受注册制改革持续深化等制度革新影响，IPO 过会企业数量大幅增加，截至 2021 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）4,615 家，较上年末增加 461 家，总市值较上年末增加 14.91%至 91.61 万亿元。交易量方面，2021 年在科创板及创业板交易机制革新的带动下，叠加财富管理转型初见成效，交投活跃度显著抬升，2021 年两市股基成交额为 276.30 万亿元，同比增加 25.33%。融资融券方面，截至 2021 年末，两市融资融券余额为 1.83 万亿元，同比增加 13.17%。

图 1：2010 年以来上证综指和深证成指变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

表 1：2019-2021 年资本市场主要指标

指标	2019	2020	2021
上市公司总数（家）	3,777	4,154	4,615
总市值（万亿元）	59.29	79.72	91.61
股基交易金额（万亿元）	136.58	220.45	276.30
两融余额（万亿元）	1.02	1.62	1.83

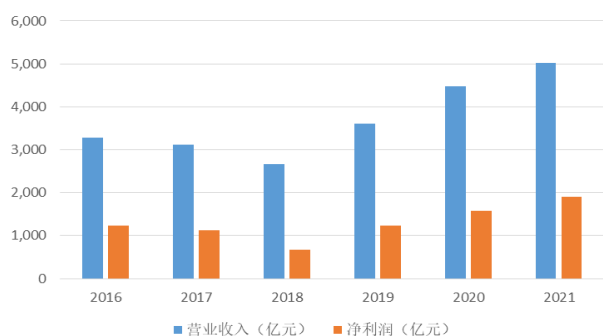
资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，我国已经形成了包括主板、科创板、创业板、新三板、区域股权市场、私募股权市场以及债券市场和期货市场在内的多层次资本市场体系。为加快完善中小企业金融支持体系，推动创新驱动发展和经济转型升级，2021 年 9 月，我国推动成立北京证券交易所（以下简称“北交所”），北交所的成立加快了资本市场金融供给侧结构性改革，进一步完善多层次资本市场体系。同时，我国不断完善各市场板块的差异化定位和相关制度安排，促进各层次市场协调发展，有机互联；同时增强多层次资本市场对科技创新企业的包容性，突出不同市场板块的特色，丰富市场内涵。此外，充分发挥债券市场和期货市场服务实体经济的积极作用。2021 年证券公司共服务 481 家企业完成境内首发上市，融资金额达到 5,351.46 亿元，分别同比增加 87 家、增长 13.87%。2021 年证券公司服务 527 家境内上市公司实现再融资，融资金额达到 9,575.93 亿元，分别同比增加 132 家、增长 8.10%。证券公司承销债券 15.23 万亿元，同比增长 12.53%。证券行业服务实体经济成效显著。

从证券公司的营业收入来看，2021 年围绕新证券法、提高上市公司质量、注册制、服务实体经济、

扩大对外开放水平等领域推进全面深化改革落地，证券行业充分享有政策面红利，同时证监会又通过多项举措支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，对证券行业长期信用提升形成利好。2021年，证券行业实现营业收入 5,024.10 亿元，同比增长 12.03%；实现净利润 1,911.19 亿元，同比增长 21.32%。截至 2021 年末，证券行业总资产为 10.59 万亿元，净资产为 2.57 万亿元，分别同比增加 19.07%、11.34%。客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.90 万亿元，受托管理资金本金总额 10.88 万亿元，同比增长 3.53%。

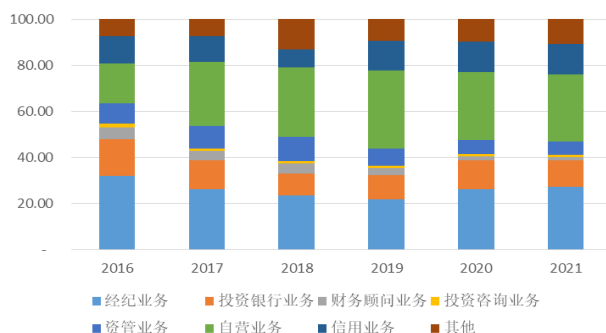
图 2：2016-2021 年证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从证券公司业务结构来看，目前国内证券公司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，目前我国证券公司仍较大程度的依赖于传统的经纪业务和自营业务，整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。2021 年前三季度，证券公司经纪业务收入在营业收入中的占比为 27.32%，较上年同期增加 1.03 个百分点。

图 3：2016-2021 年证券公司营业收入构成情况



注：基于数据获取的便利性考虑，2020 年及 2021 年营业收入构成均采用当年三季度数据。

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。在 2021 年分类评价中，有 103 家证券公司参评，其中 A 类有 50 家、B 类有 39 家、C 类有 13 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级维持 15 家；与 2020 年相比，有 26 家评级上调，25 家评级下滑，45 家评级持平，7 家首次参与评级。主要风险指标方面，截至 2021 年末，证券行业净资本 2.00 万亿元，其中核心净资本 1.72 万亿元。截至 2021 年末，行业平均风险覆盖率 249.87%(监管标准 $\geq 100\%$)，平均资本杠杆率 20.90%(监管标准 $\geq 8\%$)，平均流动性覆盖率 233.95%(监管标准 $\geq 100\%$)，平均净稳定资金率 149.64%(监管标准 $\geq 100\%$)，行业整体风控指标优于监管标准，合规风控水平整体稳定。在业务发展持续扩张的压力下，证券行业整体杠杆水平有所上升。

总体来看，受市场环境及政策利好等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润整体保持增长，但目前对传统的经纪业务及自营业务依赖仍较大。随着资本市场改革的进一步推进以及证券公司财富管理转型，行业仍有较大的发展空间，且逐渐形成差异化的发展格局，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有显著优势，市场集中度呈上升趋势；中小型证券公司竞争将更为激烈，逐渐形成部分有特色的精品券商，推动证券行业加快整合。

表 2：2019 年以来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
2019 年 3 月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共 2+6+1 个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定。
2019 年 7 月	《证券公司股权管理规定》	主要从股东资质及出资来源等方面进行了要求。第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。
2019 年 8 月	修订《融资融券交易实施细则》	取消最低维持担保比例要求，完善维持担保比例计算公式，将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1,600 只。
2019 年 8 月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。于 2020 年 1 月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于 2020 年 6 月 1 日正式施行。
2019 年 12 月	修订《证券法》	推行证券发行注册制；进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度；加大对违反证券法律行为的处罚力度；优化债券公开发行条件；取消现行规定下的暂停上市制度，推行更加严格的退市制度。新证券法于 2020 年 3 月 1 日正式实施。
2020 年 2 月	发布上市公司《再融资规则》	精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面；优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者；适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口。
2020 年 5 月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间。
2020 年 6 月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制。
2020 年 7 月	发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	推动科创板试点注册制。
2020 年 7 月	修订《证券投资基金托管业务管理办法》	允许外国银行在华分行申请证券投资基金；适当调整基金托管人净资产准入标准，强化基金托管业务集中统一管理；简化申请材料，优化审批程序，实行“先批后筹”；统一商业银行及其他金融机构的准入标准与监管要求。
2020 年 9 月	发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》	降低准入门槛，便利投资运作；稳步有序扩大投资范围；加强持续监管。
2021 年 2 月	修订《公司债券发行与交易管理办法》	落实公开发行公司债券注册制，明确公开发行公司债券的发行条件、注册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制；加强事中事后监管，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为。
2021 年 2 月	发布《证券市场资信评级业务管理办法》	取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；增加独立性要求；提高证券评级业务违法违规成本。
2021 年 3 月	修订《证券公司股权管理规定》	证券公司主要股东定义进行调整；适当降低证券公司主要股东资质要求；调整证券公司变更注册资本、变更 5% 以上股权的实际控制人相关审批事项。
2021 年 10 月	《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》	出台并完善北京证券交易所相关配套规则，支持创新性中小企业融资发展，保护投资者合法权益和社会公众利益，建立和完善契合创新型中小企业特点的股票发行上市制度。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

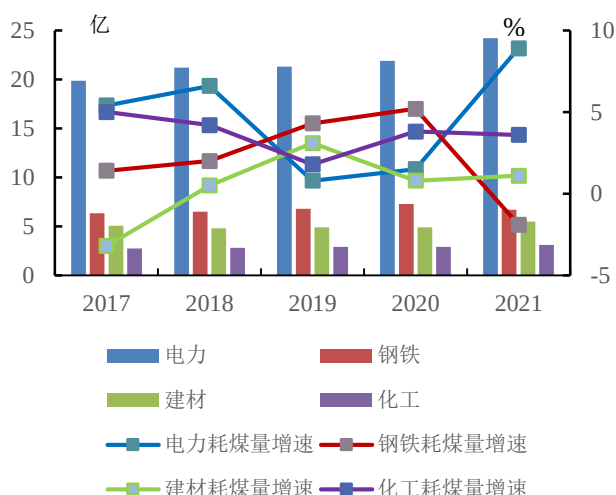
煤炭行业

2021 年随着宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量呈增长态势；

长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平

煤炭是我国最主要的能源，2021 年全国煤炭消费量占能源消费总量的 56.0%，比上年下降 0.9 个百分点，煤炭需求主要集中在电力、钢材、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重超过 90%。2021 年，我国煤炭消耗量为 42.7 亿吨，同比增长 5.0%。

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，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2021 年因经济修复带来的工业用电以及极端天气提升的居民用电对煤炭需求增速明显，同时面对疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张等复杂考验，叠加海外制造业疲软带来的出口替代效应及 2020 年低基数等因素，当期我国全社会用电量同比大幅增长，根据中国电力企业联合会数据，2021 年，全社会用电量同比增长 10.3%。根据煤炭市场网显示数据，2021 年我国火电发电量增速同比大幅上升 7.2 个百分点达到 8.4%，当期电力行业煤炭消费量同比亦增长 8.9%，增速同比上升 7.4 个百分点。

2021 年，在国家能耗双控、京津冀地区错峰限产、行业严格限制新增产能及下半年普遍限产的背景下，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.69 亿吨、10.33 亿吨和 13.37 亿吨，其中钢材产量同比基本持

平，生铁和粗钢产量均同比下降，亦是近 6 年来首次实现粗钢产量的压降。钢铁行业用煤需求同比下降 1.9%，近 6 年来首次出现负增长。

得益于有效的疫情防控和经济修复政策的出台，2021 年以来建筑业总产值保持一定韧性，建筑业总产值和订单储备均实现一定幅度增长。具体来看，在房地产调控政策下，房地产开发投资面临较大的增长压力，而在经济稳增长目标下，积极的财政政策以及适度超前开展基础设施投资对基建投资起到一定拉动作用，新型城镇化建设带来的城市更新、旧城改造及保障房等项目的推出以及医疗等基础设施补短板在一定程度上弥补房地产政策对房建业务的影响。全年建筑业固定资产投资同比增长 1.6%，建材行业用煤需求同比增长 1.1%，增速同比增长 0.3 个百分点。

2021 年随着全球范围疫情控制及恢复生产，对化工品需求增加，主要化工品价格和产量同比增长，其中，全年化肥产量同比增长 0.80%，当期化工行业煤炭消费量同比增长 3.6%，增速同比下降 0.2 个百分点。

根据中共中央、国务院先后印发的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（以下简称“双碳意见”）和《2030 年前碳达峰行动方案》（国发〔2021〕23 号）（以下简称“行动方案”），我国非化石能源占消费的比重到 2025 年、2030 年和 2060 年要分别达到 20%、25% 和 80% 左右。能源结构调整步伐加快，使得煤炭需求增长空间受到压制。

整体看，2021 年以来，在宏观经济持续稳定恢复、下游主要产品需求旺盛、2020 年低基数等多重因素影响下，我国煤炭消费保持较快增长态势。但长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费增速承压，未来随着碳中和、碳达峰等相关环保政策的逐步推进，煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

随着去产能目标超额完成以及能源结构调整步伐加快，煤炭产能总量增长空间有限，但煤炭资源开发布局将更加优化

2016年以来，随着淘汰落后煤炭产能政策的积极推进，我国煤炭产业去产能成果显著。截至2020年末，全国累计退出煤矿5,500处左右、退出落后煤炭产能10亿吨/年以上，已超额完成《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）提出的化解过剩产能目标。在双碳意见和行动方案的政策指导下，煤炭产量的增长空间有限。根据中国煤炭工业协会发布的《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量控制在41亿吨左右，全国煤矿数量控制在4,000处以内，大型煤矿产量占85%以上，大型煤炭基地产量占97%以上。

表3：“十四五”期间14个大型煤炭生产基地建设要求（亿吨）

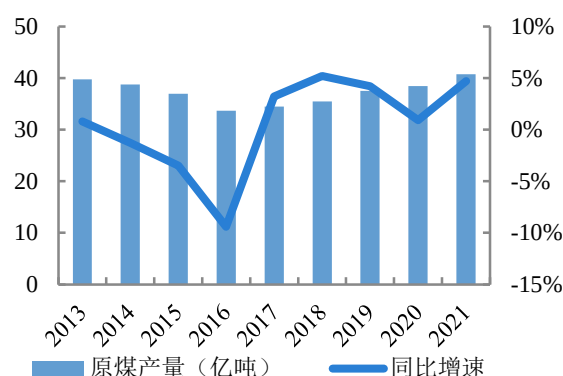
	要求	年产量
内蒙古东部（东北）	稳定规模、安全生产，区域保障	5.0
云贵		2.5
冀中		0.6
鲁西	控制规模，提升水平，基本保障	1.2
河南		1.2
两淮		1.3
晋北		
晋中	控制节奏，高产高效，兜底保障。控制煤炭总产能，建设一批大型智能化煤矿，提高基地长期稳定供应能力	9
晋东		
神东		9
陕北		
黄陇		6.4
新疆	科学规划，把握节奏，应急保障	3
宁东	稳定规模，就地转化，区内平衡	0.8

资料来源：《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，中诚信国际整理

原煤产量方面，2021年以来，受安检及环保力度加大、超产严查等影响，煤炭供给增量相对平稳，下半年以来随着保供增产政策对产量有所拉动，但因经济修复带来的工业用电以及极端天气提升的居民用电对煤炭需求增速明显，煤炭供需整体呈“紧平衡”状态，上述因素带动全年煤炭产量同比

增加4.70%，达40.71亿吨。

图5：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

煤炭运输方面，我国煤炭生产与消费呈逆向分布，从而形成北煤南运、西煤东运的格局。“西煤东运+海铁联运”是我国当前主要的煤炭运输方式，煤炭一次下水量经由大秦线和朔黄线集中在以北方秦皇岛、唐山、天津、黄骅为主的环渤海港口。2021年，环渤海港口发运煤炭约7.43亿吨，同比增加约5,000万吨。“北煤南运”通道除浩吉铁路为专用通道外，其他大多为路网干线，同时承担大量普速客运以及其他大宗物资运输任务。浩吉铁路设计年输送能力为2亿吨，并于2019年9月全线通车投入运营，全长1,813.5公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，但受铁路专用线、储配基地和物流园区等基础设施不完备等因素限制，浩吉铁路运力并未完全释放，2021年浩吉铁路完成煤炭运量首次超过5,000万吨。主干网煤炭运力受到限制的重要原因之一是集疏运系统建设相对有所滞后。根据交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》，建设晋陕蒙煤炭主产区运输结构调整示范区，大力推进区域内货运铁路和铁路专用线建设。到2025年，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）大宗货物年货运量150万吨以上且有出省运输需求的煤炭矿区和煤炭物流园区铁路专用线或专用铁路接入比例大幅提升，出省（区）运距500公里以上的煤炭和焦炭铁路运输比例力争达到80%左右。

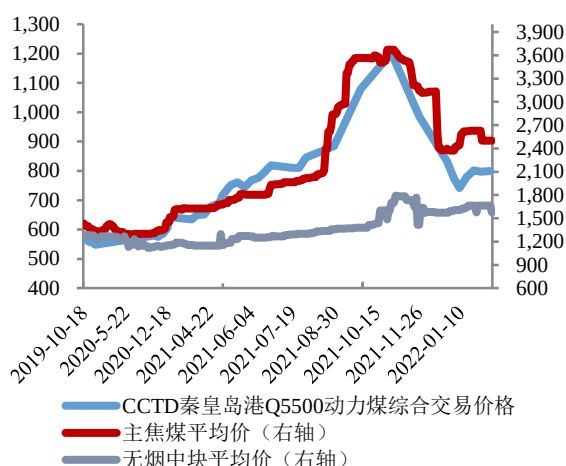
中诚信国际认为，通过产能退出及减量置换等

措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著，受碳达峰、碳中和政策影响，未来煤炭产量增速将明显放缓，煤炭行业将着力优化布局，转型升级，提升发展质量，另外，突破煤炭运输瓶颈，亦是释放优质产能，保障供应的关键。

2021 年以来受全球能源紧缺、国内煤炭供给偏紧等因素影响，煤炭价格呈波动上升态势；随着国家煤炭价格调控政策加大，煤炭供需格局逐步平衡，未来煤炭供应及价格水平有望回归合理水平

近年来，受新冠疫情、产能控制、市场需求激增、政策调控等因素影响，煤炭价格呈现大幅波动态势。

图 6：近年来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，2020 年 1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但 2020 年下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。2021 年煤价上涨的趋势得到延续，动力煤、焦煤及无烟煤价格均大幅上涨，2021 年 10 月末，CCTD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格已达到近年来峰值，为 1,202 元/吨，较上年末增长 87.23%；2021 年 10 月末，全国无烟中块均价达到 1,702 元/吨，较年初

增长 47.87%。值得注意的是，受全国煤矿安全事故频发、水灾、疫情蔓延的影响，焦煤供给严重萎缩，下游行业陷入价格恐慌，焦煤价格高抬。截至 2021 年 10 月末，全国主焦煤均价 3,674 元/吨，较年初增长 142.67%，增幅显著。针对上述情况，国家相关部门、行业协会及煤炭主产地及时大力推进稳价保供，且国家相关部门发文保障后期煤炭等能源物资运输工作，全国煤炭产量取得了较为显著的增长；11 月份以来，全国煤炭日均产量已达到了 1,153 万吨，较 10 月初增加超过 80 万吨，最高日产量达到 1,193 万吨，创近年来新高，电厂和港口煤炭库存快速提升，为煤炭现货价格下行提供了有力支撑。受供需格局逐步平衡以及煤炭价格调控政策双重因素的影响下，煤炭价格迅速回落，截至 2021 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格回落至 773 元/吨，主焦煤和无烟中块平均价回落至 2,375 元/吨和 1,607 元/吨。随着天气回暖，晋陕蒙煤炭主产地生产供应将趋于稳定，同时春节期间煤矿进行了安全生产隐患排查整改和检修，安全生产能力有所增强，优质煤炭产能将进一步释放，煤炭供应水平将继续提升，煤炭价格将不会出现大幅波动情况。2022 年 2 月，国家发改委发布《国家发改委会关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（以下简称“《通知》”）指出，要立足以煤为主的基本国情，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，综合运用市场化、法治化手段，引导煤炭（动力煤，下同）价格在合理区间运行，完善煤、电价格传导机制，保障能源安全稳定供应，推动煤、电上下游协调高质量发展。《通知》还认为，从多年市场运行情况看，近期阶段秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格每吨 570~770 元（含税）较为合理，并给出了晋陕蒙相应煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间。

中诚信国际认为，新冠疫情的爆发及其在得到有效控制后经济增长的复苏对我国煤炭需求产生较大影响，短期内使得煤炭价格大幅波动。随着国家煤炭调控力度加大，煤炭供应的持续增加，短期

内用煤需求得到有效缓解，但煤炭价格或将继续维持高位。长期来看，随着达标煤矿逐步恢复产能以及清洁能源出力的增加，未来煤炭供应及价格有望回归合理水平。

化工行业

2021 年化工¹行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张，新冠肺炎疫情虽有所反复，但全球经济逐步回暖，行业供需不断改善，主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；预计 2022 年受海外贸易摩擦、疫情反复、政策限制及调整等不确定性因素影响，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2021 年初，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，各行业于疫情冲击后逐步复苏并推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦大幅回暖，对化工品需求持续回升。但下半年以来受低基数效应减弱、疫情反复、政策调控、原材料价格波动等多重因素影响，下游整体需求增速呈逐步减缓趋势。出口方面，2021 年以来海外疫情反复，供给端修复较慢，同时国内外疫情防控呈现明显分化，国内经济率先实现复苏，化工行业出口在国内产能扩张及海外订单增加的双重影响下强势反弹。预计 2022 年化工行业国内需求增速将持续低位震荡，海外市场恢复或将拉升出口量，但变异毒株的出现一定程度上增加了其不确定性，疫情的后续走势及各国防控措施或将成为 2022 年需求端的主要变数。

2021 年以来化工行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张。上半年随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。下半年，受限电及能耗双控等政策影响，行

业开工率有所下降，化工产品产量增速有所放缓。

表 4：我国化工行业部分产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2020		2021.1~11	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,492.0	1.6	18,248.4	2.5
天然气	1,888.5	9.8	1,860.5	8.9
原油加工量	67,440.8	3.0	64,479.5	4.9
硫酸（折 100%）	8,332.3	-1.2	8,556.0	6.0
烧碱（折 100%）	3,643.2	5.7	3,495.9	4.2
纯碱（碳酸钠）	2,812.4	-2.9	2,666.4	3.2
乙烯	2,160.0	4.9	2,572.3	19.7
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,395.8	-0.9	5,004.9	-0.3
化学农药原药（折有效成分 100%）	214.8	-1.1	227.5	-19.1
初级形态塑料	10,355.3	7.0	10,097.8	6.4
合成橡胶	739.8	0.5	743.2	0.5
化学纤维	6,167.9	3.4	6,139.3	10.3
橡胶轮胎外胎	81,847.7	1.7	81,904.2	12.0
塑料制品	7,603.2	-6.4	7,205.3	5.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2021 年初在 OPEC+ 执行减产协议且全球经济复苏的背景下，原油价格呈震荡上涨趋势；3 月后期全球多国疫情反弹，欧洲、南美和印度的疫情恶化，欧洲多国进一步收紧封锁政策，原油价格承压；4 月以来随着中欧美经济数据向好，加之受美国原油库存下降及美伊核谈判的不确定性等影响，二季度原油价格总体大幅上涨；7 月后期市场担忧 OPEC 增加原油供应，加之 8 月以来德尔塔病毒的蔓延引发原油需求端的不确定性，以及新兴市场国家经济增长数据弱于预期，引起原油价格震荡下跌；9 月受美国飓风影响等，原油供应减少，且英国燃油供应链受阻，而冬季来临令石油需求有望增加，原油价格回升，10 月 26 日 WTI 期货结算价和布伦特原油期货结算价分别上升至 84.65 美元/桶和 86.40 美元/桶，达到全年最高水平；但受新冠病毒新型变异毒株奥密克戎毒株的快速传播，欧盟、英国等多国推出限制措施，变异

¹ 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

毒株带来了原油消费需求的不确定性，原油价格承压。2021 年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 68.11 美元/桶和 70.95 美元/桶，同比分别大幅上涨 28.53 美元/桶和 12.49 美元/桶。受夏季高温干旱、冬季寒冷影响，2021 年天然气价格呈现季节性变化，随着下半年天然气消费量的上升，天然气价格明显上升，全年均价同比上升 52.42%。2020~2021 年煤炭新增产能明显减少，叠加从澳洲进口煤炭受限，煤炭供应较为紧缺；同时疫情后国内制造业景气度提升，电力等行业对煤炭的需求量加大，供需错配使得煤炭价格快速攀升。2021 年 10 月末，国内无烟煤（2 号洗中块）市场价格为 2,678.6 元/吨，较年初的 900 元/吨大幅上升 197.62%。在国家强力的煤炭保供政策下，国内无烟煤（2 号洗中块）市场价格有所回落。总体来看，2021 年化工行业主要原材料价格整体上涨，加之需求增加等推动化工产品全年均价同比上升；在原油价格大幅上升的背景下，近原油端的产品价格受原油价格影响亦大幅上升，而接近消费端的化工品的价格更取决于自身的供需变化。

图 7：国际原油价格走势情况（美元/桶）

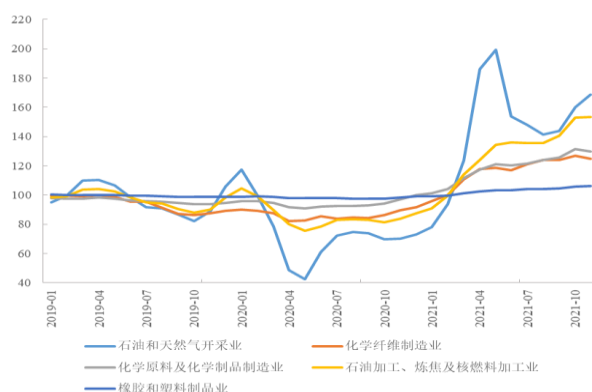


资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021 年以来，随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产且市场需求修复改善，化工产品价格上涨并维持高位运行。从工业价格指数来看，自 2021 年以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均强于上年同期且分化较为明显。2022 年，预计新能源需求在一定程度上将替代化石能源需求，且供应也有恢复预期，各化

工子行业 PPI 预期将回落；同时靠近消费终端的产品价格变动幅度仍将小于近原料端产品和中间产品。

图 8：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2020 年 9 月，国家明确提出“碳中和”及“碳达峰”目标，并在 2021 年 10 月发布的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》中提出到 2025 年单位国内生产总值能耗比 2020 年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%，非化石能源消费比重达到 20%左右。双碳战略的根本是希望通过将碳排放作为约束条件，以优化产品结构，加快技术革新转型，推动经济实现高质量、可持续发展。对业内企业来说，在工艺技术水平提升和改造、绿色生产方面固定资产等建设、以及碳捕集利用与封存技术创新等各环节将面临更大的资金投入压力，预计部分企业资本支出压力将有所加大。此外，《完善能耗消费强度和总量双控制度方案》提出，对国家重大项目实行能耗统筹；坚决管控高能耗高排放项目；鼓励地方增加可再生能源消费；鼓励地方超额完成能耗强度降低指标；推行用能指标市场化交易。为积极响应“能耗双控”政策，全国多地实行限电限产政策，通过限制高耗能企业用电促进能耗减排。短期看，限电限产政策使得国内化工企业开工率快速下降，供给端明显收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，环保标准的持续提升和“双碳”政策的推行将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

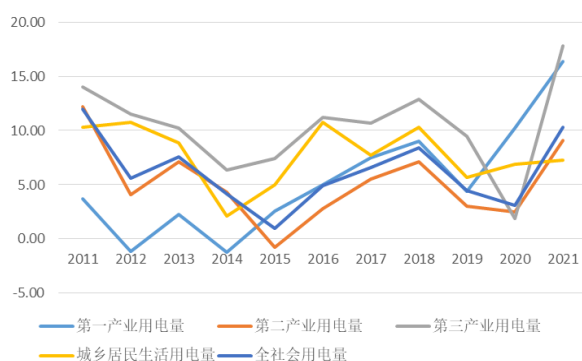
中诚信国际认为，2022 年，国内宏观经济及海外贸易摩擦仍存不确定性，加之变异毒株的出现令全球疫情不断反复，叠加“双碳”、限电限产等政策的限制以及预期美联储加息对商品价格造成打压等，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间，且需持续关注海外疫情发展、贸易摩擦以及需求调整情况。

电力综合行业

2021 年出口替代及上年低基数等因素使得全国用电需求保持较好水平，但考虑到出口替代效应或将逐渐弱化以及目前我国“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现等因素，预计未来我国经济及全社会用电量将面临一定下行压力

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过 2008 年四万亿的投资拉动到达 2010 年高点后开始波动下行，并于 2015 年降至近年冰点。进入 2016 年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。2021 年以来，在疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张、海外制造业疲软带来的出口替代效应及 2020 年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量同比增长 10.30%，保持较好水平，但随着国家经济下行压力的增加以及“碳达峰、碳中和”政策的实施，或将对全国用电需求的增长造成较大抑制。

图 9：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2021 年的 67.52%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2021 年在出口替代效应及 2020 年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量增速虽保持较好水平，但在新冠疫情不再发生重大变化和国际形势整体保持平稳的情况下，未来世界各国产能需求及供给终将回归合理水平，我国出口替代效应或将逐渐弱化，加之我国目前“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现，预计未来一段时间我国经济及用电量增速将面临一定下行压力。

火电行业

2021 年火电装机保持低速增长，但利用效率有所回升；受宏观经济波动、燃煤电价高位运行、清洁能源替代等因素影响，未来国内火电机组整体运营情况仍面临下行压力；燃煤电价改革及煤炭保供政策的出台将对燃煤发电企业经营困难起到缓解作用

2021 年来，国家相继发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》和《“十四五”能源体系规划》等文件，从顶层设计煤电发展规划，要求要稳住存量，推动现役煤电机组灵活性改造，并发挥好煤炭、煤电在推动能源绿色低碳发展中的支撑作用，根据发展需要合理建设支撑性、调节性的先进煤电，大力推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”，“十四五”期间节能改造规模不低于 3.5 亿千瓦，并在“十四五”期间有序淘汰（含到期退役机组）3,000 万千瓦，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

2021 年在国内经济运行稳步复苏、出口替代需

求上升和上年低基数等因素综合影响下，我国全社会用电量及其增速同比大幅增长，加之来水偏枯等因素，当年全国 6,000 千瓦及以上火电厂发电设备平均利用小时数为 4,448 小时，同比增加 237 小时；全口径煤电发电量 5.03 万亿千瓦时，同比增长 8.6%，占全口径总发电量的比重为 60.0%，同比降低 0.7 个百分点，煤电发电量占比继续保持下降趋势。同时，新能源机组目前仍保持较高增速，且 2021 年新增的 1.3 亿千瓦非火电机组运营效率将在 2022 年显现，加之“碳达峰、碳中和”政策的加持，总体来看火电机组利用效率未来将受到进一步挤压，其机组利用小时数整体或将呈下降态势。

煤炭价格方面，受环保相关政策影响导致大量弹性产能无法释放、国际煤炭等能源大宗商品价格持续上涨以及国内煤电需求快速拉升等因素影响，2021 年以来电煤价格持续攀升，屡创历史新高。为应对煤价上涨，相关部门出台了一系列煤炭保供政策，包括推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能、积极协调煤源、保障煤炭快速外运及将煤炭中长期合同履约纳入监管等，随着保供政策逐步落地，煤炭产量增加且价格有所回稳。此外，根据国家发展改革委于 2022 年 2 月 24 日发布的《国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格[2022]303 号），当煤炭价格显著上涨或者有可能显著上涨，以及过度下跌时，其将按相关规定和程序及时启动价格干预以及其他适当措施，引导煤炭价格回归合理区间，还鼓励燃煤发电企业在电力中长期交易合同中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导，此政策自 2022 年 5 月 1 日起执行，且进口煤价格不适用此规定。**值的关注的是**，以秦皇岛港下水煤价格区间来看，此次区间价格已较之前 535 元/吨的标准有较大幅度提升，但相较目前高企的煤炭价格，仍一定程度缓解了燃煤发电企业困难。**中诚信国际认为**，国家对煤炭中长期履约记录的严厉监管或将有助于全国煤炭供应量的提升和促进煤炭价格回归合理区间，后续合同履约情况以及煤炭整

体供需形势对煤电企业的影响仍有待持续关注。

上网电价方面，由于火电企业参与市场化程度较深，近年来其电价水平随着市场化让利逐渐回归理性而整体有所提升。2021 年以来，煤炭价格大幅上升加之经营压力不能及时向下游传导，导致火电企业发电意愿不强，亏损面明显扩大，加之清洁能源出力不足，由此引起了一系列的拉闸限电现象，为此，国家发展改革委于 2021 年 10 月 11 日发布了《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439 号）（简称“通知”），决定将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制，电力现货价格不受上述幅度限制。**值得关注的是**，虽然 2021 年大部分地区的燃煤发电交易电价已实现上浮，但目前个别地区仍未明确 2022 年的电价上浮政策，后续仍有待关注政策落地情况对燃煤发电企业的影响。

中诚信国际认为，未来火电装机占全国电源结构比重以及机组利用效率或将随“碳达峰、碳中和”政策的大力推进而呈下降态势，但仍将维持主力电源地位。未来随着燃煤电价改革及煤炭保供措施的落地，煤电企业盈利能力有望得到改善。

陕西省经济概况

2021 年陕西省经济继续稳步发展，且能源资源储量依然丰富，为公司发展提供了良好的外部环境

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

陕西省为我国西部的重要省份，主要经济指标位于西部地区前列。2021 年，陕西省地区生产总值为 29,800.98 亿元，增速为 6.5%，三次产业构成比

8.1:46.3:45.6，第二产业和第三产业占比基本相当。同期，陕西省实现第一产业增加值 2,409.39 亿元，同比增长 6.3%；第二产业增加值 13,802.52 亿元，同比增长 5.6%；第三产业增加值 13,589.07 亿元，同比增长 7.3%。

固定资产投资方面，2021 年，陕西省固定资产投资（不含农户）同比下降 3.0%。投资构成方面，2021 年陕西省第一产业投资同比增长 1.3%；第二产业投资同比增长 4.6%，其中工业投资增长 4.8%；第三产业投资同比下降 6.1%。

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。2021 年，陕西省规模以上工业原煤产量达 7.00 亿吨，创历史新高，同比增长 2.7%，拉动全国原煤产量提高 0.5 个百分点，占全国总产量的比重 17.2%。同期，陕西省规模以上工业原油产量 2,552.76 万吨，同比增长 0.9%，增速较上年同期加快 1.1 个百分点。2021 年，陕西省规模以上工业发电量 2,615.83 亿千瓦时，同比增长 12.5%，较上年同期加快 5.2 个百分点；其中，规模以上工业火力发电量 2,276.36 亿千瓦时，同比增长 11.3%，占规模以上工业发电量的 87.02%，火力发电依然是陕西省电力供应主力军。

陕西省能源资源丰富，目前探明的能源保有储量均位居全国前列。陕西省含煤面积 5.7 万平方公里，约占国土面积的 27.7%，煤炭资源主要分布在榆林、延安、铜川、咸阳、渭南、宝鸡等 6 市，主要集中于陕北、渭北，以低灰、低硫磷、高发热量为特色。陕西省预测煤炭资源量 3,800 亿吨，居全国第四位；累计探明储量 1,700 亿吨，居全国第三位。陕北地区煤炭资源储量大、品质优、品种全、

易开采，现已探明储量 1,470 亿吨，占全省探明储量的 80%以上，占全国探明储量的 11%左右，且大多属“三低一高”即低硫、低磷、低灰、中高发热量的优质动力煤和化工用煤。国家规划重点建设的十三个大型煤炭基地中，陕西省有神东、陕北和黄陇三个基地。依据成煤时代和地域划分为陕北侏罗纪、陕北石炭二叠纪、陕北三叠纪、黄陇侏罗纪、渭北石炭二叠纪五大煤田和陕南零星煤产地。

图 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。

中诚信国际认为，2021 年陕西省继续稳步发展，且能源资源储量依然丰富，为公司发展提供了良好的外部环境。

2021 年以来，公司产权结构和治理结构未发生变化，但仍需关注公司及子公司的管理水平及风控能力

2021 年以来，公司产权结构和治理结构未发生变化。截至 2022 年 3 月末，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，仍为公司实际控制人。但公司多元化经营程度较高，业务板块较多，下属子公司所涉及行业面较广，受行业

政策及市场环境的影响较大，公司及子公司管理水平及风控能力均面临挑战，仍需对此保持关注。

2021 年，西部证券收入主要来自证券自营、证券经纪和其他业务，继续保持较快增长；但仍需关注股票质押式回购业务发生的信用风险损失及重大未决诉讼对公司经营业绩的影响

西部证券股份有限公司（证券代码：002673.SZ，以下简称“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 2022 年 3 月末，陕投集团直接持有西部证券 35.32% 股权，通过西部信托间接持有西部证券 1.92% 股权，所持股权比例共计 37.24%，为西部证券的控股股东及实际控制人。

截至 2022 年 3 月末，西部证券总资产 854.83 亿元，所有者权益 272.12 亿元。2021 年以来，随着证券市场行情持续回暖，西部证券营业收入实现较快增长，盈利能力稳步提升。2021 年，西部证券实现营业收入 67.51 亿元，同比增长 30.22%，主要系其他业务中的基差业务收入大幅增长所致；实现净利润 14.25 亿元，同比增长 25.89%。

从收入构成上看，2021 年西部证券收入主要来自证券自营业务、证券经纪业务及其他业务。其中，随着基差业务收入的大幅增长，2021 年以来其他业务收入已成为西部证券占比最大的收入；因把握市场行情，权益投资取得较好收益，2021 年西部证券证券自营业务收入保持稳步增长，同期证券经纪业务亦有所增长。

表 5：近年来西部证券各业务板块收入及占比情况（亿元、%）

业务构成	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	7.90	21.46	10.21	19.69	10.35	15.34	2.29	22.95
证券自营业务	14.85	40.35	14.67	28.29	16.68	24.70	-0.26	-2.61
投资银行业务	2.96	8.04	5.18	9.99	4.61	6.82	0.44	4.39
资产管理业务	0.49	1.33	0.27	0.53	0.35	0.52	0.12	1.21
信用交易业务	3.88	10.54	4.18	8.07	5.12	7.58	1.26	12.60
其他业务	6.73	18.28	17.33	33.44	30.40	45.05	6.14	61.46
合计	36.81	100.00	51.84	100.00	67.51	100.00	9.98	100.00

注：表内各项加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

证券经纪业务方面，西部证券已基本形成了立足陕西，覆盖全国主要城市的经纪业务网络。截至 2022 年 3 月末，西部证券拥有 108 家营业网点；2021 年及 2022 年 1~3 月，西部证券新增客户数分别为 86,727 户及 35,236 户，保持较快增长。2021

年以来，西部证券交易量继续提升，带动经纪业务收入有所增长。佣金方面，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，未来下降压力较大。

表 6：近年来西部证券经纪业务发展情况（亿元、%）

证券种类	2019		2020		2021		2022.1~3	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	9,125.02	3.58	13,319.30	3.22	14,208.31	2.75	2,925.94	2.50
基金	63.22	0.35	139.39	0.51	241.21	0.66	309.58	3.20
其他	5,414.86	1.10	5,077.46	0.82	6,328.10	0.83	1,741.43	0.83
合计	14,603.10	1.91	18,536.15	1.75	20,777.61	1.58	4,976.95	1.48

注：表内各项加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

证券自营业务方面，西部证券自营业务主要以权益投资、固定收益投资和金融衍生品投资为主。2021 年，虽然股票投资受市场行情影响呈亏损状态，但西部证券深耕固定收益类投资，较好地把握住了市场投资机会，在全年利率震荡下行的背景下取得了较好的投资业绩，带动当期自营业务收入同比小

幅增长；2022 年 1~3 月，西部证券自营业务收入为 -0.26 亿元，主要系 2022 年以来国内权益市场持续受到一季度海外滞胀超预期和美联储加息节奏大幅提前、俄乌冲突、国内多地疫情反复尤其是上海疫情发展超预期等多个黑天鹅负面事件冲击，导致国内权益市场进一步遭受冲击并持续下跌所致。

表 7：近年来西部证券自营业务投资收入结构（亿元、%）

证券种类	2019		2020		2021		2022.1~3	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
股票投资	2.38	16.00	3.64	24.85	-0.34	-2.03	-1.30	-
债券投资	12.65	85.15	10.16	69.31	13.34	80.02	2.70	-
其他	-0.17	-1.15	0.86	5.84	3.67	22.01	-1.66	-
合计	14.85	100.00	14.67	100.00	16.68	100.00	-0.26	100.00

注：1、其他主要系证券公司理财产品；2、表内各项加总数与合计数存在尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

投资银行业务方面，2021 年，西部证券完成保荐项目 10 个、主承销债券 14 个、新三板推荐家数 2 个，受平均承销费率下降影响，投资银行业务收入同比有所下降。2022 年 1~3 月，西部证券完成保荐项目 1 个、主承销债券 9 个、新三板推荐家数 0 个，实现投资银行业务收入 0.44 亿元；截至 2022 年 3 月末，西部证券 IPO 在审项目共 12 个（包括 1 个已过会待核准）。

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。2021 年末及 2022 年 3 月末，西部证券融资融券余额分别为 82.06 亿元和 75.33 亿元；同期末，西部证券股票质押待购回初始交易金额分别为 28.71 亿元和 29.70 亿元。2021 年以来，信用交易业务继续保持稳步发展，收入规模呈增长趋势，但该业务受市场行情影响较大，收入存在不确定性。

近年来，西部证券股票质押式回购业务发生的重大信用风险事件包括：（1）质押股票“乐视网²”（证券代码：300104.SZ）向贾跃亭等人融出资金本金 10.19 亿元。贾跃亭等人因股票质押式回购交易相关协议到期后，未履行约定赎回股票，构成违约，

西部证券已向法院提起诉讼，并于 2018 年 11 月向陕西高院申请强制执行。因贾跃亭方面于 2019 年 10 月在美国申请个人破产重整，2020 年 12 月，法院已裁定终结本次执行。（2）质押股票“*ST 信威”（证券代码：600485.SH）向王靖等融出资金本金 5.00 亿元，北京市第一中级人民法院（以下简称“北京一中院”）已于 2019 年 9 月 18 日对此案做出民事裁定，并于同年 9 月 20 日开始强制执行。2020 年 6 月，北京一中院裁定终结本次执行。截至 2021 年末，西部证券对违约的股票质押业务及债券逆回购业务共计提减值准备 15.27 亿元。中诚信国际将对西部证券股票质押式回购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。

重大未决诉讼方面，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（现用名：“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

² 2020 年 6 月 5 日起，“乐视网”股票进入退市整理期，证券简称变更为“乐视网”。

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。西部证券提出管辖权异议上诉后安徽高院驳回上诉。2020 年 10 月 26 日，本案在合肥市中级人民法院开庭审理，尚未判决。2021 年 1 月 13 日，西部证券收到《民事裁定书》，法院裁定中止诉讼。2021 年 6 月 2 日，合肥市中级人民法院以该案审理的基础事实与盛运环保相关刑事案件属同一事实为由，裁定驳回起诉。2021 年 6 月 16 日，广州证券提起上诉。2021 年 8 月 30 日，西部证券收到安徽省高级人民法院作出的《民事裁定书》，裁定驳回广州证券上诉，维持原裁定。此外，2020 年以来，西部证券陆续收到应诉通知书等文件，盛运环保投资者之一的北京千为投资管理有限公司、长安国际信托股份有限公司、创金合信基金管理有限公司、金信基金管理有限公司、福建漳州农村商业银行股份有限公司、先锋基金管理有限公司、泰信基金管理有限公司、平安养老保险股份有限公司分别以证券虚假陈述纠纷/合同纠纷/侵权责任为由对盛运环保及西部证券等提起诉讼，同时要求西部证券承担连带责任，涉诉金额约为 44,550.69 万元，但 2021 年以来均被合肥市中级人民法院以案件审理的基础事实与盛运环保相关刑事案件属同一事实为由，裁定驳回起诉，或者被安徽省高级人民法院裁定驳回上诉，维持原裁定。中诚信国际将对该案件后续进展及对西部证券可能带来的损失保持关注。

其他重大未决诉讼方面：（1）西部证券与江阴中南重工集团有限公司就股票质押回购存在重大未决诉讼。该案件最新进展为，2021 年 6 月，西部证券向西安市中级人民法院起诉，请求判决保证人陈少忠及其配偶周满芬承担连带清偿责任，向公司支付欠付本金 6,045 万元及相应的利息、延期利息、违约金及因实现债权所发生的费用。截至目前，该

案已开庭审理，尚未判决。（2）西部证券亦与钟葱、邵蕾、葛力溶存在重大未决诉讼。该案件最新进展为，2021 年 4 月 28 日，陕西省高级人民法院作出《民事判决书》（2021）陕民终 270 号，判决除调整了违约金外，维持了一审判决（即判决被告钟葱、葛力溶共同偿还西部证券本金 8,758 万元及支付相应的利息、违约金及因实现债权所发生的费用，并承担连带责任）。2021 年 5 月 31 日，西部证券向西安市中级人民法院申请强制执行。截至目前，该案在执行程序中。（3）西部证券与宜华企业（集团）有限公司存在重大未决诉讼。该案件最新进展为，2021 年 9 月 13 日，西部证券收到一审判决书，判决宜华企业（集团）有限公司向西部证券支付本金 5,000 万元及相应利息、违约金等。截至目前，本案在执行程序中。

西部信托在管理的信托资产规模及固有资产规模等方面均相对较小，2021 年以来其业务结构虽然实现一定优化，但仍面临较大竞争压力

西部信托有限公司（以下简称“西部信托”）成立于 2002 年 7 月，截至 2022 年 3 月末，其注册资本为 20.00 亿元，公司对其持股比例为 57.78%。2021 年及 2022 年 1~3 月，西部信托分别实现营业收入 9.64 亿元及 2.05 亿元，其中 2021 年同比有所下降。

截至 2022 年 3 月末，西部信託管理的自有资产规模为 63.94 亿元，信托资产规模约为 2,729.64 亿元。2021 年以来，随着财产管理类信托规模的提升，其已成为占比最大的实收信托。截至 2022 年 3 月末，西部信託管理的信托资产主要分布于工商企业、基础产业及房地产行业，其规模分别为 2,074.39 亿元、351.18 亿元和 199.70 亿元，占比分别为 75.93%、12.85%和 7.31%，其中受房地产市场行情下行影响，2021 年以来房地产行业信托规模和占比持续下降。

表 8：近年来西部信托实收信托情况（亿元、%）

	2019		2020		2021		2022.3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合类信托	950.37	30.10	884.24	30.46	660.95	24.55	635.19	23.27

单一类信托	1,355.55	42.94	1,068.05	36.79	955.83	35.50	1,006.82	36.88
财产管理类信托	851.26	26.96	950.58	32.75	1,076.02	39.96	1,087.64	39.85
合计	3,157.18	100.00	2,902.87	100.00	2,692.80	100.00	2,729.64	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。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。

中诚信国际认为，随着证券市场行情回暖，2021年西部证券营业总收入保持较快增长，但业务受监管政策环境、证券市场行情及行业竞争影响较大；其股票质押式回购业务曾发生一定规模的信用风险损失，因此仍需关注信用风险损失及重大未决诉讼对公司经营业绩的影响。同时，西部信托行业地位仍较弱，业务结构虽已实现一定优化，但仍面临较大竞争压力。

2021年公司贸易收入有所下降，产品价格仍存在周期性波动，同时该业务盈利能力仍很弱；第一大贸易品种电解铜上游集中度较高，且2021年贸易量同比降幅较大

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”）、陕西能源煤炭运销有限责任公司（原“陕西汇森煤业运销有限责任公司”，以下简称“煤炭运销公司”）、陕西省煤田地质集团有限公司（以下简称“煤田地质公司”）和大商道商品交易市场股份有限公司（以下简称“大商道”）负责运营。其中，大商道于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领头企业，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。自成立以来，大商道市场累计客户近千家，铜、铝产品成交量达900多万吨，累计交易规模达3,500余亿元，其中2020~2021年连续两年线上交易额均

突破千亿元。

2021年及2022年1~3月，公司分别实现贸易业务收入492.22亿元和124.93亿元，2021年同比有所下降，主要系占比最大的电解铜贸易规模下降且因市场行情原因收缩铝锭业务规模所致。2021年及2022年1~3月，贸易板块毛利率分别为0.69%和0.58%，受贸易特性影响仍处于很低水平。

贸易品种方面，2021年以来，公司主要贸易品种包括电解铜、成品油、钢材及钢材制品、焦炭等，受市场行情影响，以上贸易品种的价格存在周期性波动。此外，2021年因煤炭贸易量减少，公司外购煤炭主要用于电厂自用；同期，因市场行情原因，公司收缩铝锭业务规模，该业务采购销量及收入均大幅下降。

业务模式方面，公司贸易业务采取以销定采模式，同时大商道又分为线上平台业务模式和线下自营业务模式：（1）线上平台销售方式分为直销、委托购销两种交易模式，直销模式下有挂牌交易，委托购销模式下分为挂牌、竞价、专场交易；由买卖双方直接通过交易系统挂牌达成交易，并实现当日线上交易、结算、交收，由平台居间开票，此为平进平出，不产生交易差价，线上平台所有收入均为服务项下收入，如会员管理费、线上交易手续费、线上融资手续费等。（2）线下自营模式，作为线上平台业务模式的补充，凭借大商道在行业内的资源优势，主要通过续做大宗商品线下自营贸易，其中国内业务结算主要以TT付款、银承、国内信用证为主，国际业务结算主要以TT付款、国际信用证、进口代付为主。

电解铜和铝锭贸易主要由大商道负责，2021年以来，电解铜仍为公司贸易板块收入第一大单品。2021年，受益于单价提升，电解铜贸易收入同比有所增长，但受市场原因贸易量同比降幅较大。上下

游方面，2021 年大商道电解铜外购前五大供应商系西安迈科金属国际集团有限公司（以下简称“迈科集团”）、福建三安集团有限公司等公司，采购金额合计 190.04 亿元，占采购总金额比重为 66.34%，

集中度较高；同期，大商道电解铜外销前五大客户包括迈科集团、上海华彬国心进出口有限公司等公司，销售金额合计 81.84 亿元，占销售总金额比重为 28.47%。

表 9：近年来公司主要贸易产品购销情况

种类	2019	2020	2021	2022.1~3
煤炭	采购量（万吨）	387.27	188.21	-
	销售量（万吨）	387.27	193.67	-
	外部采购成本（万元）	149,000.62	76,319.34	-
	外部采购销售收入（万元）	150,909.83	77,563.63	-
	平均采购单价（元/吨）	384.75	405.50	-
	平均销售单价（元/吨）	389.67	400.49	-
钢材及钢材制品	采购量（万吨）	6.23	13.16	15.13
	销售量（万吨）	6.05	13.60	15.13
	外部采购成本（万元）	21,922.76	50,676.95	71,967.60
	外部采购销售收入（万元）	22,141.70	51,068.85	72,947.86
	平均采购单价（元/吨）	3,518.90	3,850.83	4,756.62
	平均销售单价（元/吨）	3,659.79	3,755.06	4,821.41
成品油	采购量（万吨）	91.04	80.77	83.41
	销售量（万吨）	90.03	78.45	85.42
	外部采购成本（万元）	494,847.98	361,026.77	517,730.82
	外部采购销售收入（万元）	502,415.61	364,851.72	524,601.18
	平均采购单价（元/吨）	5,435.50	4,469.81	6,207.06
	平均销售单价（元/吨）	5,580.54	4,650.75	6,141.43
焦炭	采购量（万吨）	23.50	4.47	10.12
	销售量（万吨）	23.50	4.47	10.12
	外部采购成本（万元）	33,292.27	8,245.90	24,882.25
	外部采购销售收入（万元）	34,037.12	8,332.76	25,515.59
	平均采购单价（元/吨）	1,416.69	1,844.72	2,458.72
	平均销售单价（元/吨）	1,448.39	1,864.15	2,521.30
电解铜	采购量（万吨）	87.52	91.94	68.87
	销售量（万吨）	87.44	92.14	68.87
	外部采购成本（万元）	3,681,333.33	3,956,236.83	4,137,432.48
	外部采购销售收入（万元）	3,701,787.65	3,979,081.64	4,160,327.80
	平均采购单价（元/吨）	42,062.77	43,030.64	60,075.98
	平均销售单价（元/吨）	42,335.17	43,185.17	60,408.42
铝锭	采购量（万吨）	72.42	45.56	2.46
	销售量（万吨）	73.73	45.56	2.46
	外部采购成本（万元）	905,463.01	569,109.51	41,162.43
	外部采购销售收入（万元）	905,231.80	568,782.14	41,128.41
	平均采购单价（元/吨）	12,502.94	12,484.24	16,732.70
	平均销售单价（元/吨）	12,277.66	12,484.24	16,718.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：2021 年电解铜贸易外购前五大供应商和客户情况
(亿元、%)

供应商	采购金额	占比
西安迈科金属国际集团有限公司	143.60	50.13
福建三安集团有限公司	17.28	6.03
宁波环富供应链管理有限公司	11.06	3.86
深圳迈科金属有限公司	10.49	3.66
上海迈科金属集团有限公司	7.62	2.66
合计	190.04	66.34
客户	销售金额	占比
西安迈科金属国际集团有限公司	30.31	10.55
上海华彬国心进出口有限公司	16.74	5.82
上海迈科金属集团有限公司	15.14	5.27
西安城融供应链管理有限公司	9.88	3.44
上海忠翼金属有限公司	9.77	3.40
合计	81.84	28.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，2021 年公司贸易收入有所下降，产品价格仍存在周期性波动，同时该业务盈利能力仍很弱；第一大贸易品种电解铜上游集中度较高，且 2021 年贸易量同比降幅较大。

表 11：近年来公司烧碱、PVC 产品产销情况

指标	烧碱				PVC			
	2019	2020	2021	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3
产能（万吨/年）	20.00	20.00	20.00	20.00	25.00	25.00	25.00	25.00
产量（万吨）	22.70	23.41	23.86	6.11	31.02	32.59	31.65	8.27
产能利用率（%）	113.50	117.05	119.30	30.55	124.08	130.36	126.60	33.08
销量（万吨）	22.28	22.32	22.83	5.93	31.64	33.13	31.62	8.10
产销率（%）	98.15	92.34	95.68	97.05	102.00	100.00	99.91	97.94

注：此处产能指生产线设计产能，因生产线改扩建等原因，实际产能高于设计产能。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料供应方面，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陕投集团子公司陕西能源投资股份有限公司（以下简称“能源投资”）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。平均售价方面，由于行业景气度原因，2021 年以来烧碱平均售价虽持续上升但整体仍处于低位，PVC 平均售价则整体明显提升。

2021 年公司化工收入同比有所增长，且产能利用率仍较高，成本控制能力仍较强；金泰氯碱米脂厂区搬迁及该板块未来发展情况有待关注

公司化工板块主要由二级子公司华泰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。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现化工收入 30.29 亿元和 8.07 亿元，其中 2021 年同比有所增长。

截至 2022 年 3 月末，金泰氯碱的烧碱设计产能为 20 万吨/年，PVC 设计产能为 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。2021 年以来，金泰氯碱整体产销较为平衡，产能利用率仍较高³，成本控制能力较强。

表 12：近年公司烧碱、PVC 平均售价（元/吨）

	2019	2020	2021	2022.1~3
烧碱平均售价	2,175.37	1,339.00	1,752.05	2,177.13
PVC 平均售价	5,748.20	5,709.00	7,954.61	7,730.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售模式方面，金泰氯碱主要产品 PVC 及烧碱以终端销售为主，2021 年前五大销售客户销售收入占总收入比重为 63.42%，客户较为集中。

表 13：2021 年金泰氯碱化工业务前五大客户情况（亿元、%）

客户	销售金额	占比
中财招商投资集团有限公司	8.75	30.00
浙江物产氯碱化工有限公司	2.86	9.81

³ 产能利用率=实际产量/年产能，故季度间的产能利用率明显低于完整年度。

无锡利源化工集团有限公司	2.78	9.51
一石巨鑫有限公司	2.07	7.05
浙江锦宏商贸有限公司	2.06	7.05
合计	18.51	63.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，陕危化迁发（2021）1 号文件要求金泰氯碱厂区 2023 年底前完成关闭退出。其中，关闭退出预算所需资金为 11.23 亿元，主要用于偿还银行贷款、职工分流、装置拆除以及土地无害化处理，目前金泰氯碱正在与政府协商中。截至 2022 年 3 月末，金泰氯碱米脂厂仍在生产，其产能占比为 30%，关停后将对公司化工板块产生一定影响，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。

2021 年以来，公司煤炭生产板块收入大幅增长，且盈利能力仍较强，预计随着煤电一体化项目陆续投产，煤电业务综合效益将有所提升；同时，在建及拟建项目投资规模较大，需对此保持关注

煤炭生产主要由二级子公司华泰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”）和能源投资负责运营。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司煤炭生产板块收入分别为 49.59 亿元和 12.94 亿元，其中 2021 年同比大幅增长，主要系煤炭产量提高，同时煤炭价格大幅上涨所致；2021 年及 2022 年 1~3 月，该板块毛利率分别为 70.66% 和 64.22%，仍维持较高水平。

截至 2022 年 3 月末，公司下属主要在产矿井 3 座，分别为清水川能源下属的冯家塔煤矿，能源投资下属的凉水井煤矿和园子沟煤矿。其中冯家塔煤矿为清水川煤电一体化项目配套煤矿，属低瓦斯矿井，矿井保有资源量 9.41 亿吨，保有储量 2.64 亿吨，煤种为长焰煤，属优质动力煤。冯家塔煤矿与清水川电厂为陕西省首个煤电一体化项目，该煤矿生产的煤炭优先用于清水川电厂的发电需求。随着

清水川电厂二期正式投入商业运营，近年来冯家塔煤矿的产量稳步提升。凉水井煤矿全部用于外销，矿井保有资源量 6.01 亿吨，保有储量 2.90 亿吨，核定生产能力 800 万吨/年，煤质属特低灰、特低硫、特低磷、中高发热量、富油、高挥发分、中高发热量的不粘煤或长焰煤，是良好的动力燃料、工业气化和液化用煤。近年来，凉水井煤矿产量亦呈逐年增长趋势。园子沟煤矿位于陕西省宝鸡市麟游县西北部，矿井保有资源量 12.78 亿吨，保有储量 4.51 亿吨，核定生产能力 800 万吨/年。目前，该矿井西翼 600 万吨/年生产项目已于 2020 年 11 月正式投产，矿井东翼 200 万吨/年项目正在建设中。

表 14：近年来公司所属三大煤矿产量情况（万吨）

煤矿名称	2019	2020	2021	2022.1~3
冯家塔煤矿	600.47	605.68	768.39	208.46
凉水井煤矿	768.00	800.68	842.66	218.13
园子沟煤矿	-	339.00	312.40	140.49
总产量	1,368.47	1,745.36	1,923.45	567.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司在建煤矿包括园子沟煤矿、赵石畔煤矿，拟建煤矿包括小壕兔二号矿井和丈八矿井。同期末，公司主要在建及拟建矿井计划总投资 259.18 亿元，已投资 84.74 亿元。

表 15：截至 2022 年 3 月末公司所属主要矿井建设、产能及储量情况（亿吨、万吨/年、亿元）

项目	状态	保有储量	设计产能	总投资	已投资
冯家塔煤矿	已投产	2.64	800	-	-
凉水井煤矿	已投产	2.90	800	-	-
园子沟煤矿	部分投产/在建	4.51	800	75.32	64.20
赵石畔煤矿	在建	-	600	87.23	20.54
小壕兔二号	拟建	-	600	65.17	-
丈八矿井	拟建	-	150	31.46	-
合计	--	10.05	3,750	259.18	84.74

注：园子沟煤矿以上总投资和已投资中包含年产 600 万吨/年项目和 200 万吨/年项目，其中年产 600 万吨/年项目已于 2020 年转固，转固金额为 51.70 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，2021 年以来，年公司煤炭生产板块收入大幅增长，盈利能力仍较强，预计随着煤电一体化项目的陆续投产，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，公司在建及拟建矿井投资规模较大，未来面临较大的投资压力。

随着公司在建项目陆续投产，2021 年以来电力板块可控装机容量继续提升，带动电力收入实现较快增长；同时，公司稳步推进煤电一体化项目建设，未来业务综合效益或将进一步提升

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”）等负责运营，包括火电、水电和光伏发电。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现电力收入 112.55 亿元和 38.18 亿元，2021 年以来随着多个电站陆续投产带动公司发电能力持续提升，使得电力收入继续保持较快增长。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 2022 年 3 月末，公司可控装机容量为 1,043.97 万千瓦，以火电为主。2021 年以来，随着吉木萨尔电厂⁴1、2 号机组分别于 2021 年及 2022 年 1 季度投产，2022 年 3 月末火电装机容量进一步提升至 918.00 万千瓦，亦带动公司可控装机总容量的提升。公司发电量主要受火电发电影响，2021 年以来随着火电发电量的上升继续保持较快增长。

表 16：近年来公司发电基本情况（万千瓦、亿千瓦时、元/千瓦时）

	2019	2020	2021	2022.1~3
期末可控装机容量	874.81	876.97	963.97	1,043.97
其中：火电装机	786.00	786.00	852.00	918.00
水电装机	15.45	15.39	15.39	15.39
光伏装机	63.36	65.58	75.58	75.58
风电装机	10.00	10.00	21.00	35.00
发电量	196.04	306.55	386.95	113.33
其中：火电发电量	182.11	289.31	365.05	108.86
水电发电量	5.66	5.85	6.63	0.68
光伏发电量	6.16	9.19	12.73	2.72
风电发电量	2.10	2.20	2.54	1.08
火电平均上网电价	0.27	0.27	0.28	0.33
水电平均上网电价	0.30	0.33	0.34	0.34
光伏平均上网电价	0.83	0.68	0.73	0.73
风电平均上网电价	0.52	0.60	0.58	0.55

⁴ 系原在建工程中的“新疆五彩湾北三电厂 1、2 号机组工程”项目。

注：加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司火电主要由清水川能源旗下已建成并投产的清水川电厂（一期）和（二期）、秦龙电力旗下的渭河电厂、麟北电厂和吉木萨尔电厂、赵石畔电厂以及商洛电厂构成。其中清水川项目隶属于清水川煤电一体化项目，该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，一、二期规划总装机容量 260.00 万千瓦，其中一期两台 30 万千瓦超临界空冷机组于 2008 年 4 月投产；二期两台百万千瓦超临界燃煤空冷机组为陕西首座百万千瓦容量机组，已于 2019 年 3 月完成通过 168 小时工作，投入商业运行；三期两台百万千瓦超临界燃煤空冷机组项目前期工作已开工建设。煤炭供应方面，冯家塔煤矿是清水川电厂的配套煤矿，开采出的原煤筛选后用胶带输送机直接送至清水川发电厂；渭河电站则需要购买煤炭输送至电厂。

公司水电、光伏发电和风电主要由陕西水电负责，规模较小。水电方面，截至 2022 年 3 月末，陕西水电下设 4 个水电公司，8 个水电站，总装机容量为 15.39 万千瓦，主要为二郎坝电站、蔺河口电站和金淌电站等。公司水电发电机组单机容量较小、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，截至 2022 年 3 月末，陕西水电下设 14 个光伏公司，27 个光伏电站，总装机容量 75.58 万千瓦。风电方面，截至 2022 年 3 月末，陕西水电下设 7 个风电公司，8 座风电场，总装机容量为 35.00 万千瓦。

表 17：近年来公司控股电厂基本运行情况（万千瓦时、小时）

电站名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数	发电量	年平均利用小时数
清水川电站（一期）	138,994.20	2,316.57	123,126.60	2,052.11	333,163.80	5,552.73	98,275.80	1,637.93
清水川电站（二期）	427,305.80	3,122.90	914,661.72	4,573.31	969,620.22	4,848.10	267,149.34	1,335.75
渭河电站	485,579.00	3,915.96	459,585.00	3,706.00	499,648.08	4,029.42	124,103.64	1,000.84
赵石畔电站	643,897.54	5,295.95	966,716.91	4,833.58	927,245.57	4,636.23	199,363.01	996.82
商洛电厂	51,447.67	389.75	280,096.38	2,121.94	606,430.92	4,594.17	175,856.21	1,332.24
麟北电厂	73,900.00	1,055.71	148,915.00	2,127.00	264,066.93	3,772.38	84,158.67	1,202.27
吉木萨尔电厂	-	-	-	-	50,294.05	762.03	139,681.53	1,058.19
藁河口电站	19,262.64	2,675.37	22,087.00	3,067.00	26,229.00	3,642.00	2,208.52	306.74
金淌电站	5,921.81	3,820.52	6,493.00	4,189.00	6,377.37	4,114.00	324.33	209.25
二郎坝电站	23,144.17	4,362.69	22,086.00	4,163.00	26,083.31	4,916.74	3,215.37	606.10
葫芦头电站	5,988.50	6,238.00	5,647.00	5,882.00	5,658.60	5,894.38	830.20	864.79
岚皋小水电站	2,326.00	5,359.50	2,227.00	5,132.00	1,997.03	5,339.66	182.69	488.47
协合光伏电站	27,579.07	1,378.95	29,678.00	1,427.00	29,172.10	1,442.73	5,935.37	293.54
分布式项目开发管理部	8,338.09	988.17	9,316.00	995.00	9,435.83	1,007.89	1,595.61	170.43
凤式源光伏电站	5,602.14	1,192.22	5,277.00	1,242.00	5,397.13	1,349.28	1,207.93	301.98
斜里光伏电站	-	-	-	-	11,465.17	1,146.52	2,883.67	288.37
浪卡子光伏电站	7,477.26	1,495.45	7,044.00	1,408.00	7,869.84	1,573.97	2,096.36	419.27
朝旭光伏电站	937.96	187.59	7,190.00	1,438.00	7,525.61	1,505.12	1,688.38	337.67
映日光伏电站	1,024.31	204.86	7,387.00	1,477.00	7,572.08	1,514.42	1,689.12	337.82
卓兆光伏电站	2,243.38	448.67	8,410.00	1,682.00	7,777.28	1,555.45	1,610.42	322.08
朋达光伏电站	987.92	493.96	3,654.00	1,827.00	3,441.85	1,720.93	669.13	334.56
晴阳光伏电站	51.07	17.00	4,328.00	1,442.00	4,759.22	1,586.41	987.55	329.18
纳林光伏电站	7,328.82	1,465.76	8,391.00	1,678.00	7,985.52	5,834.42	1,770.65	354.13
西乡白龙塘光伏电站	-	-	1,205.00	602.00	24,906.22	2,490.62	5,054.69	505.47
纳林风电场	21,041.58	2,104.16	21,970.00	2,197.00	7,584.11	1,359.42	2,042.47	408.49
邢家沟风电场	-	-	-	-	6,797.11	1,359.42	1,822.32	364.46
瑞麟风电场	-	-	-	-	7,985.52	5,834.42	1,770.65	354.13
刀兔分散式风电	-	-	-	-	3,016.73	3,016.73	633.16	633.16
绥德中角风电场	-	-	-	-	-	-	1,871.65	374.33
府谷折水川风电场	-	-	-	-	-	-	2,477.67	495.53
永寿利民风电场	-	-	-	-	-	-	88.0025	40.74
永寿上桐湾风电场	-	-	-	-	-	-	90.8127	50.45
合计	1,960,378.93	-	3,065,491.61	-	3,869,506.20	-	1,133,334.93	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司电力板块主要在建项目系清水川电厂三期，该项目总投资 71.23 亿元，已投资 18.56 亿元。未来，公司煤

电板块将逐步形成“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 18：截至 2022 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	建设周期	总投资	已投资
清水川电厂三期	陕西清水川能源股份有限公司	2021.07~2023.12	71.23	18.56
合计	--	-	71.23	18.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2021 年末，公司参股电厂权益装机容量为 232.50 万千瓦，权益装机规模较大。

表 19：截至 2021 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，中诚信国际整理

总体来看，随着公司在建项目陆续投产，2021 年以来电力板块可控装机容量继续提升，带动电力收入实现较快增长；同时，公司稳步推进煤电一体化项目建设，未来业务综合效益或将进一步提升。

公司地质勘探业务技术实力较强，在陕西省具备很强的竞争优势，未来煤炭勘查业务发展前景良好

地质勘探板块主要由煤田地质公司负责运营。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现地质勘探板块收入 25.05 亿元和 3.08 亿元，呈稳步增长趋势；同期，毛利率分别为 17.04% 和 17.33%，有所波动。

煤田地质公司在陕西地质勘探行业具有重要影响力，同时近年来在西北、西南等区域积极开展业务，范围遍及新疆、内蒙、宁夏、贵州、西藏等省份。同时，煤田地质公司亦拥有国土资源部、国家测绘地理信息局、中华人民共和国住房和城乡建设部、中国合格评定国家认可委员会、陕西省质量技术监督局、陕西煤矿安全监察局和陕西省水利厅等政府机构颁发的多项资质。

煤田地质公司地质勘查业务所承做的市场化运作项目包括省级地勘基金项目和市场项目。省级地勘基金项目主要运作模式如下：省级地勘基金管理部门发布基金项目招标公告，勘查单位参加投标，中标后签订合同，完工后双方结清款项，款项支付

与探矿成果无关。市场项目主要客户为拥有矿权及拟进行地质施工的单位 and 机构。煤田地质公司积极参与市场竞争，客户群体小而分散。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。2021 年，煤炭地质公司出具的报告份数仍保持较快增长，但受疫情及地质勘探市场影响，同期钻探深度明显下降。

表 20：近年来煤田地质公司钻探及勘查项目情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
钻探（万米）	53.89	73.05	44.23	2.85
地质报告（份）	84	176	244	9
其中：省级地勘项目	1	0	1	0
社会地质项目	83	176	243	9

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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；同时，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。

2021 年以来，公司地产业务在建项目仍较多，且以独立开发为主，资金需求较大，同时未来去化情况有待关注；受高端酒店业大环境不景气叠加疫情影响，加之折旧成本及财务费用较高，公司酒店业务继续处于亏损状态

房地产及酒店板块主要由陕西城市投资运营集团有限公司（以下简称“陕西城投集团”）下属公司金泰恒业、金信实业和西安人民大厦有限公司（以下简称“人民大厦公司”）负责运营。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现房地产及酒店板块收入 52.11 亿元和 11.46 亿元，以房地产销售收入为主，其中 2021 年同比增幅较大，主要系随着项目开发的持续推进，部分项目陆续结转收入所致。

金泰恒业拥有国家房地产开发企业一级资质，开发项目主要位于陕西省内，同时亦在山东、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，2021 年以来受市场行情下行影响，金泰恒业房地产新开工面积明显回落，2021 年及 2022 年 1~3 月分别为 141.39 万平方米和 44.69 万平方米，其中 2021 年同比减少 124.19 万平方米。

表 21：2021 年以来公司房地产业务运营情况

指标	2021	2022.3
新开工面积（万平方米）	141.39	44.69
竣工面积（万平方米）	235.76	257.13
在建面积（万平方米）	376.19	420.88
投资金额（亿元）	475.23	491.51
签约面积（万平方米）	419.64	422.23
签约金额（亿元）	314.35	318.61

注：新开工面积为区间值，其余指标均为时点值。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，金泰恒业已完成西安人民大厦改扩建、金泰财富中心、陕西文化中心及金泰滨江花城等重点项目，其中陕西文化中心已于 2018 年 4 月投入使用，整体出租给北京 SKP。同期末，金泰恒业主要在建房地产项目以自主开发为主，计划总投资 1,083.60 亿元，已投资 359.06 亿元，已回款 246.89 亿元，主要来自金泰假日花城、金泰新理城及山东项目等项目。其中，梦想小镇项目位于西安市长安区常宁新区西沣片区，地处西安科创大走廊核心位置，致力于发挥长安国际大学城核心位置的区位优势，立足周边 37 所重点高校，建立多个优势方向的高校产学研平台；该项目总投资 450.55 亿元，开发净用地约 4,000 亩，总规划建筑面积约 500 万平米，将给公司带来较大资本支出压力。

因公司房地产项目投资规模较大且部分项目地处外省，受宏观政策调控和区域房地产市场行情影响较大，中诚信国际持续关注公司主要房地产项目所在地房地产市场波动及当地去化程度等因素对项目盈利水平的影响。

表 22：截至 2022 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（亿元）

项目名称	开发模式	状态	总投资	已投资	已回款
金泰假日花城	独立开发	在建	41.11	26.79	34.16

金泰怡景花园	独立开发	在建	23.43	18.99	4.62
金泰新理城	独立开发	在建	31.88	26.79	34.16
延安项目	独立开发	在建	36.41	19.46	-
金泰东郡	独立开发	在建	67.81	43.35	18.83
金泰山河砚	独立开发	在建	23.53	3.14	-
贞观悦府	独立开发	在建	8.58	2.61	1.61
地质嘉苑	独立开发	在建	1.45	0.97	1.16
经开花城	独立开发	在建	12.10	3.62	1.28
金泰唐 618	独立开发	在建	177.00	34.78	-
山东项目	合作开发	在建	123.43	103.85	151.09
海南项目	合作开发	在建	69.00	12.37	-
太白云境	合作开发	在建	17.30	1.48	-
梦想小镇	合作开发	在建	450.55	60.87	-
合计	-	-	1,083.60	359.06	246.89

注：各项加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店业务方面，金信实业下设西安皇冠假日酒店。西安皇冠假日酒店是由洲际酒店管理集团委托管理，综合配套设施齐全，在西安市五星级酒店市场处于领先地位。2021 年及 2022 年 1~3 月，皇冠假日酒店客房平均入住率分别为 51.67% 和 46.29%。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。2021 年及 2022 年 1~3 月，人民大厦公司旗下酒店平均客房入住率分别为 39.21% 和 19.75%。2021 年以来，受高端酒店业大环境不景气叠加疫情影响，加之折旧成本及财务费用较高，金信实业和人民大厦公司经营处于亏损或微利状态。

总体来看，2021 年以来，公司房地产业务在建项目仍充足，收入有一定保障，但投资节奏较快，在建及拟建项目投资压力较大，同时亦需关注房地产市场下行背景下公司房地产项目的去化情况。此外，受疫情、行业环境不景气以及折旧费用较高等因素影响，2021 年以来公司酒店业务继续处于亏损状态。

2021 年以来，公司航空产业板块仍处于起步阶段，未来将有较大投资需求

公司航空产业板块由子公司航空产业集团负责。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。截至 2022 年 3 月末，航空产业集团总资产 60.44 亿元，负债 18.94 亿元，所有者权益 41.50 亿元。

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，资金来源主要为公司自有资金和金融机构贷款。截至 2022 年 3 月末，陕西直升机产业发展园项目已累计投资 22.25 亿元，其中直升机购置项目形象进度累计已投资 19.83 亿元。

航空产业集团成立时间较短，起步较晚，目前收入规模总体较小。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或将迅速扩大。

总体来看，2021 年以来，公司航空产业板块仍处于起步阶段，预计未来随着地方航空产业政策陆续出台，该板块业务规模或将迅速扩大，亦存在较大的资金需求。

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 2019 年审计报告，经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，本报告中的财务数据均为各期财务报表期末数。

2021 年以来，公司营业总收入增长较快，营业毛利率继续提升，各业务板块盈利状况易受行业周期性及市场竞争影响而有所波动；同期，在经营性业务利润的驱动下，公司利润总额亦保持较快增长

2021 年，公司营业总收入同比增长较快，且仍主要来源于贸易、金融、化工、电力、煤田勘探与开发、煤炭生产、房地产及酒店等业务板块，构成较为多元；同时，受经济形势和行业周期性影响，同期公司各业务板块收入有所波动。具体来看，贸易板块收入仍在公司收入中占比最大，2021 年同比有所下降，主要系因市场行情原因收缩铝锭业务规模所致。2021 年，受益于金融市场行情持续回暖，公司金融板块收入保持较快增长。电力板块收入仍为公司第二大收入构成，2021 年同比大幅增长，主要系自当期吉木萨尔等电厂并网发电，使得公司可控装机容量及发电量明显提升所致。此外，2021 年公司化工板块、煤炭勘探与开发板块经营稳定，业务收入保持稳步增长；同期，煤炭生产板块则主要受益于煤炭价格上涨而大幅增长；房地产及酒店业

务收入仍以房地产销售收入为主，2021 年随着房地产开发项目的持续推进，该业务收入保持较快增长。2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 215.16 亿元，同比增长 26.50%。

毛利率方面，2021 年以来公司营业毛利率继续保持上升趋势，主要系毛利率很低的贸易板块收入占比进一步下降所致。具体来看，受行业特性影响，2021 年以来收入占比最大的贸易板块毛利率继续处于很低水平。2021 年以来，主要受西部证券基差业务成本大幅增加影响，金融板块毛利率明显下降，但仍处于较高水平。2021 年，受煤炭价格大幅上涨影响，当期煤炭生产板块毛利率明显提升，但以火电为主的电力板块毛利率却大幅下降；2022 年 1~3 月，随着煤炭价格的回落，电力板块毛利率回升至正常水平，煤炭生产板块毛利率则有所下降，但仍处于较高水平。房地产及酒店板块毛利率主要受房地产项目开发进度以及酒店经营环境影响，2021 年以来因确认收入的项目毛利率较高，该业务板块毛利率持续上升。此外，化工板块、煤田勘探与开发板块毛利率均相对不高，且 2021 年以来波动幅度亦不大。

表 23：近年来公司主要板块营业总收入和毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
贸易板块	581.34	516.18	492.22	124.93
金融板块	34.72	50.86	66.54	15.38
化工板块	30.16	23.44	30.29	8.07
电力板块	53.46	81.45	112.55	38.18
煤田勘探与开发	20.43	22.30	25.05	3.08
煤炭生产	24.77	19.29	49.59	12.94
房地产及酒店	21.88	35.89	52.11	11.46
其他板块	6.77	4.76	12.41	1.12
合计	773.53	754.16	840.77	215.16
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
贸易板块	0.65	0.61	0.69	0.58
金融板块	61.38	60.58	48.29	40.86
化工板块	18.22	11.90	19.53	12.85
电力板块	28.34	31.08	16.34	38.75
煤田勘探与开发	17.05	14.26	17.04	17.33
煤炭生产	63.93	57.37	70.66	64.22
房地产及酒店	35.39	29.19	35.62	41.99
其他板块	33.36	12.66	36.58	15.67
综合	9.70	11.58	14.54	17.04

注：各项加总与合计数存在尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以销售费用、管理费用和财务费用为主，2021 年随着业务规模的扩大而继续增长，期间费用率随之上升。具体来看，销售费用主要系西部证券的业务管理费，2021 年随西部证券收入规模的扩大而有所增长；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，2021 年随着公司业务规模的扩大亦继续增长；同期，财务费用随着公司债务规模的扩大而快速增长，需对此保持关注。

公司利润总额由经营性业务利润和投资收益构成，2021 年同比增长较快；其中，因金融、煤炭生产、电力等板块经营情况稳中向好，2021 年公司经营性业务利润大幅增长；投资收益主要由公司权益法核算下的长期股权投资收益、子公司西部证券持有和处置金融工具产生的投资收益等构成，2021 年同比有所下降。此外，2021 年公司亦计提了一定规模的资产减值损失和信用减值损失，主要由金融板块和贸易板块等产生，对公司盈利能力产生不利影响；且计提规模同比有所增长，主要系受疫情等因素影响，贸易业务的应收对象信用状况有所恶化所致。公允价值变动损益主要由公司持有的交易性金融资产等公允价值变动产生，2021 年公司实现了公允价值变动收益，但规模均较小；2022 年 1~3 月，一定规模的公允价值变动损失对公司利润有所侵蚀。

表 24：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	21.16	23.57	28.23	4.83
管理费用	18.10	20.84	25.65	5.09
财务费用	8.28	14.30	22.14	4.66
期间费用合计	48.16	59.28	76.91	14.76
期间费用率(%)	6.23	7.86	9.15	6.86
经营性业务利润	20.76	19.23	32.50	17.83
资产减值损失	-3.47	-1.32	-2.02	--
信用减值损失	-6.53	-2.79	-4.59	0.20
公允价值变动损益	2.08	2.16	2.47	-4.20
投资收益	25.17	35.21	33.95	8.76
利润总额	38.87	49.15	62.38	22.63
总资产收益率(%)	2.97	3.54	3.89	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司口径方面，母公司收入主要来源于委贷利息收入，2021 年同比有所下降。由于母公司承担较多的融资职能，2021 年以来财务费用仍保持较高水平，致使期间费用占营业收入比重很高，加之自身盈利能力较弱，故经营性业务利润继续亏损。投资收益仍为母公司利润总额最重要的构成部分，2021 年同比大幅增长，亦带动当期利润总额同比大幅上升，主要系 2020 年母公司未收到华泰投资等子公司的分红，而 2021 年收到华泰投资、能源投资等子公司的分红所致。

表 25：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	18.40	19.68	17.61	4.04
期间费用合计	21.03	19.63	20.37	4.93
财务费用	19.93	18.31	18.91	4.70
期间费用率(%)	114.30	99.71	115.65	122.03
经营性业务利润	-2.76	-0.10	-2.95	-0.92
投资收益	24.97	6.96	28.44	9.20
利润总额	22.64	6.63	25.59	8.66
总资产收益率(%)	5.88	3.28	5.67	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来，随着在建项目的持续推进以及金融资产持有量的扩大，公司资产规模继续保持较快增长；同期，公司债务规模上升较快，短期债务整体亦大幅增长，债务结构有待优化；同时，母公司因承担较多融资职能，债务负担仍较重，需关注公司到期债务偿付情况

随着在建项目的持续推进以及金融资产持有量的扩大，2021 年以来公司资产总额继续保持较快增长，截至 2022 年 3 月末达 2,459.78 亿元。

资产构成上，流动资产为公司资产的最主要构成，2021 年以来占比继续上升，主要包括货币资金、交易性金融资产、应收账款、预付款项和存货等。具体来看，2021 年以来公司货币资金规模呈下降趋势，但保有量整体仍较为充裕。截至 2022 年 3 月末，公司受限货币资金为 22.76 亿元，受限占比 8.13%，主要系各类保证金、存放央行法定存款保证金、一般风险准备金等。交易性金融资产主要由西

部证券持有的以公允价值计量的债券、公募基金和股票等构成，其金额受当期末收盘价或结算价影响有一定波动；2021 年以来，因西部证券对该类资产持有量的扩大，该科目余额大幅增长。公司应收账款主要系对国网陕西省电力有限公司省公司及分公司等的应收款，2021 年以来规模有所下降。截至 2021 年末，公司前五大应收款项余额合计占比 44.45%，集中度较高。同时，因疫情影响下应收对象信用状况恶化，公司计提的坏账准备有所增加，截至 2021 年末公司为应收账款计提的坏账准备为 12.08 亿元，其中单项计提金额最大的一笔系子公司华山创业对青岛君誉泰华实业发展有限公司计提的 2.83 亿元的坏账准备。公司预付款项主要系对深圳迈科大宗商品金融服务有限公司、迈科集团等的预付货款，2021 年以来随着贸易业务收入的下降而整体呈下降趋势。截至 2021 年末，前五大预付款项余额合计占比 67.94%，集中度较高。公司存货主要包括下属房地产公司的土地储备成本、项目开发成本以及化工产品，随着土地储备的增加以及项目开发的持续推进，2021 年以来持续增长。此外，其他流动资产主要系西部证券的融出资金和存出保证金，随着西部证券融资融券规模的扩大，2021 年末同比增长较多。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和在建工程等构成。具体来看，2021 年以前，可供出售金融资产主要系西部证券持有的可供出售权益工具，规模持续增长；自 2021 年起，因执行新金融工具准则，该科目重分类至交易性金融资产和其他权益工具投资科目核算，故科目余额减至 0。长期股权投资主要系公司对西部机场集团有限公司（以下简称“西部机场”）、陕西小保当矿业有限公司（以下简称“小保当矿业”）等的投资成本，2021 年末同比大幅增长，主要系公司追加对西部机场的投资，同时确认对小保当矿业较多投资收益所致。公司固定资产主要包括电厂、房屋建筑物及机器设备等，2021 年以来随着吉木萨尔电厂等转固而继续保持增长；同期，随着清水川电厂三期等项目建设

的推进，在建工程规模整体呈增长趋势。公司其他非流动资产主要系小壕兔矿权款、预付工程和设备款、税款重分类等，2021 年以来规模有所下降。

表 26：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	1,674.17	2,005.26	2,416.58	2,459.78
流动资产/总资产	56.92%	57.98%	60.31%	60.54%
货币资金	213.54	309.53	278.44	280.09
交易性金融资产	236.12	280.08	571.24	587.83
应收账款	51.68	63.30	57.55	53.22
预付款项	90.58	88.64	73.43	74.90
存货	198.00	232.50	284.92	304.05
其他流动资产	82.92	97.64	123.66	120.01
可供出售金融资产	45.29	81.35	--	--
其他权益工具投资	1.00	1.63	53.61	53.47
长期股权投资	45.38	53.20	108.81	113.10
固定资产	302.38	429.43	461.28	476.77
在建工程	137.42	72.83	109.77	104.13
其他非流动资产	51.39	54.28	48.50	44.24

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，公司负债主要由代理买卖证券款、卖出回购金融资产款、应付账款等流动负债和有息债务构成，2021 年以来规模继续扩大。具体来看，代理买卖证券款主要由西部证券的证券经纪业务产生，2021 年以来整体有所增长；卖出回购金融资产款主要为西部证券卖出回购债券，2021 年以来整体增幅较大，主要系场内和银行间的国债类回购业务增加所致；应付账款主要系应付货款及工程款等，2021 年以来规模有所波动；预收款项主要系公司地产项目预收房款，自 2021 年起，因执行新收入准则，该科目大部分被调整至合同负债科目核算，故 2021 年末该科目余额同比大幅下降。公司有息债务主要由银行贷款和债券等构成，2021 年以来随着经营规模和融资需求的扩大继续保持较快增长。此外，其他流动负债主要由短期及超短期融资券、短期融资款等有息债务构成，2021 年末同比大幅增长，主要系公司发行了多期超短期融资券以及应付短期融资款增加较多所致。从债务期限构成上看，2021 年以来，公司仍以长期债务为主，但随着公司多采用短期融资方式以及部分长期债务即将到期，短期债务规模整体大幅增长，占比亦整体呈上升趋势。

势，公司债务结构有待优化。

所有者权益方面，随着合并范围的扩大及经营利润的积累，2021 年以来公司所有者权益规模继续扩大。具体来看，2021 年以来公司实收资本保持不变；未分配利润随着经营积累而持续增长；其他权益工具系公司发行的永续或类永续融资工具，2021 年因公司发行多期永续中期票据，期末规模同比有所增长；少数股东权益仍为公司所有者权益的最主要构成，2021 年末主要因非全资子公司少数股东权益规模的扩大而同比大幅增长。

财务杠杆方面，2021 年以来随着债务规模的较快增长，公司财务杠杆水平整体呈上升趋势，截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.31%和 58.42%；若将其他权益工具调整至有息债务中，则同期末调整后的资产负债率和总资本化比率分别为 74.18%和 61.00%，已处于较高水平。

表 27：近年来公司资本结构和债务结构（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总负债	1,106.40	1,345.25	1,677.95	1,704.83
代理买卖证券款	120.94	135.79	148.30	144.38
卖出回购金融资产款	118.37	123.05	206.57	176.92
应付账款	67.06	81.99	78.46	82.60
预收款项	70.28	52.83	0.72	2.24
总债务	635.70	804.09	1,020.54	1,060.93
短期债务	221.33	268.20	456.82	406.09
短期债务/总债务	0.35	0.33	0.45	0.38
短期借款	79.54	57.11	74.14	72.46
一年内到期的非流动负债	58.12	103.78	226.90	183.81
其他流动负债	65.41	73.18	137.17	125.17
长期借款	227.09	324.31	367.85	389.23
应付债券	182.29	207.77	189.57	259.63
所有者权益合计	567.76	660.01	738.62	754.95
实收资本	100.00	100.00	100.00	100.00
未分配利润	64.09	78.26	115.22	123.33
其他权益工具	109.92	109.86	119.85	119.84
少数股东权益	221.76	290.56	312.45	319.88
资产负债率	66.09	67.09	69.44	69.31
总资本化比率	52.82	54.92	58.01	58.42

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径来看，母公司最主要的资产构成为长期股权投资和其他流动资产，分别主要为对子

公司的投资成本和对子公司的委托贷款，2021 年以来规模继续扩大。其中，母公司长期股权投资主要系对华秦投资、能源投资、陕西城投集团、西部证券、西部机场等子公司的投资成本，2021 年末同比增幅较大，主要系本期母公司追加对陕西城市投资集团、西部证券、西部机场集团等子公司的投资所致。由于母公司承担了较多融资职能，其负债主要为有息债务，且债务负担较重，2021 年以来整体仍有所增长。从债务期限构成上看，2021 年以来母公司仍以长期债务为主，但短期债务规模和占比较高，且 2021 年以来整体仍呈上升趋势，需关注其偿债安排及到期债务偿付情况。财务杠杆方面，2021 年以来母公司财务杠杆整体有所下降，主要系因发行永续类融资工具及未分配利润的增长使得母公司所有者权益持续增长所致。

表 28：近年来母公司资产、负债及权益情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	763.13	773.70	818.30	823.32
货币资金	40.29	38.80	28.21	31.08
长期股权投资	272.83	386.58	466.18	474.12
其他流动资产	292.10	242.07	233.37	228.35
总债务	399.53	411.16	433.08	430.52
短期债务	168.86	140.58	194.22	182.50
短期债务/总债务	0.42	0.34	0.45	0.42
所有者权益合计	317.46	319.78	346.69	352.12
其他权益工具	109.83	109.77	119.76	119.74
未分配利润	13.18	10.64	23.88	29.28
资产负债率	58.40	58.67	57.63	57.23
总资本化比率	55.72	56.25	55.54	55.01

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司经营活动和投资活动现金流缺口均由筹资活动弥补，未来仍需关注其资金平衡情况；同期，公司 EBITDA 仍能有效覆盖利息支出，但 2021 年以来，母公司口径的货币资金对短期债务的覆盖能力仍较弱，面临较大的短期偿债压力

经营活动方面，2021 年公司经营活动净现金流大幅下降，且由正转负，主要系当期西部证券持有的交易性金融资产规模大幅增加导致经营活动现金流出亦大幅增长所致；此外，2021 年以来公司收现比情况仍较好，经营获现能力较为稳定。投资活

动方面，随着项目建设的持续推进，2021 年公司投资活动现金流仍呈大额净流出状态，且净流出规模继续扩大。筹资活动方面，2021 年公司筹资活动现金流仍为大规模净流入，且净流入规模同比大幅增长，主要系本期经营活动和投资活动现金流缺口进一步扩大所致。

偿债指标方面，因债务规模始终较大且继续增长，2021 年以来公司经营活动净现金流和 EBITDA 仍无法覆盖债务本金，但 EBITDA 对利息支出的覆盖能力仍较好。从短期偿债能力来看，2021 年以来公司货币资金对短期债务的保障能力呈波动状态，截至 2022 年 3 月末货币资金/短期债务为 0.69 倍，公司面临一定的短期偿债压力。

表 29：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	33.10	39.47	-107.00	-14.67
收现比	1.04	1.04	1.03	1.07
投资活动净现金流	-59.17	-89.60	-126.53	-22.82
筹资活动净现金流	30.09	132.21	201.12	46.03
EBITDA	67.36	91.45	117.08	--
总债务/EBITDA	9.44	8.79	8.72	--
EBITDA 利息保障倍数	2.97	2.97	2.87	--
经营活动净现金流/总债务	0.05	0.05	-0.10	--
经营活动现金流利息覆盖倍数	1.46	1.28	-2.62	--
货币资金/短期债务	0.96	1.15	0.61	0.69

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司现金流方面，2021 年母公司经营活动净现金流大幅增长，且由负转正，主要系当期母公司支付的往来款规模大幅下降所致；同期，因对子公司追加投资较多，母公司投资活动现金流呈大额净流出状态；母公司承担较多融资职能，且主要通过银行借款和发行债券获取资金，2021 年因经营活动能为投资活动现金支出提供资金支持，故公司减小对外融资力度，筹资活动净现金流仍为负，但净流出规模缩减较多。偿债能力方面，2021 年以来，随着母公司 EBITDA 和经营活动净现金流的大幅增长，两者对利息支出的覆盖能力显著提高，且均能有效覆盖利息支出，但因债务规模仍较大，2021 年两者仍无法覆盖债务本金。短期偿债指标方面，

2021年以来，母公司货币资金对短期债务的覆盖能力整体呈下降趋势，截至2022年3月末货币资金/短期债务仅为0.17倍，母公司面临较大的短期偿债压力。

表30：近年来母公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	-22.95	-5.48	34.91	-2.22
投资活动净现金流	-42.41	19.85	-44.34	7.63
筹资活动净现金流	52.88	-15.85	-1.16	-2.54
EBITDA	42.36	25.27	45.22	--
EBITDA 利息保障倍数	2.15	1.36	2.31	--
经营活动净现金流/总债务	-0.06	-0.01	0.08	--
经营活动现金流利息覆盖倍数	-1.17	-0.29	1.78	--
总债务/EBITDA	9.43	16.27	9.58	--
货币资金/短期债务	0.24	0.28	0.15	0.17

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司未来两年到期债务规模较大，存在一定的债务偿还压力，但备用流动性充足；公司存在较大规模的受限资产，同时需关注公司未决诉讼的判决及执行情况

到期债务分布方面，截至2022年3月末，公司合并口径总债务规模为1,060.93亿元，其中1年以内、1~2年分别将到期406.09亿元和201.32亿元；截至2022年3月末，母公司口径总债务规模为430.52亿元，其中1年以内、1~2年分别将到期182.50亿元和94.45亿元。未来两年，公司到期债务规模较大，存在一定的债务偿还压力，中诚信国际将对公司偿债资金安排保持关注。

表31：截至2022年3月末公司债务到期分布（亿元）

到期时间	合并口径到期金额	母公司口径到期金额
2022.04~2023.03	406.09	182.50
2023.04~2024.03	201.32	94.45
2024.04~2025.03	125.72	67.99
2025年4月以后	327.79	85.58
合计	1,060.93	430.52

注：加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至2022年3月末，公司共获得银行授信额度1,859.91亿元，未使用授信额度为

1,087.40亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至2022年3月末，公司合并口径受限资产账面价值合计314.22亿元，规模较大，占总资产的比重为12.77%，主要系西部证券股票和卖出回购质押、用于抵押借款的土地和建筑物以及各类保证金和准备金等。

表32：截至2022年3月末公司受限资产情况（亿元）

资产类别	受限内容	账面价值
交易性金融资产	西部证券股票、卖出回购质押	204.44
存货	抵押借款的土地等	57.54
货币资金	各类保证金、存放央行法定存款准备金、一般风险准备金等	22.76
固定资产	抵押借款的建筑物等	19.14
应收账款	应收账款收费权	6.85
其他资产	其他	3.49
合计	--	314.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

对外担保方面，截至2022年3月末，公司对外担保余额为7.42亿元，占净资产的比重为0.98%，被担保对象均为国企，包括公司参股企业大唐韩城第二发电有限责任公司、大唐蒲城发电有限责任公司，代偿风险相对较小。

表33：截至2022年3月末公司对外担保情况（亿元）

担保对象	企业性质	担保余额
陕西宝麟铁路有限责任公司	国企	2.98
大唐韩城第二发电有限责任公司	国企	2.24
大唐蒲城发电有限责任公司 ⁵	国企	1.74
陕西长青能源化工有限公司	国企	0.47
合计	--	7.42

注：加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未决诉讼方面，截至本报告出具日，公司及子公司披露诉讼总笔数10笔，总金额265,549.19万元，其中未获得生效裁判文书的诉讼总笔数3笔，总金额67,493.68万元，其余案件处于执行阶段。若上述未决诉讼发生不利于公司的判决结论或执行困难，可能对公司的经营情况造成一定程度不利影响，中诚信国际将对此保持关注。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信

⁵ 曾用名“陕西华电蒲城发电有限责任公司”。

用报告》，公司存在一笔作为保证人的关注类贷款，余额为 17,350.00 万元，系公司对参股企业大唐蒲城发电有限责任公司的贷款担保。根据公司提供的由中国建设银行股份有限公司西安南大街支行出具的《关于陕西华电蒲城发电有限责任公司贷款五级分类的说明》，因历史债务原因，该笔贷款于 2007 年五级分类为“关注”，并于 2017 年由公司提供担保并实施重组，待重组观察期结束后，银行将依据相关政策上调该笔贷款的分类。除此以外，截至 2022 年 4 月 7 日，公司自身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。

外部支持

公司是陕西省首家国有资本投资运营公司，地位重要，涉及的多个行业在陕西省内具有区域垄断优势，2021 年以来在资产注入和财政补贴方面继续获得一定支持

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，且涉及的多个行业在陕西省内具有区域垄断优势。

2021 年以来，公司继续在资产注入和财政补贴方面获得一定支持。资产注入方面，2021 年，公司及下属子公司收到国有资本经营预算资金、无偿划转的土地资产等，共增加资本公积 1.72 亿元；财政补贴方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别获得政府补助 1.17 亿元和 0.23 亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”中。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持陕西投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 陕投 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：陕西投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：陕西投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	2,135,374.87	3,095,335.66	2,784,389.22	2,800,940.63
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2,402,727.98	2,857,955.53	5,712,446.24	5,878,295.77
应收账款净额	516,823.47	632,965.68	575,472.80	532,155.54
其他应收款	238,142.60	249,734.41	147,532.84	128,526.57
存货净额	1,979,958.67	2,324,985.76	2,849,229.16	3,040,461.57
可供出售金融资产	452,885.91	813,500.88	0.00	0.00
长期股权投资	453,756.09	531,984.32	1,088,115.75	1,130,950.57
固定资产	3,023,812.51	4,294,263.04	4,612,771.17	4,767,699.38
在建工程	1,374,182.05	728,293.70	1,097,741.35	1,041,261.78
无形资产	659,144.11	743,279.99	727,709.08	723,033.51
总资产	16,741,652.07	20,052,615.94	24,165,771.75	24,597,834.09
其他应付款	381,169.23	555,198.40	597,840.57	701,755.38
短期债务	2,213,252.34	2,682,008.45	4,568,194.09	4,060,862.09
长期债务	4,143,698.66	5,358,929.94	5,637,167.95	6,548,405.94
总债务	6,356,951.00	8,040,938.39	10,205,362.05	10,609,268.03
净债务	4,221,576.13	4,945,602.73	7,420,972.82	7,808,327.39
总负债	11,064,006.47	13,452,477.45	16,779,528.67	17,048,307.38
费用化利息支出	97,214.86	159,119.00	236,177.13	--
资本化利息支出	129,330.60	149,066.68	172,071.45	--
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	2,217,642.25	2,905,573.84	3,124,477.43	3,198,848.84
所有者权益合计	5,677,645.60	6,600,138.49	7,386,243.08	7,549,526.71
营业总收入	7,735,322.71	7,541,571.15	8,407,668.94	2,151,644.17
三费前利润	682,485.62	774,976.99	1,082,825.47	323,849.84
营业利润	380,906.71	524,883.87	624,228.29	225,855.73
投资收益	251,677.77	352,073.35	339,511.97	87,594.32
营业外收入	11,342.02	3,816.69	5,819.50	753.57
净利润	313,310.14	381,001.44	488,314.85	195,579.55
EBIT	485,868.33	650,649.17	860,020.47	--
EBITDA	673,589.99	914,457.48	1,170,810.29	--
销售商品、提供劳务收到的现金	7,701,121.39	7,486,666.78	8,194,151.63	2,211,187.17
收到其他与经营活动有关的现金	5,223,402.28	5,344,652.27	2,281,598.90	718,640.61
购买商品、接受劳务支付的现金	7,303,994.76	6,514,366.64	7,151,654.86	1,769,146.77
支付其他与经营活动有关的现金	5,877,304.27	5,826,852.01	4,820,885.18	1,205,713.72
吸收投资收到的现金	13,396.00	537,885.68	72,354.75	176,414.47
资本支出	553,682.22	547,380.14	890,135.62	165,807.05
经营活动产生现金净流量	330,986.20	394,738.98	-1,070,045.91	-146,663.33
投资活动产生现金净流量	-591,697.41	-896,025.61	-1,265,339.55	-228,215.62
筹资活动产生现金净流量	300,878.61	1,322,075.11	2,011,165.49	460,291.51
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	9.70	11.58	14.54	17.04
三费收入比(%)	6.23	7.86	9.15	6.86
总资产收益率(%)	2.97	3.54	3.89	--
流动比率(X)	1.42	1.51	1.36	1.47
速动比率(X)	1.13	1.21	1.09	1.17
资产负债率(%)	66.09	67.09	69.44	69.31
总资本化比率(%)	52.82	54.92	58.01	58.42
长短期债务比(X)	0.53	0.50	0.81	0.62
经营活动净现金/总债务(X)	0.05	0.05	-0.10	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.15	0.15	-0.23	--
经营活动净现金/利息支出(X)	1.46	1.28	-2.62	--
总债务/EBITDA(X)	9.44	8.79	8.72	--
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.34	0.26	--
货币资金/短期债务(X)	0.96	1.15	0.61	0.69
EBITDA 利息倍数(X)	2.97	2.97	2.87	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将合并口径下“其他流动负债”中的带息债务计入短期债务核算，将“长期应付款”中的带息债务和“租赁负债”计入长期债务核算；3、公司提供的 2022 年一季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

附三：陕西投资集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	402,872.53	388,035.73	282,106.99	310,806.29
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	29,579.40	30,719.33	20,373.22	26,351.34
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	787,256.01	70,699.14	203,419.14	191,832.42
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	19,013.61	264,933.39	0.00	0.00
长期股权投资	2,728,321.61	3,865,789.60	4,661,833.48	4,741,175.37
固定资产	1,020.93	734.21	1,574.38	1,453.39
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	481.33	140.75	437.20	393.06
总资产	7,631,340.21	7,737,040.20	8,183,002.70	8,233,245.59
其他应付款	50,241.19	51,841.53	377,170.96	400,695.05
短期债务	1,688,579.80	1,405,800.00	1,942,227.53	1,824,963.48
长期债务	2,306,713.14	2,705,763.49	2,388,580.04	2,480,208.27
总债务	3,995,292.94	4,111,563.49	4,330,807.56	4,305,171.75
净债务	3,592,420.41	3,723,527.77	4,048,700.57	3,994,365.46
总负债	4,456,736.72	4,539,265.12	4,716,140.87	4,712,059.37
费用化利息支出	196,595.10	185,791.19	195,658.09	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	3,174,603.50	3,197,775.07	3,466,861.83	3,521,186.22
营业总收入	183,988.13	196,841.09	176,136.59	40,375.63
三费前利润	182,677.98	195,239.95	174,220.16	40,022.99
营业利润	226,873.07	66,362.03	255,880.08	86,567.69
投资收益	249,705.86	69,581.42	284,428.48	91,952.64
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	226,351.36	66,023.20	254,892.76	86,567.69
EBIT	422,946.46	252,099.37	451,538.17	--
EBITDA	423,609.07	252,730.79	452,209.66	--
销售商品、提供劳务收到的现金	176,912.11	191,955.64	231,108.33	41,064.05
收到其他与经营活动有关的现金	48,449.38	4,123,043.21	2,764,470.25	2,400,799.49
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	441,284.38	4,350,526.95	2,630,048.32	2,458,122.26
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	783.97	9,652.62	23,689.24	0.00
经营活动产生现金净流量	-229,536.17	-54,791.85	349,141.07	-22,157.45
投资活动产生现金净流量	-424,068.83	198,484.30	-443,431.12	76,269.82
筹资活动产生现金净流量	528,751.96	-158,529.25	-11,638.69	-25,413.08
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	99.78	100.00	100.00	100.00
三费收入比(%)	114.30	99.71	115.65	122.03
总资产收益率(%)	5.88	3.28	5.67	--
流动比率(X)	1.93	1.59	1.22	1.26
速动比率(X)	1.93	1.59	1.22	1.26
资产负债率(%)	58.40	58.67	57.63	57.23
总资本化比率(%)	55.72	56.25	55.54	55.01
长短期债务比(X)	0.73	0.52	0.81	0.74
经营活动净现金/总债务(X)	-0.06	-0.01	0.08	--
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.14	-0.04	0.18	--
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.17	-0.29	1.78	--
总债务/EBITDA(X)	9.43	16.27	9.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.18	0.23	--
货币资金/短期债务(X)	0.24	0.28	0.15	0.17
EBITDA 利息倍数(X)	2.15	1.36	2.31	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将母公司口径下“其他流动负债”中的带息债务计入短期债务核算，将“租赁负债”计入长期债务核算；3、公司提供的2022年一季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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
	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)
偿债能力	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。