



# 陕西投资集团有限公司主体与 2018 年度第三期中期票据信用评级报告

大公报 D【2017】969 号

中期票据信用等级: **AAA**

主体信用等级: **AAA**

评级展望: **稳定**

发债主体: 陕西投资集团有限公司

注册总额: 20 亿元

本期发债额度: 10 亿元

本期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 置换到期债务融资工具

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

| 项 目               | 2017.9 | 2016   | 2015   | 2014   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产               | 1,261  | 1,077  | 1,044  | 731    |
| 所有者权益             | 416.04 | 343.25 | 318.09 | 240.51 |
| 营业总收入             | 153.41 | 201.70 | 164.37 | 110.32 |
| 利润总额              | 23.71  | 22.16  | 49.11  | 11.41  |
| 经营性净现金流           | -20.32 | -56.17 | -10.19 | 48.30  |
| 资产负债率 (%)         | 67.01  | 68.12  | 69.53  | 67.11  |
| 债务资本比率 (%)        | -      | 48.40  | 46.74  | 45.22  |
| 毛利率 (%)           | 34.32  | 30.87  | 48.78  | 38.30  |
| 总资产报酬率 (%)        | 1.88   | 2.55   | 5.50   | 2.68   |
| 净资产收益率 (%)        | 4.39   | 4.57   | 11.57  | 2.83   |
| 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) | -      | -7.37  | -0.98  | 4.99   |
| 经营性净现金流/总负债 (%)   | -2.57  | -7.70  | -1.68  | 12.79  |

注: 公司 2014 年财务数据采用 2015 年审计报告追溯调整的年初数; 2017 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 张伊君

评级小组成员: 王 泽 肖 冰

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

## 评级观点

陕西投资集团有限公司 (以下简称“陕投集团”或“公司”) 是陕西省重要国有资本经营管理主体, 业务范围涉及地质勘查、煤炭开采销售、发电、化工、金融等领域。评级结果反映了陕西省近年来经济保持较快发展, 能源资源丰富, 公司在陕西省国有经济发展中具有重要作用, 各产业板块具有一定协同作用等优势; 同时也反映了西部证券股份有限公司 (以下简称“西部证券”) 盈利能力易受证券市场行情影响, 乐视网贾跃亭股票质押违约事件将对西部证券 2017 年盈利产生负面影响, 公司债务规模大幅增长, 部分被担保企业盈利能力很弱, 面临很大的代偿风险等不利因素。综合分析, 公司偿还债务的能力极强, 本期票据到期不能偿付的风险极小。

预计未来 1~2 年, 公司作为陕西省政府国有资本经营管理的投资经营主体地位不会改变。综合来看, 大公对陕投集团的评级展望为稳定。

## 主要优势/机遇

- 依托丰富的能源资源优势, 陕西省近年来经济保持较快发展, 主要经济指标均居西部地区前列, 为公司的持续发展提供良好外部环境;
- 作为陕西省重要的国有资本经营管理投资主体, 公司在陕西省国有经济发展中具有重要作用;
- 公司各产业板块具有协同优势, 煤炭勘探、开采、发电一体化正逐步形成规模, 整体业务发展良好, 上下游及配套产业链不断完善。

## 主要风险/挑战

- 宏观环境的不确定性 & 证券市场的波动性使得西部证券的盈利能力稳定性面临一定压力;
- 受乐视网贾跃亭股票质押违约事件影响, 计提大额资产减值准备将对西部证券 2017 年盈利产生负面影响;
- 公司负债规模大幅增加, 短期面临一定偿付压力;
- 部分被担保企业资不抵债且盈利能力很弱, 公司面临很大的代偿风险并已计提部分预计负债。

大公国际资信评估有限公司  
二〇一八年三月二十七日

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（[www.dagongcredit.com](http://www.dagongcredit.com)）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 发债主体

陕投集团前身是陕西能源集团有限公司（以下简称“陕能集团”），陕能集团是经陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）批复（陕国资改革发【2011】444号）同意设立的国有独资公司。作为陕西省国资整合进程的重要环节，陕西省政府组建陕能集团具体方案（见图1）为将原陕西省投资集团（有限）公司（以下简称“原陕投集团”）下属的陕西省天然气股份有限公司（以下简称“陕西天然气”）和渭南天然气有限责任公司股权划转至新成立的陕西燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”），之后将原陕投集团划出天然气资产后的全部剩余资产和陕西省煤田地质有限公司资产整体并入新成立的陕能集团，由此完成陕能集团的最终组建。

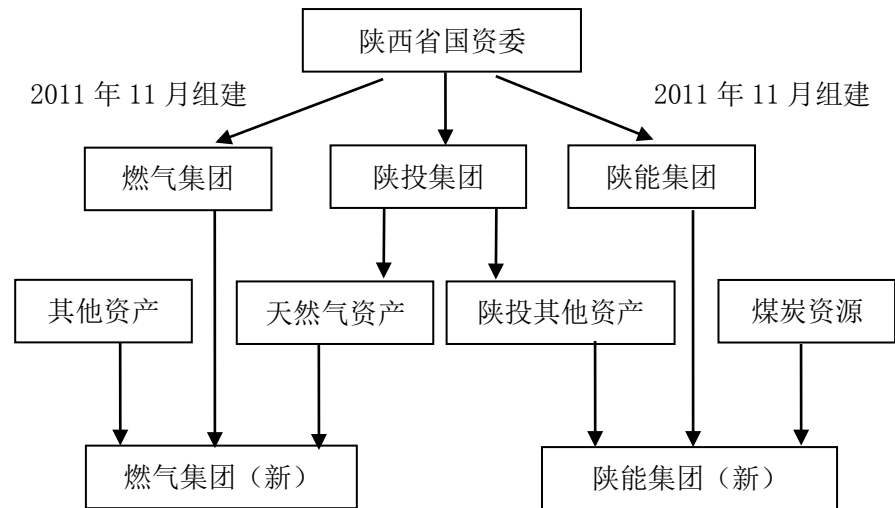


图1 陕能集团和燃气集团重组方案

资料来源：根据公司提供资料整理

公司初始注册资本为30.00亿元人民币，由陕西省国资委以现金25.00亿元和陕西省煤田地质集团有限公司（以下简称“煤田地质公司”）2010年末的账面合并国有净资产5.00亿元出资成立。后经陕西省国资委相关文件，以2012年6月30日为基准日将陕西省煤田地质局<sup>1</sup>事业性国有资产划转至公司，其中9.80亿元作为公司注册资本，其余部分计入资本公积，本次增资后公司注册资本变更为39.80亿元。根据陕西省国资委《关于将陕西省投资集团（有限）公司资产划转陕西能源集团有限公司的批复》（陕国资改革发【2014】186号），以2013年12月31日为基准日，将陕投集团经审计后的归属于母公司的净资

<sup>1</sup> 陕西省煤田地质局成立于1954年6月，根据陕西省国资委《关于陕西省煤田地质局资产划入陕西能源集团有限公司的批复》（陕国资产权发【2013】27号），将陕西省煤田地质局划转至陕能集团，之后陕能集团将陕西省煤田地质局资产划入煤田地质公司。



产划转至本公司，其中 60.20 亿元作为公司资本金，剩余部分计入资本公积，公司注册资本变更为 100 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司注册资本为 100 亿元人民币，陕西省国资委为实际控制人。

2018 年 1 月 10 日，公司发布《陕西能源集团有限公司关于名称变更的公告》称，陕西省国资委同意公司更名为“陕西投资集团有限公司”；继续保留“陕西能源”名称，将其作为企业煤电产业重组改制与公开募股上市的主体。公司已于 2018 年 1 月 5 日，在陕西省工商局完成工商变更登记，正式更名为“陕西投资集团有限公司”，公司更名后将不影响相关的债权债务关系的承继。

陕投集团作为陕西省重要国有资本经营管理主体，受陕西省政府委托，对全省重大产业发展项目进行投资开发和管理，陕西省国资委履行出资人职责。截至 2017 年 9 月末，陕投集团纳入合并报表的子公司共有 52 家，涉及煤炭、电力、化工、金融、房地产、酒店等多个行业，其中西部证券股份有限公司（股票简称“西部证券”；股票代码：002673）为 A 股上市公司。

## 发债情况

### 本期票据概况

陕能集团拟在银行间市场交易商协会注册总额为 20 亿元的中期票据，分期发行，本期为第一期（2018 年度第三期），发行金额 10 亿元人民币，发行期限为 5 年。票据面值 100 元，采取簿记建档、集中配售方式确定的方式发行，到期日按照面值兑付。本期票据采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期票据无担保。

### 募集资金用途

本期票据拟募集资金 10 亿元，用于置换到期债务融资工具。

## 宏观经济和政策环境

**现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但市场需求疲软，结构调整过程中新旧动能转换仍存障碍；预计未来短期内我国经济仍将面临较大下行压力，长期来看经济增长将趋于稳定，但经济运行仍面临较多的风险因素**

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但仍面临较大的经济下行压力，主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算，2016 年，我国实现 GDP74.41 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.7%，较 2015 年下降 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速同比下降 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比





增长 8.1%，增速同比下降 1.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 6.9%，对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外，近年来国内需求增长减慢，国际需求降幅收窄，2016 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年，全国公共财政预算收入同比增长 4.5%，增速同比继续下滑，政府性基金收入同比增长 12.0%。同期，全社会融资规模增量为 17.80 万亿元，新增人民币贷款 12.65 万亿元。2017 年前三季度，我国国民经济延续了稳中向好的发展态势，GDP 同比增速为 6.9%，较上年同期加快 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比实际增长 6.7%，固定资产投资（不含农户）同比增长 7.5%，社会消费品零售总额同比增长 10.4%，进出口总额同比增长 16.6%。同期，全国公共财政预算收入为 13.41 万亿元，同比增长 9.7%；政府性基金预算收入为 3.85 万亿元，同比增长 33.3%。此外，2017 年前三季度，我国全社会融资规模增量为 15.67 万亿元，同比增长 2.21 万亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加 11.46 万亿元，同比增长 1.46 万亿元。截至 2017 年 9 月末，广义货币（M2）余额 165.57 万亿元，同比增长 9.2%，增速较去年同期下降 2.3 个百分点。整体来看，中国经济“新常态”特征更加明显，供给侧结构性改革及重点领域改革逐步落实并取得积极进展，部分指标有所好转，经济增长的稳定性有所提高，外部需求疲软的态势仍将继续，结构性矛盾仍然突出，主要经济指标增速放缓，经济下行压力依然较大。

针对经济下行压力增大，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。在坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，扩大结构性减税范围，实行普遍性降费，盘活财政存量资金。发行地方政府债券置换存量债务，降低利息负担，减轻了地方政府偿债压力，形成了以“营改增”为主要核心内容的结构性减税政策，逐步降低了企业成本。稳健的货币政策注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。按照加强供给侧结构性改革的要求，积极稳妥降低企业杠杆率，采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力。扩大有效投资，设立专项基金，加强水利、城镇棚户区和农村危房改造、中西部铁路和公路等薄弱环节建设。制定出台促进民间投资健康发展若干政策措施，对做好民间投资工作提出具体要求。继续实施创新驱动发展战略纲要和意见，深入推进大众创业、万众创新政策举措，落实“互联网+”行动计划，推动经济新旧动能加速转换。发改委精简前置审批，实施企业投资项目网上并联核准，改革投融资体制，积极推广政府和社会资本合作模式，出台基础设施和公用事业特许经营办法，充分激发社会投资活力。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度，一方面增加公共产品有效投资，启动实施一系列棚户区和危房改造、中西部铁路、高标



准农田、信息网络、清洁能源和传统产业技术改造等重大项目；另一方面，全国多地出台楼市调控新政策，通过提高首付比例、住房限购限贷等措施，遏制房价过快上涨，增加房地产市场的有效供应。2017年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。党的十九大报告指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，不断增强我国经济创新力和竞争力。

从外部环境来看，世界经济总体增速放缓，美国经济基本面强劲，主要经济指标表现较好，但英国脱欧加剧欧盟经济发展的不确定性。新兴经济体下行压力加大，加之美元走强、大宗商品价格大幅波动、国际地缘政治冲突此起彼伏，世界经济增长缓慢，加剧了贸易保护主义抬头，国内经济增长受到一定影响。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

## 行业及区域经济环境

### ● 煤炭行业

**煤炭行业具有显著的周期性特点，受宏观经济环境影响较大；2012年下半年以来，煤炭下游需求持续低迷，行业产能过剩情况持续，行业利润空间继续收窄；2016年4月以来，受煤炭供给侧改革及下游市场需求改善的双重影响，煤炭价格在近4年的深幅下跌后大幅回暖，煤炭行业亏损状况明显改善**

煤炭行业属周期性行业，行业增长与宏观经济以及下游行业的发展密切相关，煤炭的下游需求主要集中在电力、建材和冶金等方面。2012~2015年，我国火电发电量同比增速分别为0.06%、6.89%、-0.40%和-2.80%，火电发电量连续两年负增长；水泥产量同比增速分别为7.40%、9.57%、1.80%和-5.78%，粗钢产量同比增速分别为3.10%、7.54%、0.90%和-2.35%，水泥产量和粗钢产量均首次出现负增长。综合来看，2013年煤炭主要下游行业虽有所回转，但力度不大，2014年增速出现大幅下滑且明显低于2012年的水平，导致煤炭下游需求持续低迷。

价格方面，2014~2015年，无烟煤中块、小块以及末煤全国平均价跌幅均超过300元/吨；此外，动力煤和气煤同样出现深幅下跌，2015年动力煤价格全年跌幅约为28.46%，气煤价格全年跌幅约为23.07%，跌幅均较2014年全年有所扩大。受价格持续大幅下跌影响，煤企盈利能力下降，亏损增加；2015年，煤炭开采和洗选业实现主营业务收入



24,994.90 亿元，同比减少 14.80%；利润总额 440.80 亿元，同比大幅减少 65.00%；销售利润率由 2014 年的年均 4.14% 降至 1.75%；亏损企业累计 2,027 家，亏损额累计 972.60 亿元，较 2014 年同期扩大 24.41%。

2016 年 4 月以来，受煤炭供给侧改革及下游市场需求改善的双重影响，煤炭价格在近 4 年的深幅下跌后大幅回暖，截至 2017 年 9 月末，环渤海动力煤价格指数已从 2016 年初的 371 元/吨增长至 586 元/吨，主要是 4 月以来受到执行 276 天工作日有效减少煤炭产量的影响，煤炭价格出现利好支撑，价格有所回升；房地产行业 2016 年以来出现整体回暖，2016 年，全国房地产开发投资完成额为 102,581 亿元，同比增长 6.90%，受此带动，钢铁和水泥等煤炭下游行业需求均有所增长；随着冬季北方供暖到来使得煤炭需求进入年度高峰期，2016 年，全国火电发电量同比增长 2.60%，下游需求的增长使得煤炭价格短期内出现明显回升。随着煤炭价格短期内的迅猛增长，煤炭企业亏损面得到一定控制，煤炭行业利润总额累计同比于 2016 年 8 月出现增长，2016 年煤炭开采和洗选业利润总额为 1,090.90 亿元，同比增长 147.48%，行业内经营状况改善明显，亏损企业个数在 2016 年 5 月出现明显减少，亏损企业亏损总额同比也有所下降。截至 2017 年 9 月末，行业内亏损企业个数为 1,050 家，较 2016 年末减少 440 家，亏损总额为 216.60 亿元，同比下降 61.97%，煤炭行业亏损状况明显改善。

但中长期来看，国家已放开对合格合规产能 276 个工作日的限制，供给侧改革对煤炭价格的促进将有所放缓，随着风电、核电等新型电力产能发展，火电行业需求无显著增长；水泥、粗钢等下游工业在新常态经济的环境下，煤炭下游需求将很难有大幅增长，且仍将保持较强的周期性，此外 2016 年 10 月以来，多城市发布房地产调控政策，预计地产企业投资将趋于谨慎，投资增速放缓，钢铁、水泥等行业受到影响，继而影响煤炭需求。从另一方面看，2016 年初煤炭价格已接近大多数煤炭企业成本线，煤炭价格继续下跌空间有限，因此煤炭价格运行将较为稳定，煤炭企业经营向好，行业利润空间保持在稳定区间。

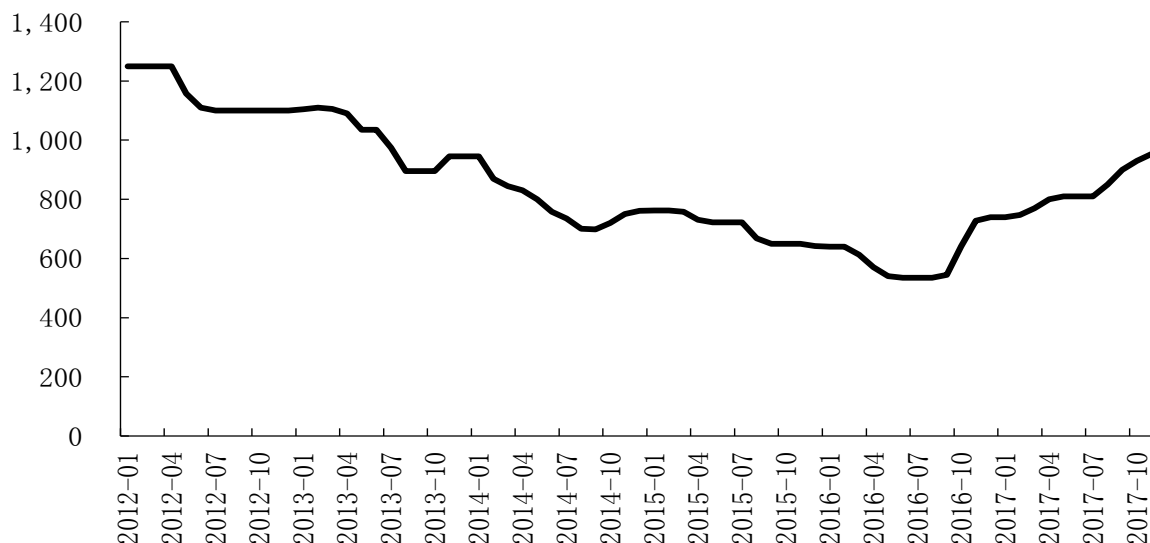


图1 2012年1月至2017年10月阳泉无烟洗小块车板价（含税）变动情况（单位：元/吨）

数据来源：Wind

**国家继续推进煤矿企业兼并重组，淘汰落后产能，2014年煤炭相关政策密集出台，2016年去产能执行力度加强，配套政策陆续出台，有助于促进行业产能调整，有利于大型煤炭企业的发展**

“十二五”期间以来，国家继续积极推进煤炭行业结构调整，通过整合、淘汰中小煤矿落后产能和做大做强国有大型煤炭企业的方式调整煤炭产业结构，促进煤炭工业健康发展。特别是2014年下半年以来，国家密集在遏制超产、总量控制、在建矿治违、进口关税、清费立税等方面出台一系列政策，有望促进煤炭行业的产能调整。2014年8月，三部委联合发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》要求所有煤矿要按照登记公布的生产能力和承诺事项组织生产，合理安排年度、季度、月度生产计划。煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产能力。2014年10月，财政部、国家税务总局发布《关于实施煤炭资源税改革的通知》，自2014年12月1日起在全国范围内实施煤炭资源税从价计征改革；煤炭资源税税率幅度为2%~10%，具体由各省、自治区、直辖市财税部门决定。随后各省出台税率标准，均以不增加企业负担为限。2014年全年煤炭产量首次出现同比下降，2015年煤炭产量同比继续下降。总体来看，国家以大基地、大企业、大煤矿建设以及淘汰落后产能为重要抓手，加快推进煤炭产业结构调整，取得了一定成效。

2016年以来，国家继续加大煤炭行业去产能政策执行力度，明确去产能目标。2016年2月5日，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，对今后3~5年化解煤炭行业过剩产能、推动煤炭企业实现脱困发展提出要求、明确任务并作出部署。在化解产能方面，明确从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿





吨左右、减量重组 5 亿吨左右；3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换；对 13 类落后小煤矿等要尽快依法关闭退出；对产能小于 30 万吨 / 年且发生重大及以上安全生产责任事故的煤矿，要在 1 至 3 年内淘汰；要对长期亏损、资不抵债的煤矿，长期停产、停建的煤矿，以及资源枯竭、资源赋存条件差的煤矿，通过给予政策支持等综合措施，引导其有序退出。2 月 14 日，中国人民银行、发展改革委、工业和信息化部、财政部、商务部、银监会、证监会、保监会联合印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》指出，对钢铁、有色、建材、船舶、煤炭等行业中产品有竞争力、有市场、有效益的优质企业继续给予信贷支持，帮助有前景的企业渡过难关。对产能严重过剩行业未取得合法手续的新增产能建设项目，一律不得给予授信；对长期亏损、失去清偿能力和市场竞争力的“僵尸企业”，或环保、安全生产不达标且整改无望的企业及落后产能，坚决压缩退出相关贷款。4 月 18 日，国家安全监管总局、国家煤矿安监局发布意见要求全国所有生产煤矿按每年 276 个工作日重新确定煤矿生产能力；人社部、国家发改委等七部门印发《关于在化解钢铁、煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》，对多渠道分流安置职工做出安排。5 月 18 日，财政部印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理暂行办法》，主要包括安排 1,000 亿元专项奖补资金支持化解过剩产能，实施钢铁煤炭行业有关税收优惠政策，实施钢铁煤炭企业重组、破产等的财税会计支持政策，实施钢铁煤炭企业化解过剩产能金融政策，实施鼓励煤层气开发利用的财政政策等 5 项内容。发改委、能源局等四部门联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，主要引导煤企减产，同时提出在目前煤炭价格偏低的情况下，煤炭工业协会可通过相应措施促使价格回升。2016 年 2 月以来，山西、甘肃、河南、内蒙古等多个省份及自治区发布了各省的煤炭行业解困的相关指导意见，主要围绕化解过剩产能、清理“僵尸企业”等内容。此外，黑龙江、山西、陕西以及国资委旗下多家央企将被列为煤炭去产能试点地区和企业。2016 年 8 月，按照国务院常务会议部署要求，成立 10 个钢铁煤炭行业化解过剩产能专项督查工作组，主要针对去产能有关政策的贯彻落实情况、任务分解和进度落实情况、产能实际退出情况、奖补资金筹措使用情况、职工安置情况、开展“三个专项行动”、信息公开、接受监督及档案管理等情况，以及总结推广先进经验情况进行督查。随后，督察组对相关情况进行了反馈，督查结果认为钢铁煤炭去产能进度缓慢，截至 2016 年 7 月末，全国 2016 年去除煤炭产能 2.5 亿吨的任务只完成了约 38%，因此督察组要求各地采取有效措施，加快进度，并严防作假，同时需进一步加大去产能政策的落实力度。2017 年 2 月，国家能源局发布《2017 年能源工作指导意见》，重点任务之一为继续化解煤炭产能过剩，全年力争关闭落后煤矿 500 处以上，退出产能 5,000 万吨左右。



2016年9月8日，国家发改委等部门召集神华、中煤等数十家大型煤炭企业，召开了稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案启动工作会议，会议确定中国煤炭工业协会与符合先进产能条件的大型煤炭企业签订自愿承担稳定市场调节总量任务的相关协议，意味着部分先进产能将被获准适当释放，但调整后的年度产量仍不能突破276个工作日核定的产能，符合先进产能标准的大型现代化煤矿将自愿承担稳定煤炭市场调节供应总量的任务，在市场供应偏紧时按要求增加产量，在市场供求宽松时按要求减少产量，政策正式出台后将对大型国有煤炭生产企业存在利好影响。2016年11月16日，国家发改委等部门组织召开了推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议，会议部署要进一步加快和增长符合安全条件的产能释放，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都按330个工作日组织生产。2016年12月30日，国家发改委、国家能源局制定并印发《煤炭工业发展“十三五”规划》，计划“十三五”期间我国煤炭总产量为39亿吨/年，年均增速为0.8%，消费量41亿吨/年，年均增速为0.7%，“十三五”期间我国煤炭产量及消费量均为正增长；化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年左右。“十三五”规划从2016年起，3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目，预计到2020年煤矿数量控制在6,000处左右，120万吨/年及以上大型煤矿产量占比80%以上，大型煤炭基地产量占95%以上，煤炭企业数量控制在3,000家以内，5,000万吨及以上大型企业产量占60%以上，优化煤炭企业结构将有利于大型煤炭企业发展。规划提出煤炭总体布局实行战略性西移，东部地区原则上不再新建煤矿，中部和东北部地区从严控制接续煤矿，压缩湖北、湖南、河北、安徽等省份煤炭生产规模，有序推进陕北、新疆、神东等区域煤炭基地建设。煤炭生产的区域化结构性差异将利好山西、内蒙、新疆等地区煤炭企业的长远发展。

此外2016年4月份以来，随着去产能政策实施力度的加强，煤炭下游需求的增加，煤炭价格水平整体回升，企业盈利能力有所提高，且多家地方政府出面为所属煤企提供金融面支持，成立帮扶小组等，融资能力对煤企经营将起到维稳的作用。2016年12月16日，银监会、发改委、工信部联合下发了《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》（以下简称“《意见》”），《意见》要求银行业金融机构对技术设备先进、产品有竞争力的钢铁煤炭企业应当继续给予信贷支持，不得抽贷、压贷、断贷；对违规新增钢铁煤炭产能的项目及落后产能等实行严格控制，要坚决压缩、退出相关贷款。银监会已于2016年上半年组织了专项检查，淮北矿业不存在违规项目，各家金融机构均正常给予信贷支持。《意见》鼓励银行业金融机构对煤炭企业实行贷款重组，调整贷款结构，合理确定贷款期限，按照国家有关规定减免利息，支持企业债转股，降低企业负债率。同时，煤企亏损面在政策及市场需求的双作用下得到较好控制，也使得金融市场对煤

炭行业的观望态度得到缓解。

整体来看，2016 年煤炭行业去产能政策执行力度加大，配套政策陆续出台，供给侧的改革与冬季煤炭需求的增加均促进了煤炭行业回暖。煤炭在我国能源消费中长期保持基础性地位，而行业集中度提升、煤炭清费立税、煤炭质量管理等相关产业政策法规有利于提升产业集中度，调整煤炭结构，规范产业发展，为大型煤炭企业奠定了良好的外部发展环境。2016 年 4 月份以来，随着供给侧改革力度的加大及下游需求的增加，煤炭价格水平整体回升，行业内企业经营情况向好，行业信贷环境有所改善。

## ● 电力行业

### 2016 年全社会用电量增速有所回升，用电结构有所优化，全国发电设备利用小时数继续下降

2016 年，我国实现全社会用电量 5.92 万亿千瓦时，同比增长 5.0%；工业和制造业用电量增速均由负转正，且 2016 年以来呈回升态势，用电负增长的黑色金属冶炼行业，以及低速增长的化工、有色金属冶炼行业排在制造业用电增速倒数后三位，建材行业排在倒数第六位，除高耗能行业外，其它大部分制造业保持一定增长水平；第三产业、城乡居民生活用电量同比增长 11.2% 和 10.8%。2017 年 1~9 月，全国全社会用电量 4.69 万亿千瓦时，同比增长 6.9%，其中第一产业用电量 911 亿千瓦时，同比增长 7.8%；第二产业用电量 3.26 万亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速同比提高 4.1 个百分点，占全社会用电量比重为 69.6%；第三产业用电量 6,659 亿千瓦时，同比增长 10.5%，增速同比回落 1.0 个百分点；城乡居民生活用电量 6,688 亿千瓦时，同比增长 7.5%，增速同比回落 4.0 个百分点。总体来看，2016 年以来我国用电需求有所回升，用电结构明显优化。

截至 2017 年 9 月末，全国 6,000 千瓦及以上电厂装机容量为 16.7 亿千瓦，同比增长 7.6%，增速同比下降 3.2 个百分点，其中，水电 2.9 亿千瓦、火电 10.8 亿千瓦、并网风电 1.6 亿千瓦、核电 3,582 万千瓦。

利用小时数方面，2016 年全国发电设备利用小时数为 3,785 小时，同比继续下降 203 小时。其中 2016 年火电 4,165 小时，同比下降 199 小时，为 1964 年以来的最低水平；水电 3,621 小时，同比增加 31 小时；并网风电 1,742 小时，同比提高 18 小时。2017 年 1~9 月，全国发电设备累计平均利用小时 2,811 小时，同比减少 7 小时；水电设备平均利用小时为 2,674 小时，同比下降 92 小时；火电设备平均利用小时为 3,117 小时，同比增加 47 小时。

总体来看，2016 年以来全社会用电量增速明显回升，用电结构有所优化；全国发电设备平均利用小时同比继续下降。

**近年来，煤电调控政策措施不断升级，同时，新电改政策密集出台推动电力市场化进程，具备成本优势的火电以及相对低价的水电，有望在新电改中受益**

火电面临利用小时数逐年下降、规划建设规模较电力需求偏大等问题，为引导地方及发电企业有序推进煤电项目规划建设，2016年以来，国家发改委、国家能源局联合印发了《关于促进我国煤电有序发展的通知》、《关于进一步规范电力项目开工建设秩序的通知》、《关于建立煤电规划建设风险预警机制暨发布2019年煤电规划建设风险预警的通知》等文件；9月，国家能源局叫停了15项、总装机达1,240万千瓦的不具备核准建设条件的煤电项目；10月10日能源局以“特急”文件的形式下发《关于进一步调控煤电规划建设的通知》，该文件要求进一步加大风险预警等级为红色省份自用煤电项目（不含民生热电）规划建设的调控力度。在一系列国家控制煤电建设的相关政策背景下，火电装机新增装机有所下降。2016年火电新增装机5,338万千瓦，同比减少1,983万千瓦；2017年1~9月，全国主要发电企业火电工程完成投资496亿元，同比下降25.0%，国家控制煤电建设的相关政策效果有所显现。

2016年以来，国家发改委、能源局密集出台省级电改方案，《售电公司准入与退出管理办法》、《有序放开配电业务管理办法》、《电力中长期交易基本规则》等核心配套文件相继落地。同时，各省级电力交易中心密集揭牌，随着相对独立的交易中心的组建及各类售电公司的建立及运行，发电及售电侧都会逐步放开，产业链的利益将进行再分配，逐步实现保底售电加竞争售电的供电结构。国家能源局要求，2016年力争直接交易电量比例达到本地工业用电量的30%，2018年实现工业用电量全部放开，2020年实现商业用电量的全部放开。

对于发电企业来说，竞价上网机制形成后，竞争优势主要体现在企业在目前基础上的让利意愿与空间，预计具有降价意愿和降价空间的企业具有相对优势。从电源结构上看，相对低价的水电相对于火电、风电等其他电源来说，具备长期竞争优势。

## ● 证券行业

**我国资本市场已初具规模，但经济新常态的发展和供给侧结构性改革对证券公司平稳经营和风险管理提出较高要求**

在股权市场方面，以主板（含中小板）、创业板和“新三板”（全国中小企业股份转让系统）构成的多层次市场体系已初步建立。截至2017年9月末，境内上市公司（A、B股）3,399家，股票市价（A、B股）总值为56.89万亿元，较2016年末增长11.94%。

在债券市场方面，初步形成了银行间债券市场、证券交易所债券市场和商业银行柜台市场组成的分层有序的市场体系。2016年，我国债券市场共发行债券35.60万亿元，同比增长55.59%，其中公司信用





类债券（不包括政府支持机构债券）发行 8.24 万亿元，同比增长 22.58%。截至 2017 年 9 月末，我国债券市场总托管余额为 71.9 万亿元。

在期货市场方面，截至 2017 年 9 月末，我国期货品种总数共 52 个，其中商品期货品种 47 个，金融期货品种 5 个。2017 年 1~9 月，期货市场成交量和成交额分别为 23.59 亿手和 140.75 万亿元，同比分别下降 27.26%和 2.97%，其中金融期货累计成交 1,851.23 万手，成交金额 18.40 万亿元，占期货市场的 13.07%，同比增长 41.65%。

我国证券公司发展目前正处于规范发展期。截至 2017 年 6 月末，我国境内共有证券公司 129 家，总资产 5.81 万亿元，净资产 1.75 万亿元，净资本 1.50 万亿元。2017 年 1~6 月，境内证券公司实现营业收入 1,436.96 亿元，其中代理买卖证券业务净收入 388.54 亿元，证券承销与保荐业务净收入 169.23 亿元、资产管理业务净收入 139.98 亿元、证券投资收益(含公允价值变动)365.89 亿元、利息净收入 197.93 亿元；实现净利润 552.58 亿元，117 家证券公司实现盈利。

另一方面，我国资本市场需要更好地服务于经济新常态的发展和供给侧结构性改革，市场发展水平和市场化水平有所不足，法律建设、监管和投资者保护有待加强。2015 年 6 月以来，我国股票市场出现大幅震荡，市场流动性风险和金融系统性风险凸显，进一步暴露了我国股票市场不成熟、制度不健全、监管不适应以及上市公司和投资者结构不合理、短期投机炒作过多等问题。

2013 年 11 月通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出了健全多层次资本市场体系、推进股票发行注册制改革、多渠道推动股权融资、发展并规范债券市场、提高直接融资比重等重大措施，为我国资本市场的发展指明了方向。2014 年 5 月，《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》出台，要求加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展。2016 年 12 月，深港通正式开通，进一步扩大了内地与香港股票市场互联互通的投资标的范围和额度，利于促进内地资本市场开放和改革，进一步学习借鉴香港比较成熟的发展经验。

2017 年 7 月召开的第五次全国金融工作会议围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务做出重大部署。金融机构必须坚持稳中求进工作总基调，遵循金融发展规律，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，创新和完善金融调控，健全现代金融企业制度，完善金融市场体系，推进构建现代金融监管框架，加快转变金融发展方式，健全金融法治，保障国家金融安全，促进经济和金融良性循环、健康发展。



总体而言，我国资本市场经过多年发展已初具规模，并不断向市场化、法治化和国际化迈进，但经济新常态的发展和供给侧结构性改革对证券公司平稳经营和风险管理提出较高要求。

### **一系列旨在推动资本市场健康发展和证券行业把控风险的政策和措施相继出台，有利于避免证券市场系统性风险的发生并促进证券公司的规范发展**

随着证券市场的发展，我国证券行业已形成了以中国证监会依法进行集中统一监督管理为主，证券业协会和证券交易所等自律性组织对会员实施自律管理为辅的管理体制和集中监管与自律监管相结合，全方位、多层次的监管体系。同时，以《证券法》、《证券公司监督管理条例》等为核心的证券业监管法律法规体系初步建立并不断完善。

2014 年以来，监管机构按照《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》的要求，出台了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》、《全国中小企业股份转让系统股票转让细则（试行）》、《私募投资基金监督管理暂行办法》、《优先股试点管理办法》等一系列法规制度，加快发展多层次股权市场，积极推进企业并购重组，规范发展债券市场，建立健全私募市场监管规则体系，稳步推动期货市场创新，促进资本市场长期稳定健康发展。针对证券公司的发展，监管机构于 2014 年 3 月发布《关于鼓励证券公司进一步补充资本的通知》，鼓励证券公司通过首次公开发行及在全国中小企业股权转让系统挂牌、增资扩股、留存利润等方式多渠道补充资本，并推出证券公司短期公司债券试点，允许证券公司以私募方式发行一年期以内债券，无须事前核准。

面对 2015 年 6 月以来出现的股票市场异常波动，监管部门采取包括暂缓新股发行，中国证券金融公司大幅增资扩股，加大对操纵市场、内幕交易、违反规定和承诺减持上市公司股份等违法违规行为的查处力度，提前发布《证券公司融资融券业务管理办法》，对交易股指期货合约部分账户限制开仓和提高期货卖出持仓交易保证金比例等多种措施，维护股市稳定，避免可能发生的系统性风险。

随着我国资本市场的不断发展，证券公司业务模式逐渐多元化，相关风险类别日趋复杂，2016 年 6 月，证监会发布了《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》，以适应新形势下风险管理的需要，提升风险控制指标的持续有效性，促进证券公司稳定健康发展。为配合该办法实施，同年 12 月，中国证券业协会发布了《关于修订〈证券公司全面风险管理规范〉等四项自律规则的通知》，进一步推动证券公司强化风险管理意识，建立健全风险管理体系，提高自身风险管理能力和水平。

进入 2017 年，防控金融风险受到进一步重视，中共中央明确提出金融安全是国家安全的重要组成部分，要高度重视防控金融风险，加



强监管协调，加强金融服务实体经济，加大惩处违规违法行为工作力度。面对国家最新要求和行业风险形势，2017 年以来，监管机构先后出台了《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》、《区域性股权市场监督管理试行办法》和《关于发布〈证券公司私募投资基金子公司管理规范〉及〈证券公司另类投资子公司管理规范〉的通知》，分别从公司债券违约风险应急处置、区域性股权市场监管职责和证券公司各类子公司自律管理体系的角度防范金融创新引发的风险，完善监管体系与制度。总体而言，我国证券行业监管体系和法律法规体系初步建立并不断完善，一系列旨在推动资本市场健康发展和证券行业把控风险的政策和措施相继出台，有利于避免证券市场系统性风险的发生并促进证券公司的规范发展。

**陕西省是我国西部地区的重要省份，能源资源储量丰富，近年来经济保持较快发展，主要经济指标均居西部地区前列，为公司发展提供良好的外部环境**

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。截至 2016 年末，全省常住人口 3,813 万。陕西省是我国能源资源大省，煤、石油、天然气等重要能源资源储量和产量在全国排名前列，煤炭探明储量约占全国 1/4，天然气和石油储量分别位居全国第 2 和第 4 位，境内神府煤田、长庆油气田、延长油气田等均为我国重要的能源基地。

**表 1 2014~2016 年陕西省经济发展主要指标（单位：亿元、%）**

| 指标        | 2016 年 |      | 2015 年 |      | 2014 年 |      |
|-----------|--------|------|--------|------|--------|------|
|           | 金额     | 增速   | 金额     | 增速   | 金额     | 增速   |
| 地区生产总值    | 19,165 | 7.6  | 18,172 | 8.0  | 17,690 | 9.7  |
| 人均生产总值（元） | 50,395 | 7.0  | 48,023 | 7.6  | 46,929 | 9.4  |
| 规模以上工业增加值 | -      | 6.9  | 7,084  | -    | 7,469  | 11.3 |
| 地方财政收入    | 1,834  | -    | 2,060  | 12.1 | 1,890  | 13.6 |
| 全社会固定资产投资 | 20,825 | 12.1 | 20,178 | 7.8  | 18,710 | 17.4 |
| 社会消费品零售总额 | 7,302  | 11.0 | 6,578  | 11.1 | 5,573  | 12.8 |

数据来源：2014~2016 年陕西省国民经济和社会发展统计公报、财政预算执行情况

初步核算，2017 年，西安市实现生产总值 7,469.85 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%；全市规模以上工业增加值 1,361.77 亿元，同比增长 5.8%；全市完成固定资产投资 7,463.31 亿元，同比增长 12.8%；全市社会消费品零售总额 4,329.51 亿元，同比增长 10.5%。同期，西安市完成一般公共预算收入 654.50 亿元，同比增长 9.8%。

作为我国西部地区的重要省份，陕西省主要经济指标均位居我国西部省份前列；从全国范围来看，陕西省整体经济实力处于中游水平。



近年来,陕西省经济保持较快发展,GDP 增速均高于全国同期水平。在经济增长的带动下,陕西省地方财政收入规模不断增长,居民生活水平稳步提升,2016 年 8 月 31 日,陕西正式获批成为第三批 7 个新设立自贸试验区的省份之一,为公司发展提供了良好外部环境。近年来,受宏观环境影响,陕西省主要经济指标增速略有回落,但仍保持相对较快发展,居民生活水平稳步提升,为公司发展提供了良好外部环境。

## 经营与竞争

**作为陕西省重要的国有资本经营管理投资主体,公司业务涉及煤田地质勘探、煤炭生产贸易、电力、化工、金融等多种业务,在陕西省国有经济发展中具有重要作用;2014 年以来,大部分板块经营情况良好,贸易业务收入大幅增加,但盈利能力较弱,金融板块收入易受市场和行业波动影响**

公司为陕西省重要的国有资本经营管理投资主体,业务主要以煤炭上下游产业为主,由实业和金融两大板块构成,实业板块包括电力、煤炭勘探开发、煤炭生产、贸易、化工、房地产、酒店等,主要由各子公司负责经营。

2014~2016 年,公司营业总收入逐年增长,其中贸易、煤炭生产、化工以及房地产及酒店板块收入规模逐年上升,金融板块收入波动较大,主要受证券市场行情影响;同期,受金融板块收入波动影响,公司毛利润也相对有所波动,金融板块对公司整体毛利率贡献最大。

随着公司煤炭和钢铁等产品贸易规模的扩大,贸易板块收入大幅增长,毛利率很低;受煤炭行业需求影响,公司煤炭生产业务收入随市场行情有所波动,2016 年下半年煤炭价格有所回升,煤炭生产收入同比有所增加;同时,公司煤田勘探与开发业务周期较长,收入实现与勘探到的煤田储量规模以及勘探周期有较大关联,因此近年收入呈现波动态势。受国内行业态势影响,公司酒店业、房地产业收入逐年增长,同时房地产业务收入确认较多且毛利率较高。公司主业电力板块可控装机容量较小,该板块收入规模及占比相对不高,由于统计该板块收入时包含了部分发电公司的煤炭销售收入,因此该板块毛利率近年的不断下滑主要是受煤炭因素影响。

公司化工板块收入逐年增加,主要系 PVC 和烧碱二期装置建设完工、化工产品产能大幅提升所致,公司化工板块近年均实现盈利,毛利润和毛利率不断增加。



**表 2 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司营业总收入和毛利润情况（单位：亿元、%）**

| 项目      | 2017 年 1~9 月 |        | 2016 年 |        | 2015 年 |        | 2014 年 |        |
|---------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | 金额           | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 营业总收入   | 153.41       | 100.00 | 201.70 | 100.00 | 164.37 | 100.00 | 110.32 | 100.00 |
| 金融证券    | 25.07        | 16.34  | 38.34  | 19.01  | 57.46  | 34.96  | 21.77  | 19.73  |
| 贸易业务    | 55.09        | 35.91  | 87.59  | 43.43  | 34.25  | 20.84  | 24.58  | 22.28  |
| 煤炭生产    | 17.31        | 11.28  | 11.85  | 5.87   | 7.87   | 4.79   | 8.65   | 7.84   |
| 电力业务    | 20.38        | 13.29  | 11.85  | 5.87   | 10.87  | 6.61   | 14.49  | 13.13  |
| 化工业务    | 14.87        | 9.69   | 16.76  | 8.31   | 16.11  | 9.80   | 14.27  | 12.94  |
| 房地产及酒店  | 10.18        | 6.64   | 18.34  | 9.09   | 17.22  | 10.48  | 11.40  | 10.33  |
| 煤田勘探与开发 | 10.09        | 6.58   | 16.12  | 7.99   | 19.50  | 11.86  | 15.06  | 13.65  |
| 其他业务    | 0.43         | 0.27   | 0.85   | 0.42   | 1.10   | 0.67   | 0.10   | 0.09   |
| 毛利润     | 52.65        | 100.00 | 62.26  | 100.00 | 80.18  | 100.00 | 42.25  | 100.00 |
| 金融证券    | 25.07        | 47.62  | 38.33  | 61.56  | 57.46  | 71.66  | 21.77  | 51.52  |
| 贸易业务    | 0.88         | 1.68   | 0.58   | 0.93   | 0.31   | 0.39   | 0.23   | 0.55   |
| 煤炭生产    | 11.92        | 22.63  | 5.04   | 8.10   | 1.30   | 1.62   | 2.71   | 6.42   |
| 电力业务    | 4.99         | 9.48   | 1.89   | 3.04   | 2.16   | 2.69   | 5.16   | 12.20  |
| 化工业务    | 3.48         | 6.62   | 3.10   | 4.98   | 2.27   | 2.83   | 1.81   | 4.29   |
| 房地产及酒店  | 3.08         | 5.85   | 6.92   | 11.11  | 6.42   | 8.01   | 4.36   | 10.33  |
| 煤田勘探与开发 | 2.81         | 5.34   | 5.56   | 8.93   | 9.17   | 11.44  | 6.10   | 14.44  |
| 其他业务    | 0.41         | 0.78   | 0.85   | 1.37   | 1.10   | 1.37   | 0.10   | 0.24   |
| 毛利率     | 34.32        |        | 30.87  |        | 48.78  |        | 38.30  |        |
| 金融证券    | 100.00       |        | 99.99  |        | 100.00 |        | 100.00 |        |
| 贸易业务    | 1.60         |        | 0.66   |        | 0.90   |        | 0.95   |        |
| 煤炭生产    | 68.85        |        | 42.51  |        | 16.46  |        | 31.35  |        |
| 电力业务    | 24.48        |        | 15.92  |        | 19.86  |        | 35.59  |        |
| 化工业务    | 23.44        |        | 18.48  |        | 14.07  |        | 12.70  |        |
| 房地产及酒店  | 30.24        |        | 37.71  |        | 37.30  |        | 38.26  |        |
| 煤田勘探与开发 | 27.86        |        | 34.51  |        | 47.03  |        | 40.52  |        |
| 其他业务    | 97.13        |        | 100.00 |        | 100.00 |        | 100.00 |        |

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 153.41 亿元，同比增加 2.34 亿元；公司实现毛利润 52.65 亿元，同比增加 11.35 亿元。同期，公司金融板块收入为 25.07 亿元，同比减少 2.23 亿元，主要受 2017 年前三季度证券市场行情影响。随着煤炭价格上涨较快，公司煤炭生产、电力业务收入和毛利率同比有所提升；贸易业务收入规模较 2016 年前三季度有所下降，主要系公司调控贸易业务所致；同期，公司毛利率水平同比略有增加，主要是煤炭电力板块毛利率大幅增加。



综合来看，陕投集团业务板块较为多元化，涉及实业和金融等多个行业，各板块业务经营情况良好，但是易受市场和行业波动影响。

## ● 金融板块

公司金融板块由西部证券和西部信托两家子公司运营，西部证券主要财务数据和指标如下：

**西部证券资产规模和资本实力的行业排名较好，行业地位相对较强；2016 年以来，西部证券收入和盈利能力受证券市场行情影响均出现明显下滑；受乐视网贾跃亭股票质押违约事件影响，计提大额资产减值准备将对西部证券 2017 年盈利产生负面影响**

西部证券成立于 2001 年 1 月，初始注册资本 10 亿元。2012 年 5 月西部证券在深交所成功上市，注册资本增至 12 亿元，用于追加业务规模、设立直投公司、追加对子公司投资等。2015 年 3 月，西部证券非公开发行 1.98 亿股人民币普通股，募集资金净额 48.74 亿元，用于扩大业务规模。截至 2017 年 9 月末，西部证券总股本为 35.02 亿股，前三大股东分别为陕西省电力建设投资开发公司（25.48%）、上海城投控股股份有限公司（15.09%）、西部信托（9.79%），实际控制人为陕投集团。

表 3 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月西部证券主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

| 项目        | 2017 年 1~9 月 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|-----------|--------------|--------|--------|--------|
| 期末总资产     | 542.89       | 541.84 | 582.36 | 289.15 |
| 期末所有者权益   | 176.13       | 124.76 | 121.94 | 54.13  |
| 营业收入      | 22.43        | 34.06  | 56.41  | 19.38  |
| 手续费及佣金净收入 | 10.84        | 20.03  | 35.73  | 11.89  |
| 利息净收入     | 3.70         | 3.96   | 7.44   | 3.19   |
| 投资收益      | 6.41         | 13.67  | 10.83  | 3.46   |
| 净利润       | 7.10         | 11.13  | 19.68  | 6.60   |
| 期末资产负债率   | 67.56        | 76.97  | 66.37  | 68.86  |

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2016 年末，西部证券在陕西、北京、上海、山东、深圳等地区共设有 86 家证券营业部及 11 家经纪业务分公司，同时还拥有 2 家全资子公司以及 1 个控股公司。西部证券收入水平和资本实力的行业排名中上，具有一定的行业地位。截至 2016 年末，西部证券总资产在中国证券业协会 129 家证券公司会员中排名为第 29 名，净资产排名为第 34 名，净资本以及核心净资本排名分别为第 33 名和 30 名；2016 年营业收入和净利润排名分别为第 32 名和第 27 名。综合来看，行业地位相对较强。2017 年 3 月 16 日，公司收到中国证监会出具的《关于核准西部证券股份有限公司配股的批复》（证监许可【2017】316 号，公司完成配股再融资，共发行股票 706,270,150 股，募集资金 48.52



亿元，总股本变更为 3,501,839,770 股，净资产因此大幅增加，资产负债率有所降低。

受证券行业市场变动影响，2016 年，西部证券营业收入及净利润有所下降，盈利能力相对仍较强，手续费收入主要受证券市场行情波动影响，较高的市场波动会使得手续费收入有所增加；2017 年 1~9 月，市场行情仍较低迷，股票市场表现波动较小，西部证券营业收入和净利润同比均有所下降。

2018 年 2 月 28 日，西部证券公告表示截至 2017 年末，贾跃亭等人以乐视网股权质押向西部证券融资 10.19 亿元，贾跃亭等人因股票质押式回购交易相关协议到期后，未履行约定赎回股票，构成违约，西部证券已向法院提起诉讼，本次股票质押回购违约事件使西部证券预计计提资产减值准备 4.39 亿元，超过西部证券最近一个会计年度审计归属于母公司所有者净利润的 30%，同时由于 2017 年西部证券全年运营整体表现弱于 2016 年，预计 2017 年西部证券整体盈利能力将进一步大幅下滑。

#### 手续费及佣金净收入仍是西部证券营业收入的主要来源；宏观环境的不确定性及证券市场的波动下降使得西部证券在收入和盈利能力有所下降

手续费及佣金净收入、利息净收入和投资收益是西部证券营业收入的主要构成部分。2016 年以来，证券市场行情较为疲软，经纪业务收入随着大幅下滑，但仍是公司业务收入的最主要来源。受证券经纪业务收入规模收窄以及投行业务发展较快影响，公司投资银行和资产管理业务占比有所增加，且收入持续增强。2017 年 1~9 月，西部证券手续费及佣金净收入 10.84 亿元，同比有所下降，主要是 2017 年以来证券市场表现仍较低迷，股市波动较小且债市发行难度较大。

表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月手续费及佣金净收入分业务构成情况（单位：亿元，%）

| 项目     | 2017 年 1~9 月 |        | 2016 年 |        | 2015 年 |        | 2014 年 |        |
|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 金额           | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 证券经纪业务 | 5.46         | 50.37  | 9.37   | 46.80  | 27.16  | 76.01  | 9.51   | 79.97  |
| 投资银行业务 | 3.65         | 33.67  | 8.64   | 43.15  | 7.13   | 19.96  | 2.01   | 16.91  |
| 资产管理业务 | 0.67         | 6.18   | 1.05   | 5.24   | 0.53   | 1.48   | 0.26   | 2.17   |
| 其他     | 1.06         | 9.78   | 0.96   | 4.80   | 0.91   | 2.55   | 0.11   | 0.95   |
| 合计     | 10.84        | 100.00 | 20.03  | 100.00 | 35.73  | 100.00 | 11.89  | 100.00 |

数据来源：根据公司提供资料整理

从手续费及佣金净收入构成来看，经纪业务是西部证券手续费及佣金净收入的主要来源，但占比继续下降，投资银行业务及资产管理业务占比有所增加。此外，西部证券推动经纪业务从传统通道服务向财富管理方向转型，为业务收入的增长创造了一定有利条件。由于经纪业务目前在西部证券总收入中占比较高，整体盈利能力与证券市场



的走势有较大相关性，因此宏观环境的不确定性及证券市场的波动性将使西部证券在经营稳定性方面面临一定压力。

风险管理方面，西部证券按照“健全、合理、制衡、独立”的原则，建立了由董事会及其专门委员会、经营管理层及其下设委员会、合规总监、风险控制和监督部门、管理部门、各业务部门及分支机构共同构成的风险管理组织架构，并针对市场风险、信用风险、操作风险和流动性风险建立了配套的风险管理办法，成立了相应的风险管理小组等组织单元。总体来看，西部证券的风险管理组织结构较为完善，对各风险类型事件均有配套的管理办法。

**西部信托近年来总资产有所波动，净利润增长较快，信托资产规模也在逐年快速增加，但行业地位相对较弱，未来业务增长和风险管理等方面均面临一定压力**

西部信托成立于 2002 年 7 月，为公司控股子公司。截至 2017 年 6 月末，西部信托注册资本 15 亿元。2017 年 6 月末，西部信托总资产和净资产较 2016 年末有所下降，原因是可供出售金融资产科目核算对西部证券的投资部分按照公允价值核算，西部证券股票价值下降造成可供出售金融资产和其他综合收益减少所致。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月西部信托主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

| 项目        | 2017 年 1~6 月 | 2016 年   | 2015 年   | 2014 年 |
|-----------|--------------|----------|----------|--------|
| 期末总资产     | 72.83        | 86.30    | 120.64   | 75.34  |
| 期末净资产     | 60.06        | 69.84    | 94.11    | 58.15  |
| 营业总收入     | 1.61         | 3.44     | 3.23     | 3.51   |
| 投资收益      | 1.03         | 8.52     | 8.65     | 0.88   |
| 净利润       | 1.49         | 7.59     | 7.30     | 2.24   |
| 信托资产      | 1,876.12     | 1,380.46 | 1,020.21 | 651.91 |
| 实收信托      | 1,870.87     | 1,374.68 | 1,011.27 | 641.78 |
| 总资产收益率    | 1.87         | 7.34     | 7.45     | 4.00   |
| 加权年化信托报酬率 | 0.09         | 0.26     | 0.48     | 0.58   |
| 净资产收益率    | 2.29         | 9.26     | 9.59     | 5.14   |

数据来源：根据公司提供资料整理

从财务指标来看，西部信托净利润主要来自投资收益，2016 年，西部信托投资收益为 8.52 亿元，主要为减持西部证券股票获得的收益。

2017 年以来，信托业整体发展继续加快，西部信托管理资产、营业收入、净利润等方面同比呈现提升，收入主要来自手续费及佣金净收入。西部信托业务以单一信托类业务为主，2016 年以来集合类信托和财产管理类信托自 2016 年开始规模快速增加，增长较快；西部信托管理的信托资产主要分布于实业资产、金融机构及基础产业行业。截至 2017 年 9 月末，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。

表 6 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月西部信托实收信托按来源分类情况（单位：亿元、%）

| 项目      | 2017 年 1~9 月 |        | 2016 年   |        | 2015 年   |        | 2014 年 |        |
|---------|--------------|--------|----------|--------|----------|--------|--------|--------|
|         | 金额           | 占比     | 金额       | 占比     | 金额       | 占比     | 金额     | 占比     |
| 集合类信托   | 470.86       | 23.90  | 297.83   | 21.67  | 84.10    | 8.32   | 90.54  | 14.11  |
| 单一类信托   | 1,378.80     | 69.97  | 1,048.28 | 76.25  | 927.06   | 91.67  | 551.13 | 85.87  |
| 财产管理类信托 | 120.69       | 6.13   | 28.57    | 2.08   | 0.11     | 0.01   | 0.11   | 0.02   |
| 合计      | 1,970.35     | 100.00 | 1,374.68 | 100.00 | 1,011.27 | 100.00 | 641.78 | 100.00 |

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，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。

## ● 贸易板块

**公司贸易业务收入大幅增加，对营业总收入增长的贡献较大，但由于采购均价与销售均价之间价差较小，贸易业务毛利率较低；公司主要贸易产品的价格存在着周期性波动，未来公司贸易业务存在一定的不确定性**

公司贸易板块主要由陕西华山创业科技开发有限责任公司和陕西能源集团有限公司煤炭运销分公司负责（以下简称“运销分公司”）。贸易产品主要是煤炭和钢材及钢材制品，另有少量的机电、化工、钢材、水泥、成品油、天然气销售等产品。

2014~2016 年，公司贸易板块收入逐年增加，且占当期公司营业总收入比重大幅增加，但盈利能力较弱。煤炭贸易方面，2014 年以来，随着公司业务快速拓展，煤炭销量和销售收入逐年大幅增加。公司煤炭贸易业务 2016 年上游外购煤炭供应商主要为山煤国际能源集团股份有限公司、中煤科工（江苏）国际贸易有限公司、江苏徐矿能源股份有限公司、山煤国际能源集团山西辰天国贸有限公司和山西西山煤电贸易有限责任公司等，2016 年来自前五大供应商（包括自有煤炭）的煤炭采购金额占煤炭采购总金额的 45.18%，上游供应商集中程度同比有所下降。公司 2016 年煤炭贸易下游客户主要是山西国际能源集团销售有限公司、海安国龙物流有限公司、山煤国际能源集团销售有限公司、深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司和江苏金驹物流投资有限公司等；2016 年，来自前五大下游客户的煤炭销售收入占比和供应量占比分别为 38.02%及 21.11%，公司近年来贸易客户总体较为多元化。

公司钢材贸易 2016 年前五大上游供应商分别是山西西山煤电贸易有限责任公司、洛阳亚盛商贸有限公司、阳泉煤业集团物资经销有限责任公司、安徽省皖煤运销有限责任公司和上海金意电子商务有限公司，同期，前五大供应商采购金额占钢材贸易总采购金额的 86.60%。2017 年 1~9 月，公司大幅减少钢材贸易，公司前五大钢材贸易供应商为西安嘉隆物资有限公司、西安东周物资有限公司、贵州东岭物资有



限公司、陕钢集团韩城钢铁有限责任公司和唐山市丰润区融通板带加工厂；钢材贸易 2016 年下游前五大客户分别是新兴铸管集团资源投资发展有限公司、四川中航路桥国际贸易有限公司、淮北矿业信盛国际贸易有限公司、西安中轻造纸机械集团有限公司和西安嘉隆物资有限公司，前五大客户销售金额占比为 98.91%，上游供应商及下游销售客户均非常集中。在主要贸易产品煤炭和钢材方面，公司采用以销定产、基本不留存货的贸易经营方式。自公司开展贸易业务以来，采购成本与销售成本之间的价差较小，贸易业务盈利能力很弱；此外，煤炭、钢材等产品的价格存在着周期性波动，未来公司贸易业务存在一定的不确定性。

表 7 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司主要贸易产品业务情况

| 种类      |          | 2017 年 1~9 月 | 2016 年   | 2015 年   | 2014 年 |
|---------|----------|--------------|----------|----------|--------|
| 煤炭      | 采购量（万吨）  | 797.16       | 2,485.22 | 1,167.55 | 876.11 |
|         | 销售量（万吨）  | 797.16       | 2,485.22 | 1,169.19 | 876.11 |
|         | 采购成本（亿元） | 30.72        | 68.71    | 28.73    | 19.62  |
|         | 销售收入（亿元） | 30.92        | 69.13    | 28.95    | 19.77  |
| 钢材及钢材制品 | 采购量（万吨）  | 0.54         | 38.43    | 23.69    | 16.16  |
|         | 销售量（万吨）  | 0.54         | 38.43    | 21.95    | 13.47  |
|         | 采购成本（亿元） | 0.18         | 7.11     | 4.08     | 3.58   |
|         | 销售收入（亿元） | 0.18         | 7.13     | 4.09     | 3.58   |

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司开展的贸易业务对营业总收入增长的贡献较大，但由于采购均价与销售均价之间价差较小，贸易业务毛利率较低；公司主要贸易产品、钢材等产品的价格存在着周期性波动，未来公司贸易业务存在一定的不确定性。

## ● 煤炭生产板块

公司目前拥有在产矿井两座，清水川一期电力项目可消纳部分煤炭；受煤炭行业需求波动影响，公司煤炭产量及盈利能力均有所波动；同时，公司在建及拟建矿井较多，投入资金较大，未来建设进度和经济效益存在不确定性

截至 2017 年 9 月末，陕投集团拥有在产矿井 2 座，分别为陕西汇森煤业开发有限责任公司（以下简称“汇森煤业”）下属的凉水井煤矿和陕西清水川能源股份有限公司（以下简称“清水川能源”）下属的冯家塔煤矿。



表 8 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司所属煤矿产量情况 (单位: 万吨)

| 项目类别           | 2017 年 1~9 月 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|----------------|--------------|--------|--------|--------|
| 冯家塔煤矿煤炭生产量     | 320.66       | 329.35 | 207.68 | 373.09 |
| 其中: 清水川一期消化煤炭量 | 92.67        | 143.84 | 134.54 | 153.00 |
| 凉水井煤矿煤炭生产量     | 571.03       | 639.69 | 561.66 | 424.36 |
| 总产量            | 891.69       | 969.04 | 769.34 | 797.45 |

数据来源: 根据公司提供资料整理

在产煤矿中, 冯家塔煤矿属清水川煤电一体化项目配套煤矿, 井田面积 59.5 平方公里, 地质储量 10.67 亿吨, 可采储量 4.85 亿吨, 服务年限 62 年; 煤炭生产量受煤炭行业需求影响较大, 产量波动基本与市场需求和价格走势匹配。凉水井煤矿位于榆林地区神木县锦界镇, 共含可采及局部可采煤层 6 层, 矿井资源储量 6.23 亿吨, 可采储量 4.07 亿吨, 截至 2017 年 9 月剩余可采储量 3.65 亿吨, 矿井设计产能 400 万吨/年, 核定生产能力 800 万吨/年, 以不粘煤和长焰煤为主, 煤质属于良好动力燃料、工业气化和液化用煤。2016 年下半年煤炭价格有所回升, 公司煤炭业务毛利润和毛利率增幅较快。

表 9 截至 2017 年 9 月末陕投集团所属主要矿井建设、产能及储量情况

| 项目名称  | 状态   | 可采储量<br>(亿吨) | 设计产能<br>(万吨/年) | 项目概算<br>总投资 (亿元) |
|-------|------|--------------|----------------|------------------|
| 冯家塔煤矿 | 已投产  | 4.86         | 600            | -                |
| 凉水井煤矿 | 已投产  | 3.71         | 800            | -                |
| 赵石畔煤矿 | 规划在建 | 6.60         | 600            | 54.27            |
| 小壕兔二号 | 规划在建 | 6.96         | 600            | 36.34            |
| 丈八矿井  | 规划在建 | 2.17         | 150            | 21.85            |

资料来源: 根据公司提供资料整理

销售渠道方面, 为了统一管理和扩大市场, 2014 年以来煤炭销售主要由公司下属的运销分公司负责。运销分公司在负责公司自产煤炭资源的统一销售的基础上, 立足自有资源平台, 进行煤炭销售贸易。投产两矿的煤炭均由运销公司统一对外销售, 并收取 5 元/吨的代理费。

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和园子沟矿井工程, 丈八、小壕兔等井田的矿井建设处于前期工作阶段。凉水井煤矿扩能改造工程已投入建设, 该工程自 2012 年开始实施, 受煤炭市场影响, 生产安排发生调整, 相应竣工时间有所延迟, 达产时间预计为 2019 年。

根据陕西省政府对陕投集团的组建方案, 为支持陕投集团主业做强做大, 未来陕投集团将获得榆神矿区小壕兔一、二号井田的开采权。小壕兔一、二号井田煤质为高热值煤, 开采条件相对较好, 适宜建设现代化大型矿井, 同时未来也将配套建设坑口电厂, 实施煤电一体化项目。陕西省政府为支持陕投集团发展, 拟向陕投集团配置以上两处



煤炭资源，目前小壕兔一、二号井田探矿权由陕西省产业投资集团有限公司代持，省政府已同意将矿权转让至陕投集团名下，公司已缴纳小壕兔一、二号井田的部分两权价款，矿权转移手续正在办理之中。小壕兔煤矿具备较高的开发潜力，该矿权的注入将增强公司长期发展能力，但由于目前该项目仍处于建设前期，且矿权转移手续尚未完成，项目建设进度和经济效益的实现仍存在一定的不确定性。

## ● 电力板块

**2017 年，公司可控装机容量，同比大幅增加，在建的清水川二期项目完工投产后将提升公司电力板块规模；但清水川二期项目配套输送通道尚未完成，具体投产时间具有一定的不确定性**

电力生产方面，主要由公司下属子公司陕西清水川能源股份有限公司（以下简称“清水川能源公司”）、陕西秦龙电力股份有限公司（以下简称“秦龙电力公司”）、陕西省水电开发有限责任公司（以下简称“陕西省水电公司”）等公司负责，公司于 2017 年新合并陕西渭河发电有限公司（以下简称“渭河发电”）。目前公司已投产的电源主要是清水川能源下属的清水川电厂（一期），秦龙电力下属的渭河发电和陕西水电公司下属的其他水电站。截至 2017 年 9 月末，公司可控装机容量共 227.15 万千瓦，新增 27.70 万千瓦光伏装机；公司火电装机 184 万千瓦，为清水川一期 2×30 万千瓦机组以及渭河发电 124 万千瓦机组，上陕西电网，主要向榆林地区供电。2017 年 1~9 月，清水川一期机组年平均利用小时数为 3,032 小时，发电量为 18.20 亿千瓦时；渭河发电机组 2017 年年平均机组利用小时数为 3,720 小时，发电量为 46.14 亿千瓦时。

表 10 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司发电基本情况（单位：万千瓦、亿千瓦时）

| 项目              | 2017 年 1~9 月             | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|-----------------|--------------------------|--------|--------|--------|
| 期末可控装机容量        | 227.15                   | 75.45  | 75.45  | 75.25  |
| 其中：火电装机         | 184.00                   | 60.00  | 60.00  | 60.00  |
| 水电装机            | 15.45                    | 15.45  | 15.45  | 15.25  |
| 光伏装机            | 27.70                    | -      | -      | -      |
| 发电量             | 70.39                    | 32.03  | 31.43  | 35.55  |
| 其中：火电发电量        | 64.34                    | 28.17  | 26.56  | 30.40  |
| 水电发电量           | 3.85                     | 3.86   | 4.87   | 5.15   |
| 光伏发电量           | 2.20                     | -      | -      | -      |
| 火电平均上网电价（元/千瓦时） | 清水川 0.281<br>/渭河发电 0.291 | 0.293  | 0.308  | 0.307  |
| 水电平均上网电价（元/千瓦时） | 0.293                    | 0.282  | 0.289  | 0.274  |
| 光伏平均上网电价（元/千瓦时） | 0.744                    | -      | -      | -      |

数据来源：根据公司提供资料整理





由于清水川电厂为煤电一体化项目，电厂燃煤全部来自冯家塔煤矿，电煤成本控制能力较强。2017年1~9月，清水川一期供电煤耗为342.32克/千瓦时，渭河发电煤耗为333.20克/千瓦时，2017年以来基本持平全国平均水平。

此外，公司已投产的其他电源为水电和光伏，规模总体较小，截至2017年9月末，水电装机规模为15.45万千瓦，主要为二郎坝电站、蔺河口电站、金淌电站等；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。在建电厂方面，公司目前在建主要项目为清水川电厂二期2×100万千瓦煤电一体化项目。若清水川电厂二期项目顺利投产，将能消纳冯家塔煤矿所生产的大部分原煤，从而提高煤电一体化运营的整体效率，公司煤炭、电力业务综合效益也将得到提升。根据《国网陕西省电力公司关于府谷清水川煤电一体化二期2×100万千瓦扩建项目接入系统方案的函》（陕电发展【2015】383号），该项目电能主要在陕西电网消纳，电厂本期工程以750千伏电压接入系统，接入神木750千伏变电站，目前处于修建线路中，清水川二期项目具体投产时间具有一定不确定性。

表 11 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司控股电站基本情况（单位：万千瓦、亿千瓦时、小时）

| 电站名称  | 2017 年 9 月末装机容量 | 2017 年 1~9 月 |          | 2016 年 |          | 2015 年 |          | 2014 年 |          |
|-------|-----------------|--------------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|
|       |                 | 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 |
| 渭河电厂  | 124.00          | 46.14        | 3,720    | -      | -        | -      | -        | -      | -        |
| 清水川   | 60.00           | 18.20        | 3,032    | 28.17  | 4,697    | 26.56  | 4,427    | 30.40  | 5,067    |
| 蔺河口电站 | 7.20            | 1.56         | 2,162    | 1.75   | 2,428    | 1.74   | 2,410    | 1.78   | 2,472    |
| 二郎坝水电 | 5.31            | 1.28         | 2,407    | 1.06   | 1,992    | 1.91   | 3,600    | 2.09   | 3,943    |
| 金淌电站  | 1.55            | 0.49         | 3,148    | 0.59   | 3,797    | 0.63   | 4,086    | 0.63   | 4,054    |
| 葫芦头电站 | 0.96            | 0.36         | 3,722    | 0.27   | 2,840    | 0.36   | 3,781    | 0.46   | 4,792    |
| 其他水电站 | 0.44            | 0.17         | 3,937    | 0.20   | 4,567    | 0.22   | 5,170    | 0.19   | 4,441    |
| 合 计   | 199.45          | -            | -        | 32.04  | -        | 31.43  | -        | 35.55  | -        |

数据来源：根据公司提供资料整理，2017 年 1~9 月部分电站数据公司尚未提供

综合来看，受合并渭河电厂以及新增少量光伏发电影响，2017 年公司装机规模和发电量同比均大幅增加。



公司权益装机规模相对较大，可为公司带来较高的投资收益；未来公司将加大煤电一体化项目投资力度，逐步形成相关产业链条，提升公司整体效益，但由于项目均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

陕投集团为陕西省电力项目投资的主体企业，除自身建设运营部分电厂外，还参与投资建设多家电厂，并以参股的形式持有部分权益。公司对装机容量 240 万千瓦的陕西韩城第二发电有限责任公司持股 40%，对装机容量 132 万千瓦的国电宝鸡发电有限公司持股 35%、对装机容量 138 万千瓦的陕西华电蒲城发电有限责任公司持股 35%、对装机容量 120 万千瓦的宝二发电有限责任公司持股 35%。截至 2017 年 9 月末，公司参股电厂权益装机容量超过 630 万千瓦，权益装机规模较大，可为公司带来较为可观的投资收益。

公司煤电板块未来将逐步形成“以煤炭为基础，电力为目标，综合利用为产能延伸”的煤电一体化产业链条。目前煤电一体化装机容量为 60 万千瓦，随着未来清水川二期的 2×100 万千瓦煤电一体化项目并网发电，公司煤电一体化发电量将大幅上升，此外，公司还将建设赵石畔煤电一体化配套电厂 2×100 万千瓦、小壕兔煤电一体化配套电厂 4×100 万千瓦项目等。由于这些项目尚处于建设期或规划期，建设进度和经济效益未来仍存在不确定性。

## ● 化工板块

公司化工板块经营主体为陕西金泰氯碱化工有限公司（以下简称“金泰氯碱”）。公司 2014~2016 年金泰氯碱主要财务指标见下表。

表 12 2014~2016 年金泰氯碱主要财务指标（单位：亿元、%）

| 项目      | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|---------|--------|--------|--------|
| 期末总资产   | 21.50  | 23.95  | 24.14  |
| 期末净资产   | 7.18   | 6.90   | 6.82   |
| 期末资产负债率 | 66.60  | 71.19  | 71.74  |
| 营业收入    | 16.76  | 16.11  | 14.27  |
| 毛利率     | 17.51  | 14.07  | 12.70  |
| 利润总额    | 0.41   | 0.16   | 0.13   |
| 经营性净现金流 | 3.05   | 0.36   | 3.42   |

数据来源：根据公司提供资料整理

公司化工板块以烧碱和 PVC 产品为主，随着产品二期装置的建设完工，化工板块产能大幅上升，公司化工板块营业收入持续增加

金泰氯碱成立于 2003 年，主要产品包括烧碱和 PVC，初始产能均为 10 万吨/年，2014 年 2 月 PVC 和烧碱二期建设全面完工；截至 2016 年末，金泰氯碱烧碱产能为 20 万吨/年，PVC 产能为 25 万吨/年。2015 年以来，公司整体产销较为平衡，产能利用率较为饱满。

**表 13 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月金泰氯碱化工产品产销情况**

| 指标       | 烧碱              |        |        |        | PVC             |        |        |        |
|----------|-----------------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|
|          | 2017 年<br>1~9 月 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 | 2017 年<br>1~9 月 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
| 产能(万吨/年) | 15.00           | 20.00  | 20.00  | 20.00  | 18.75           | 25.00  | 25.00  | 25.00  |
| 产量(万吨)   | 16.04           | 23.00  | 20.81  | 19.51  | 20.41           | 28.00  | 25.03  | 20.41  |
| 产能利用率(%) | 106.93          | 115.00 | 104.04 | 97.55  | 108.85          | 112.00 | 100.13 | 81.64  |
| 销量(万吨)   | 14.06           | 22.00  | 19.88  | 18.46  | 20.36           | 27.00  | 29.32  | 22.55  |
| 产销率(%)   | 87.66           | 96.00  | 95.53  | 94.62  | 99.76           | 96.00  | 117.14 | 110.49 |

数据来源：根据公司提供资料整理

在销售模式上，金泰氯碱主要产品 PVC 及烧碱以终端销售为主，2016 年前五大销售客户销售收入占总收入比重为 81.98%，客户较为集中。

**表 14 2016 年金泰氯碱化工业务下游前五大销售客户情况（单位：万元、%）**

| 序号 | 主要销售客户             | 金额         | 占销售收入比例 |
|----|--------------------|------------|---------|
| 1  | 联塑集团有限公司           | 62,962.00  | 37.56   |
| 2  | 中财集团有限公司           | 48,436.00  | 28.89   |
| 3  | 山东东岳能源交口肥美铝业有限责任公司 | 10,130.00  | 6.04    |
| 4  | 孝义市兴安化工有限公司        | 8,424.00   | 5.02    |
| 5  | 山西信发化工有限公司         | 7,479.00   | 4.46    |
| 合计 |                    | 137,431.00 | 81.97   |

数据来源：根据公司提供资料整理

受宏观经济持续下行和市场竞争加剧影响，目前我国氯碱行业处于总体产能过剩、同质化竞争加剧、行业整体亏损的状态。但由于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公司下属子公司汇森煤业的保障，电石主要由子公司陕西华山创业科技开发有限责任公司供应；在产能利用方面，保证满负荷甚至超负荷生产；人员控制方面也有较多成效，劳动生产率不断提高；同时积极推进技术改造，节能效果较为明显，由此金泰氯碱在成本控制方面有一定优势。

综合来看，随着产品二期生产线建设完工，公司化工板块产能大幅上升受益于成本控制优势，公司化工板块近年收入持续增加。

## ● 地质勘探板块

公司煤炭勘查业务承继自原煤田地质局，技术实力突出，具备很强的区域竞争优势；近年，由于煤炭行业需求波动影响，煤田地质公司的地质勘探业务受到一定影响

公司地质勘探板块由煤田地质公司负责。煤田地质公司前身为



1954年成立的陕西省煤田地质局，后于2008年12月在此基础上改制成立。煤田地质公司承续原煤田地质局的业务职能，主要从事煤炭资源勘查、石油钻探、煤层气和水资源勘查开发、矿山地质、工程地质、环境地质、灾害地质服务等工作。煤田地质公司及其前身煤田地质局累计探明煤炭资源量近1,780多亿吨，占全国的12%，发现并探明了渭北、神府、榆神、黄陇等重要煤田。煤田地质公司在煤炭、煤层气等资源勘查方面拥有很强的技术实力，多次获得包括国家科技进步奖等在内的重要科技奖项。煤田地质公司的主要业务为接受投资方委托进行矿产预查、钻探施工、报告编制等工作；项目类型包括地方财政勘探项目及社会委托勘探项目。煤田地质公司绝大部分营业收入来自地质勘探及其延伸产业；同时煤田地质公司以投资方式与煤炭企业合作，能够获得较好的投资收益。

表 15 2014~2016 年煤田地质公司经营及盈利情况（单位：亿元、%）

| 项目    | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|-------|--------|--------|--------|
| 期末总资产 | 60.14  | 67.18  | 64.42  |
| 期末净资产 | 41.22  | 30.89  | 27.87  |
| 营业收入  | 20.05  | 19.50  | 15.06  |
| 毛利率   | 45.82  | 47.03  | 40.52  |
| 投资收益  | 0.84   | 0.63   | 1.75   |
| 营业外收入 | 0.12   | 0.11   | 0.12   |
| 利润总额  | 4.97   | 4.16   | 3.80   |

数据来源：根据公司提供资料整理

2014年以来，煤田地质公司相继完成了陕西省陕北侏罗纪煤田榆神矿区小壕兔一、二号井田勘探，孟家湾西勘查区、尔林兔勘查区、陕北侏罗纪煤田中鸡和中鸡南勘查区详查项目，陕北侏罗纪煤田尔林滩普查、陕西省黄陇侏罗纪煤田焦坪矿区冶平勘查区勘探等多个项目的勘查。由于近年来煤炭行业下游需求低迷以及产能过剩，同时受勘探业务具有一定滞后性，钻探进尺、出具报告份数以及营业收入均有所波动。

表 16 2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月煤田地质公司钻探情况

| 项目        | 2017 年 1~9 月 <sup>2</sup> | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|-----------|---------------------------|--------|--------|--------|
| 钻探（万米）    | 28.40                     | 48.18  | 46.00  | 63.40  |
| 地质报告（份）   | 182                       | 43     | 27     | 35     |
| 其中：省级地勘项目 | 1                         | 6      | 3      | 2      |
| 社会地质项目    | 181                       | 37     | 24     | 33     |

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>2</sup> 2017 年前三季度地质报告份数较大，主要是统计口径与以往不一致所致。





地质勘探属于资本和技术密集型行业，由于长期从事陕西省及周边省区的煤田地质勘探工作，煤田地质公司掌握了大量地质资料，人才、资金和技术等方面综合实力雄厚；同时地勘也属于高风险行业，煤田地质公司由于长期的技术和资料而具备独特的优势，在风险规避方面强于一般同类企业，在区域内煤田地质勘探方面拥有很强的竞争优势。陕西省及周边地区远景煤炭资源丰富，是我国重要的能源基地，未来公司煤炭勘查业务发展前景广阔。

## ● 房地产及酒店板块

公司房地产板块的经营主体为陕西金泰恒业房地产有限公司（以下简称“金泰恒业”），金泰恒业 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月主要财务指标见下表。

| 表 17 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月金泰恒业主要财务指标（单位：亿元、%） |              |        |        |        |
|---------------------------------------------------|--------------|--------|--------|--------|
| 项目                                                | 2017 年 1~6 月 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
| 期末总资产                                             | 124.91       | 107.89 | 72.47  | 62.99  |
| 期末净资产                                             | 13.32        | 12.12  | 16.54  | 15.24  |
| 期末资产负债率                                           | 89.34        | 88.77  | 77.18  | 75.81  |
| 营业收入                                              | 7.00         | 15.30  | 13.90  | 8.16   |
| 毛利率                                               | 1.73         | 30.22  | 35.65  | 29.28  |
| 利润总额                                              | 0.12         | 2.76   | 2.31   | 0.78   |
| 经营性净现金流                                           | 4.21         | 7.94   | -6.99  | -2.64  |

数据来源：根据公司提供资料整理

**受房地产市场需求持续上升影响，公司房地产板块收入和利润均快速增长；同时由于酒店业务折旧较大，公司旗下酒店处于亏损状态，预计短期内难以转变**

金泰恒业成立于 2002 年 10 月，拥有国家房地产开发企业一级资质。开发项目主要位于陕西省内，同时正在山东、海南等地投资项目，主要以与当地企业合资成立公司的方式进行投资建设。产品以高档住宅、写字楼、公寓、商业综合体为主。截至 2017 年 9 月末，金泰恒业正在开发项目累计共 10 个，已完成西安人民大厦改扩建和金泰财富中心两个重点项目，目前在建房产项目主要为金泰丝路花城、金泰假日花城、金泰新理城等项目，并承担政府公益项目陕西文化中心的建设；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。



表 18 2015~2016 年公司主要酒店营业情况

| 酒店名称     | 2016 年    |           |        |          | 2015 年    |           |        |          |
|----------|-----------|-----------|--------|----------|-----------|-----------|--------|----------|
|          | 入住客房数量(间) | 客房均价(元/日) | 入住率(%) | 营业收入(万元) | 入住客房数量(间) | 客房均价(元/日) | 入住率(%) | 营业收入(万元) |
| 西安皇冠假日酒店 | 80,008    | 652.95    | 69.00  | 12,653   | 77,600    | 712.52    | 68.14  | 13,094   |
| 西安索菲特酒店  | 123,292   | 606.81    | 68.63  | 13,446   | 169,531   | 579.12    | 64.07  | 18,279   |
| 合计       | 203,300   | -         | -      | -        | 247,131   | -         | -      | 31,373   |

数据来源：根据公司提供资料整理

公司酒店业务主要由子公司陕西金信实业发展有限公司（以下简称“金信实业”）和西安人民大厦经营。其中金信实业下设西安皇冠假日酒店、陕西银河大酒店有限公司和陕西金信物业管理发展有限公司。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。2014 年金信实业营业收入 1.53 亿元，利润总额-0.71 亿元，2015 年实现营业收入 1.38 亿元，利润总额-1.38 亿元，2016 年实现营业收入 1.64 亿元，利润总额-0.68 亿元，受高端酒店业大环境不景气影响加之折旧成本较高，金信实业经营持续亏损。

西安人民大厦经营的西安索菲特酒店现由法国雅高国际酒店集团委托管理，建筑面积 12.55 万平方米，共有 5 幢接待楼，共有不同规格客房 534 间。并拥有大型宴会厅、娱乐、健身等综合服务设施。2015~2016 年，西安人民大厦旗下酒店平均客房入住率分别为 64.07%和 68.63%。2016 年实现营业收入 1.34 亿元，利润总额-0.48 亿元，由于折旧费用较高，仍处于亏损状态。

受经济增速放缓、行业竞争较为激烈以及较高折旧费用等因素影响，目前公司旗下星级酒店经营均持续亏损；预计未来 1~2 年，酒店业发展前景仍不容乐观，公司酒店经营业务仍将处于亏损状态。

## ● 航空产业板块

**公司航空产业板块起步较晚，项目经验及相关资源相对较为匮乏，目前暂未产生收益；作为陕西航空产业投融资平台及国有资本运作平台，航空产业集团未来将面临较好的发展机遇**

公司航空产业板块由子公司陕西航空产业发展集团有限公司（以下简称“航空产业集团”）负责。航空产业集团于 2014 年 6 月成立，由陕投集团、陕西金融控股集团有限公司、西安投资控股有限公司共同出资组建，是陕西省航空产业战略性投资、重大项目合作的市场化运营主体。航空产业集团主要从事航空产业及相关领域投资开发和经营管理等业务，定位为陕西航空产业投融资平台及国有资本运作平台，



在引导航空产业投资，促进信息技术、高端制造、新技术、新材料等航空基础领域产业化发展方面发挥了重要作用。2015年9月航空产业集团与西安渭北航空产业投资有限公司共同出资设立陕西航空产业资产管理有限公司，持股比例51.00%，2015年将其纳入合并范围。2016年，公司与香港陕西矿业有限公司和西安经恒金融服务有限公司共同成立陕西君成融资租赁股份有限公司，注册资本10亿元，公司持股80.00%，公司计划将通过该公司引入一定数量的贝尔直升机，目前仍处于初步计划阶段，具有一定不确定性，如引入直升机计划实行，公司将面临较大资金需求。

航空产业集团成立时间较短，起步较晚，项目经验及资源相对匮乏，还未产生收益，目前正加强与中航工业集团及在陕航空企事业单位、科研院所的战略合作，将努力在陕西布局完整的航空产业链和配套齐全的航空产业集群。航空产业是陕投集团“十三五”期间着力打造的三大板块之一，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。预计未来1~2年，随着省政府一系列推进当地航空产业重点项目建设政策措施出台，公司航空产业板块将迎来较好的发展机遇，该板块业务规模将快速扩大。

## 公司治理与管理

### 产权状况与公司治理

陕投集团于2011年11月成立，为陕西省政府直属国有大型企业，由陕西省国资委以现金25亿元及煤田地质公司净资产5亿元出资成立。自2012年开始资产重组，将陕西省煤田地质局事业性国有资产及划出天然气资产后的陕投集团等资产陆续装入公司，截至目前已全部完成重组事宜。截至2017年9月末，公司注册资本为100亿元。由陕西省国资委持有公司全部股权并履行出资人职责。目前陕投集团治理结构清晰，主要经营职能均由子公司执行，公司本部负责总体战略制定及管理决策的实施。公司董事会为最高决策机构，并设监事会，由总经理负责公司日常经营活动，并设总会计师、总经济师等高级管理岗位实施专业管理。公司内设发展规划部、计划经营部、安全监察部、企业管理部、金融证券部、财务管理部等职能部门，各司其职，对公司本部及相关子公司业务分别实施管控。

陕投集团与核心子公司陕投集团为同一领导班子，对控股参子公司管控力度较大，此外，陕投集团制定了多方面的管理制度。经营管理方面，公司对控股子公司委派董事长并要求上报董事会执行情况和生产经营情况，由公司计划经营部实施监督管理；财务管理方面，子公司重要财务管理人员由公司委派，公司设立统一的资金集中管理账户，对于子公司资金余额每天均归集入公司账户，并按照子公司资金



需求由公司层面实施统一划拨，子公司定期编制并上报投资、融资计划由公司财务部审核；计划管理方面，由公司发展规划部负责对各子公司重大投资计划实施的监督，并直接参与项目前期工作；金融证券部负责融资工作，并对西部证券、西部信托等金融企业及控参股上市公司进行管理。

总体来看，陕投集团治理结构清晰，高级管理人员及业务职能部门定位和分工明确，对下属子公司各方面管控力度较强。

## 战略与管理

陕投集团是贯彻落实陕西省产业政策的重要企业，在陕西省产业发展格局中具有重要地位，被定位为以煤电一体化及相关上下游产业为主的多元化产业集团，是陕西省资产规模较大的省属企业，参与承担陕西省产业发展战略，能够得到省政府一定的政策倾斜，进而从陕西省经济整体发展和产业升级的进程中获益；但另一方面，公司发展方向受政府决策影响，也意味着公司未来业务开展和战略制订上存在一些外部因素。

未来战略方面，公司将抓住“一带一路”战略机遇和国家在陕西建设特高压电力外送通道和陕北千万千瓦级火电基地建设的机遇，继续实施金融与实业两轮驱动战略。以勘探开发一体化、煤电一体化为发展方向，继续壮大煤电主导产业，并进一步突出金融产业优势，积极发展航空新兴产业，打造多元化业务板块协调发展的产业格局，在区域主体产业领域增强自身竞争力和管控力。根据公司“十三五”发展总体规划，“十三五”期间，公司将加大实业方面投资，主要集中在煤电项目、房产开发及航空产业，在建及拟建的项目较多，计划投资额较大。大量固定资产投资项目的续建和新建，将使陕投集团未来几年持续面临较大的资本支出压力，外部融资压力较大。

## 抗风险能力

作为陕西省以能源类投资为主的重要国有资本经营管理投资主体，公司业务范围涉及地质勘查、煤炭开采销售、发电、化工、金融等领域。目前各板块之间协同配合，形成了较为完整的上下游产业链，尤其公司在产及在建的煤电一体化项目可消纳公司所属煤矿的部分煤炭，一方面可降低成本，另一方面，可有效提升公司抗风险能力；随着未来各产业间协同能力的增强，公司各业务市场竞争力将有所加强。综合来看，公司的抗风险能力极强。

## 财务分析

公司提供了 2012~2014 年、2015 年、2016 年财务报表以及 2017 年 1~9 月财务报表，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012~2014 年进行了三年连审，对 2015 年、2016 年财务报表进行单独审计，对 2012~2014 年和 2015 年财务报表分别出具了带强调事项





的无保留意见审计报告，对 2016 年财务报表出具了标准无保留意见审计报告；2015 年审计报告对 2014 年财务报表进行了追溯调整，评级报告中 2014 年财务数据采用 2015 年审计报告追溯调整的年初数。2017 年 1~9 月财务报表未经审计。

### 资产质量

**2014~2016 年末，随着业务不断推进发展，公司资产规模快速增加，以货币资金、存货、结算备付金等为主的流动资产占比较大**

2014~2016 年末，随着业务不断推进发展，公司资产规模快速增加，资产结构以流动资产为主，流动资产占总资产比例分别为 65.29%、71.68%和 68.45%。

表 19 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

| 项目                     | 2017 年 9 月末 |        | 2016 年末  |        | 2015 年末  |        | 2014 年末 |        |
|------------------------|-------------|--------|----------|--------|----------|--------|---------|--------|
|                        | 金额          | 占比     | 金额       | 占比     | 金额       | 占比     | 金额      | 占比     |
| 流动资产合计                 | 854.33      | 67.74  | 736.87   | 68.45  | 748.36   | 71.68  | 477.52  | 65.29  |
| 货币资金                   | 220.88      | 17.51  | 184.80   | 17.17  | 226.98   | 21.74  | 104.23  | 14.25  |
| 存货                     | 90.70       | 7.19   | 79.46    | 7.38   | 59.81    | 5.73   | 59.41   | 8.12   |
| 其他流动资产                 | 70.50       | 5.59   | 80.48    | 7.48   | 112.88   | 10.81  | 74.82   | 10.23  |
| 买入返售金融资产               | 76.30       | 6.05   | 60.56    | 5.63   | 84.83    | 8.13   | 52.05   | 7.12   |
| 结算备付金                  | 25.26       | 2.00   | 43.02    | 4.00   | 46.84    | 4.49   | 56.93   | 7.78   |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 210.63      | 16.70  | 153.59   | 14.27  | 92.62    | 8.87   | 31.01   | 4.24   |
| 非流动资产合计                | 406.86      | 32.26  | 339.68   | 31.55  | 295.71   | 28.32  | 253.81  | 34.71  |
| 可供出售金融资产               | 86.56       | 6.86   | 96.46    | 8.96   | 83.96    | 8.04   | 55.92   | 7.65   |
| 长期股权投资                 | 35.82       | 2.84   | 35.30    | 3.28   | 30.74    | 2.94   | 21.53   | 2.94   |
| 固定资产                   | 103.26      | 8.19   | 87.38    | 8.12   | 90.41    | 8.66   | 91.44   | 12.50  |
| 在建工程                   | 123.28      | 9.78   | 88.70    | 8.24   | 64.36    | 6.16   | 61.02   | 8.34   |
| 资产合计                   | 1,261.19    | 100.00 | 1,076.55 | 100.00 | 1,044.07 | 100.00 | 731.33  | 100.00 |

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货、其他流动资产、买入返售金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产等构成。2014 年以来，公司货币资金均保持较高规模；2016 年末，公司货币资金为 184.80 亿元，占资产总额的 17.17%，其中西部证券客户资金存款为 110.53 亿元。2014~2016 年末，公司存货逐年增加，截至 2016 年末，存货为 79.46 亿元，主要为房地产开发成本；截至 2017 年 9 月末，存货同比较 2016 年末增加 11.24 亿元。公司其他流动资产主要为西部信托理财产品及西部证券的融出资金保证金等，由于近期公司融出资金减少及部分银行理财产品到期赎回，2016 年末公司其他



流动资产较 2015 年末大幅减少，截至 2016 年末，西部证券融出资金 53.87 亿元，西部信托短期理财产品 11.20 亿元。买入返售金融资产和结算备付金主要为西部证券的自营融券、约定购回、质押回购业务资产及备付金，其波动主要受西部证券流动性配置所致。截至 2016 年末，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产呈现稳步上升的趋势，主要由西部证券所持有的债券、基金以及股票投资构成，其中债券 114.41 亿元、基金 28.92 亿元以及股票 9.56 亿元；截至 2017 年末，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产大幅增加主要系西部证券自营业务投资增加。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程。可供出售金融资产近年来不断增加，主要为可供出售的债券、权益工具投资的增加，2017 年 9 月末可供出售金融资产较 2016 年末有所减少主要是西部证券处置部分可供出售金融资产所致。截至 2016 年末，公司长期股权投资为 35.30 亿元，主要是 2014 年以来公司业务规模持续扩大，对外投资逐渐增加所致。公司固定资产以房屋建筑物和机器设备为主，截至 2017 年 9 月末固定资产较 2016 年末有所增加，主要系能源电力等设备增加；近年来，公司在建工程规模持续增加，截至 2017 年 9 月末，公司在建工程为 123.28 亿元，主要为清水川二期工程、园子沟矿井及选煤厂项目、大保当煤矿项目等在建项目。

截至 2017 年 9 月末，公司受限资产账面价值为 167.14 亿元，占公司总资产的 13.25%，占净资产比重为 40.17%；主要为土地、设备房产等用于抵押以及融资租赁设备等。

总体来看，2014~2016 年末，随着业务不断推进发展，公司资产规模快速增加；以货币资金、存货、结算备付金等为主的流动资产占比较大。

## 资本结构

**2014 年以来，公司负债总额不断增长，以流动负债为主；有息负债规模逐年扩大，短期有息负债占比较大；部分被担保企业资不抵债且盈利很弱，公司面临很大的代偿风险并已计提部分预计负债**

2014~2016 年末，公司负债规模持续扩大，以流动负债为主；2017 年 9 月末，公司负债总额为 845.15 亿元，较 2016 年末继续增加，主要是公司新发债券所致。

公司流动负债主要由短期借款、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款和其他流动负债为主。近年来公司短期借款小幅波动，主要以信用借款为主。2014 年以来，公司其他应付款规模小幅波动，其中前五大应付款客户合计占比 17.81%，其他应付款较为分散。卖出回购金融资产款主要为西部证券在卖出证券时按实际收到的金额确认为卖出回购金融资产款，其中 2015 年末增加的卖出回购金融资产款主要是企



业债、国债和金融债，2016 年末同比有所下降，波动原因主要是为满足短期流动性拆借需求。2015 年，由于股票二级市场行情较好，客户交易活跃，使得西部证券当年代理买卖证券款大幅增长；2016 年，受证券市场波动影响，西部证券普通经纪业务规模有所缩减，截至 2017 年 9 月末公司代理买卖证券款下降至 117.39 亿元。其他流动负债主要为短期融资券，截至 2017 年 9 月末，公司其他流动负债为 58.83 亿元。

公司非流动负债以长期借款和应付债券为主。长期借款规模不断增加，截至 2017 年 9 月末，长期借款主要为质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，合计 152.36 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司应付债券为 104.09 亿元，是子公司陕投集团发行的 8 亿元“08 陕投债”，西部证券发行的 14.23 亿元的“15 西部 01”、25.52 亿元的“15 西部 02”、20.00 亿元的西部证券次级债以及 2017 年公司新发行的多期债券。

表 20 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

| 项目        | 2017 年 9 月末 |        | 2016 年末 |        | 2015 年末 |        | 2014 年末 |        |
|-----------|-------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|           | 金额          | 占比     | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     |
| 流动负债      | 564.41      | 66.78  | 512.11  | 69.84  | 553.02  | 76.18  | 395.71  | 80.62  |
| 短期借款      | 36.01       | 4.26   | 21.31   | 2.91   | 35.83   | 4.93   | 46.36   | 9.45   |
| 应付账款      | 36.78       | 4.35   | 32.08   | 4.37   | 28.67   | 3.95   | 28.64   | 5.83   |
| 其他应付款     | 26.86       | 3.18   | 20.52   | 2.80   | 26.70   | 3.68   | 25.78   | 5.25   |
| 卖出回购金融资产款 | 132.42      | 15.67  | 89.70   | 12.23  | 110.89  | 15.27  | 58.13   | 11.84  |
| 代理买卖证券款   | 117.39      | 13.89  | 147.13  | 20.06  | 202.57  | 27.90  | 115.35  | 23.50  |
| 其他流动负债    | 58.83       | 6.96   | 55.19   | 7.53   | 52.61   | 7.25   | 33.38   | 6.80   |
| 非流动负债     | 280.74      | 33.22  | 221.19  | 30.16  | 172.96  | 23.82  | 95.11   | 19.38  |
| 长期借款      | 152.36      | 18.03  | 135.25  | 18.44  | 68.85   | 9.48   | 60.87   | 12.40  |
| 应付债券      | 104.09      | 12.32  | 67.79   | 9.24   | 82.81   | 11.41  | 23.19   | 4.72   |
| 负债总额      | 845.15      | 100.00 | 733.30  | 100.00 | 725.98  | 100.00 | 490.82  | 100.00 |
| 有息负债总额    | 411.11      | 48.64  | 321.94  | 43.90  | 279.19  | 38.46  | 198.52  | 40.45  |
| 资产负债率     | 67.01       |        | 68.12   |        | 69.53   |        | 67.11   |        |

2017 年 9 月末，公司有息负债为 411.11 亿元，主要由银行借款和应付债券等构成。截至 2017 年 9 月末，公司的有息负债期限结构中一年内到期的有息债务占有息负债总额比重为 39.34%，占比较大，公司面临一定的短期偿债压力。

表 21 截至 2017 年 9 月末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）

| 项目 | ≤1 年   | (1, 2] 年 | (2, 3] 年 | (3, 4] 年 | (4, 5] 年 | >5 年  | 合计     |
|----|--------|----------|----------|----------|----------|-------|--------|
| 金额 | 161.72 | 67.98    | 63.82    | 30.14    | 44.30    | 43.16 | 411.11 |
| 占比 | 39.34  | 16.54    | 15.52    | 7.33     | 10.77    | 10.50 | 100.00 |

资料来源：根据公司提供资料整理



2014~2016 年末及 2017 年 9 月末, 公司的所有者权益分别为 240.51 亿元、318.09 亿元、343.25 亿元和 416.04 亿元, 所有者权益不断增加。2014~2016 年末及 2017 年 9 月末, 公司少数股东权益逐年增长; 其中 2015 年末和 2017 年 9 月末大幅增加系西部证券非公开发行股票和配股所致。

表 22 截至 2017 年 9 月末公司对外担保情况 (单位: 万元)

| 被担保单位          | 担保方式   | 担保余额       | 担保期限                  |
|----------------|--------|------------|-----------------------|
| 陕西华电蒲城发电有限责任公司 | 一般保证   | 28,975.00  | 2017.05.08~2023.03.28 |
| 大唐韩城第二发电有限责任公司 | 一般保证   | 39,819.00  | 1997.09.04~2027.09.20 |
| 陕西神木化学工业有限公司   | 一般保证   | 11,318.74  | 2017.09.16~2022.09.16 |
| 陕西咸阳化学工业有限公司   | 一般保证   | 2,760.00   | 2007.06.28~2019.06.28 |
|                | 一般保证   | 44,800.00  | 2007.12.24~2019.12.24 |
| 陕西长青能源化工有限公司   | 连带责任保证 | 14,775.00  | 2012.11.13~2022.11.12 |
|                | 连带责任保证 | 6,563.00   | 2012.12.26~2020.12.25 |
| 陕西宝麟铁路有限责任公司   | 连带责任保证 | 3,712.50   | 2012.11.30~2022.11.29 |
|                | 连带责任保证 | 5,344.05   | 2013.06.28~2021.06.27 |
|                | 连带责任保证 | 16,286.93  | 2014.05.06~2022.05.05 |
|                | 连带责任保证 | 5,600.00   | 2015.12.25~2023.12.24 |
|                | 连带责任保证 | 756.00     | 2016.11.03~2023.12.25 |
| 合计             |        | 180,710.22 | —                     |

资料来源: 根据公司提供资料整理

截至 2017 年 9 月末, 公司对外担保余额为 18.07 亿元, 担保比率为 4.34%; 主要为对陕西咸阳化学工业有限公司 (以下简称为“咸阳化工”) 和参股企业陕西华电蒲城发电有限责任公司 (以下简称为“蒲城发电”) 及大唐韩城第二发电有限责任公司等企业的担保。此外, 被担保企业多为陕西境内国有控股企业, 部分被担保企业资产负债率超过 100%, 经营存在亏损, 且陕西宝麟铁路有限责任公司尚未产生收入; 其中被担保企业咸阳化工和蒲城发电 2016 年末资产负债率分别为 106.78% 和 101.66%, 咸阳化工和蒲城发电经营亏损, 已严重资不抵债, 公司 2016 年审计报告已计提预计负债 4.86 亿元, 公司面临很大的代偿风险。

表 23 2016 年部分被担保企业财务情况 (单位: 亿元、%)

| 被担保企业          | 期末总资产 | 期末净资产 | 期末资产负债率 | 营业收入  | 净利润   | 经营性净现金流 |
|----------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
| 大唐韩城第二发电有限责任公司 | 61.72 | 24.72 | 59.94   | 26.05 | 5.01  | 15.33   |
| 陕西华电蒲城发电有限责任公司 | 30.10 | -0.50 | 101.66  | 15.97 | 2.40  | 2.68    |
| 陕西咸阳化学工业有限公司   | 34.22 | -2.32 | 106.78  | 11.29 | -2.05 | 0.47    |
| 陕西长青能源化工有限公司   | 30.40 | 13.38 | 55.99   | 15.43 | 0.16  | 4.51    |
| 陕西宝麟铁路有限责任公司   | 32.48 | 9.45  | 70.89   | 0.00  | 0.00  | 0.00    |

资料来源: 根据公司提供资料整理





综合来看，近年来公司负债总额不断增长，有息负债规模逐年扩大，其中一年内到期的有息债务占比较高；此外，部分被担保企业资不抵债且盈利很弱，公司面临很大的代偿风险并已计提部分预计负债。

## 盈利能力

**近年来，公司营业总收入规模持续增加，金融证券板块盈利能力相对较强，成为公司最主要的利润来源；投资收益是公司营业利润的主要来源**

2014~2016 年，公司营业总收入持续增加，主要来源于金融证券、贸易、煤炭销售及电力等业务；同期，金融业务板块受证券市场行情影响有所波动，随着贸易收入的持续大幅增加，营业收入呈现快速上升趋势；公司金融证券板块盈利能力仍较强，成为陕投集团最主要的利润来源。

表 24 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

| 项目     | 2017 年 1~9 月 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|--------|--------------|--------|--------|--------|
| 营业总收入  | 153.41       | 201.70 | 164.37 | 110.32 |
| 营业收入   | 128.46       | 163.70 | 107.07 | 89.34  |
| 营业总成本  | 142.48       | 196.12 | 159.71 | 112.02 |
| 营业成本   | 100.76       | 139.43 | 84.19  | 68.07  |
| 期间费用   | 30.97        | 39.20  | 47.66  | 31.42  |
| 销售费用   | 15.20        | 22.00  | 29.82  | 12.85  |
| 管理费用   | 8.30         | 11.22  | 10.85  | 11.24  |
| 财务费用   | 7.47         | 5.98   | 6.99   | 7.33   |
| 投资收益   | 10.90        | 20.14  | 49.38  | 11.77  |
| 营业利润   | 23.75        | 22.14  | 56.46  | 10.87  |
| 净利润    | 18.27        | 15.67  | 36.82  | 6.80   |
| 毛利率    | 34.32        | 30.87  | 48.78  | 38.30  |
| 总资产报酬率 | 1.88         | 2.55   | 5.50   | 2.68   |
| 净资产收益率 | 4.39         | 4.57   | 11.57  | 2.83   |

公司期间费用有所波动，主要受西部证券营业收入变动，销售费用和管理费用呈现相应的变动趋势。期间费用占营业收入比重较高，且波动较大，期间费用控制水平仍有待提高。

近年来，公司投资收益波动较大，其中 2015 年投资收益中包括权益法核算的长期股权投资收益 5.95 亿元、持有及处置交易性金融资产取得的投资收益 33.54 亿元，主要为减持了陕西天然气、中国西电股权获得的收益，受此影响，公司营业利润波动较大，投资收益是公司营业利润的重要来源。

2017 年 1~9 月，公司营业总收入为 153.41 亿元，同比增加 2.34 亿元，公司获得投资收益 10.90 亿元，营业利润 23.75 亿元，利润总



额 23.71 亿元，同比增加 6.03 亿元；其中西部证券受证券市场行情疲软影响盈利同比有所减少，煤炭价格大幅上升使得煤炭相关板块业务收入和毛利润均有所提升。

总体来看，近年来受证券市场行情影响，公司营业总收入规模波动较大，金融证券板块盈利能力较强，成为陕投集团最主要的利润来源；同时，期间费用相对较高，对公司盈利能力产生了一定影响；投资收益是公司营业利润的主要来源。

## 现金流

### 受证券市场环境的影响，公司经营性净现金流持续下滑；随着融资力度加强，公司筹资性现金流 2014 年以来保持净流入

近年来，受证券市场环境的影响，公司经营性净现金流呈现较大波动；其中 2014 年，受国内证券市场交易活跃影响、西部证券代理买卖证券收到的现金净额及收取的利息手续费、佣金等现金流入大幅增加，使得公司经营性净现金流呈现大规模净流入；2015 年，公司经营性净现金流呈现净流出，主要是西部证券购置可供出售金融资产净减少额规模较大，使得当期净流出较多。公司经营性净现金流对负债的保障程度不稳定。2016 年经营性净现金流同比大幅流出，主要是由于西部证券代理买卖证券款大幅下降。

2014~2016 年，公司投资性净现金流波动较大，2014 年投资性净现金流大幅流出主要系公司在建的电厂及煤矿项目持续增加投资、对参股单位投资增加及购买理财产品所致，2015 年呈现净流入，主要是减持参股单位股权导致投资活动流入增加；2016 年公司投资性净现金流呈现净流出，一方面是由于 2015 年投资收益较高，另一方面是公司对外投资有所增加。公司的筹资性净现金流均呈现净流入，其中 2015 年呈现的大幅净流入主要系公司借款增加及子公司西部证券大规模发行债券所致。

表 25 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司现金流概况（单位：亿元、%）

| 项目               | 2017 年 1~9 月 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|------------------|--------------|--------|--------|--------|
| 经营性净现金流          | -20.32       | -56.17 | -10.19 | 48.30  |
| 投资性净现金流          | -82.53       | -10.71 | 0.13   | -52.97 |
| 筹资性净现金流          | 116.22       | 23.53  | 128.70 | 63.58  |
| 经营性净现金流/流动负债     | -3.77        | -10.55 | -2.15  | 16.61  |
| 经营性净现金流/总负债      | -2.57        | -7.70  | -1.68  | 12.79  |
| 经营性净现金流利息保障倍数    | -            | -7.37  | -0.98  | 4.99   |
| EBIT 利息保障倍数（倍）   | -            | 3.60   | 5.51   | 2.03   |
| EBITDA 利息保障倍数（倍） | -            | 4.71   | 6.29   | 2.85   |

2017 年 1~9 月，公司经营性净现金流继续呈现净流出，主要是由于 2017 年以来股票市场持续低迷，西部证券客户取出托管资金，公司



买卖证券款下降所致；由于部分闲置资金购买理财产品以及基建项目投资增加且 2016 年同期部分理财产品到期使得投资性现金流入较大，投资性净现金流呈现大幅净流出；同期，筹资性净现金流为大幅净流入，主要是公司发行多期债券和银行借款增加。

预计未来 1~2 年，随着业务推进，公司筹资性净现金流也将继续保持大规模净流入以保障公司经营和投资活动的正常进行。

## 偿债能力

近年来，公司营业收入波动较大，子公司西部证券营业收入及毛利润贡献较大，但易受证券市场行情影响，盈利能力仍较强，同时，近年来，公司负债及有息负债规模不断上升，从偿债指标来看，2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司流动比率分别为 1.21 倍、1.35 倍、1.44 倍和 1.51 倍，速动比率分别为 1.06 倍、1.25 倍、1.28 倍和 1.35 倍，短期偿债能力一般。此外，公司可获得政府在项目资源获取等多方面的有利支持，有利于公司偿债能力的提高。截至 2017 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 1,481.35 亿元，其中已经使用的银行授信额度 288.42 亿元，尚有 1,192.92 亿元人民币的银行授信额度未使用外部融资渠道较为畅通。总体来看，公司具有极强的偿债能力。

## 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2018 年 3 月 13 日，公司本部未曾发生过信贷违约事件。截至本报告出具日，公司存续债券到期利息均已支付，尚未到还本付息日。

## 结论

依托丰富的能源资源优势，陕西省近年来经济保持较快发展，为公司的持续发展提供良好外部环境。而作为陕西省以能源类投资为主的重要国有资本经营管理主体，公司业务相对较为多元化，各产业板块具有一定协同优势，整体业务发展良好，上下游及配套产业链不断完善。子公司西部证券收入水平和资本实力行业排名较好，行业地位和盈利能力相对较强。与此同时，公司业务涉及的煤炭、化工及酒店等行业产能过剩，对相应板块业务发展产生一定不利影响；而宏观环境的不确定性及证券市场的波动性也使得西部证券的经营稳定性面临一定压力，受乐视网贾跃亭股票质押违约事件影响，计提大额资产减值准备将对西部证券 2017 年盈利产生负面影响。

综合分析，公司偿还债务的能力极强，本期票据到期不能偿付的风险极小。预计未来 1~2 年，公司作为陕西省政府进行能源类国有资本经营管理的投资经营主体地位不会改变。因此，大公对陕投集团的评级展望为稳定。

## 跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对陕西投资集团有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

### 1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

### 2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

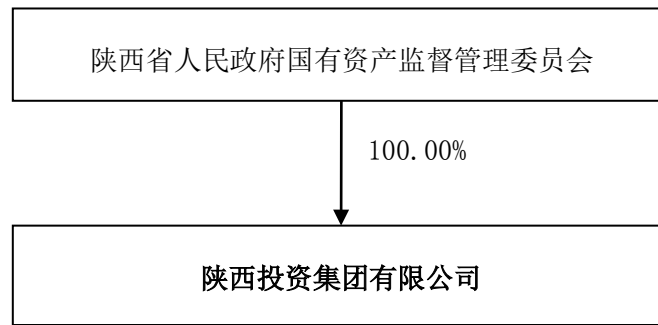
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。



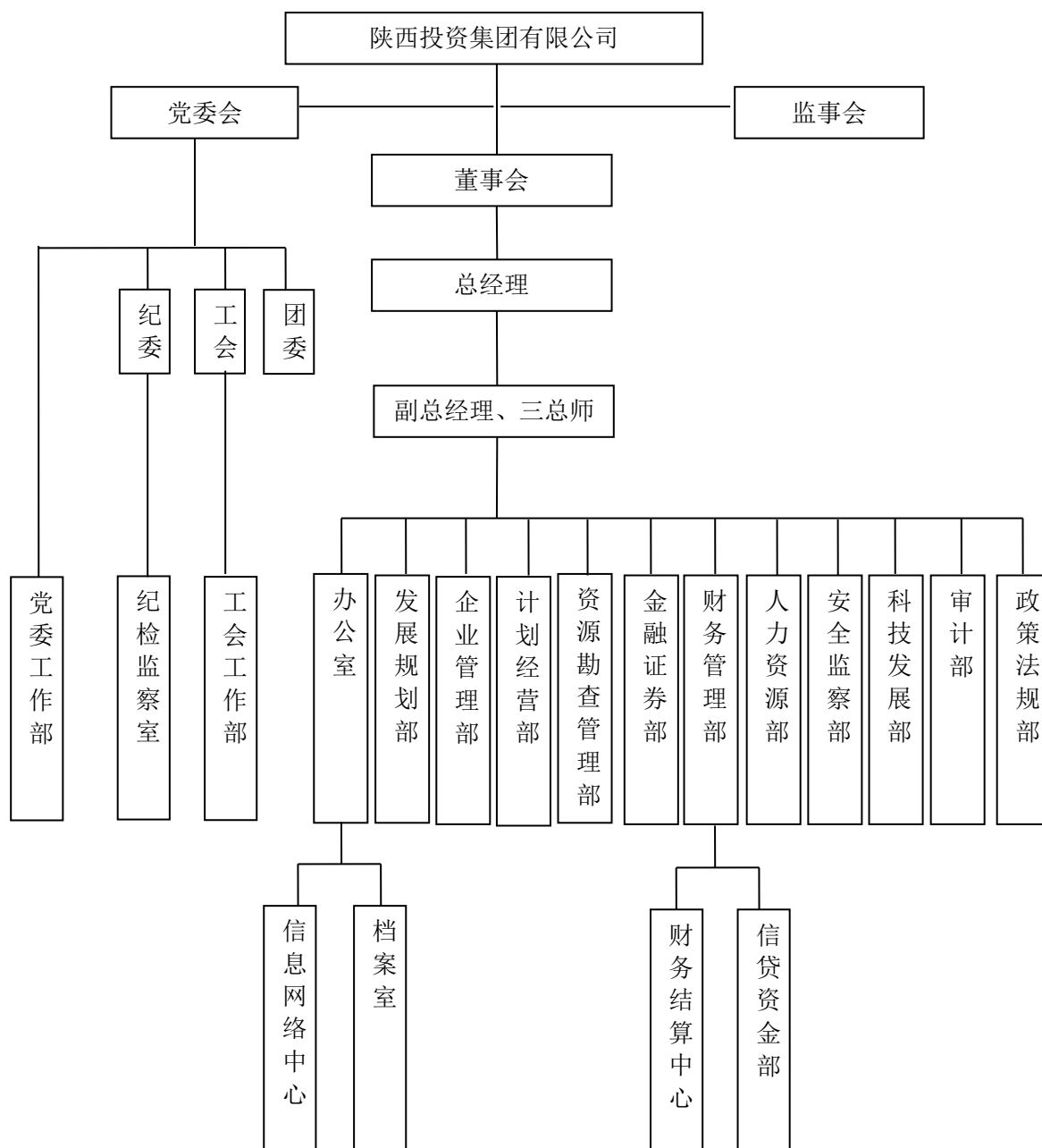


## 附件 1 截至 2017 年 9 月末陕西投资集团有限公司股权结构图





## 附件 2 截至 2017 年 9 月末陕西投资集团有限公司组织结构图





### 附件 3 截至 2017 年 9 月末纳入公司合并报表范围内的子公司情况

单元：万元、%

| 序号 | 子公司名称                      | 实收资本       | 持股比例   | 与公司的关系 |
|----|----------------------------|------------|--------|--------|
| 1  | 陕西省投资集团（有限）公司 <sup>3</sup> | 300,000.00 | 100.00 | 全资子公司  |
| 2  | 陕西航空产业发展集团有限公司             | 300,000.00 | 50.00  | 控股子公司  |
| 3  | 陕西省煤田地质集团有限公司              | 264,600.70 | 100.00 | 全资子公司  |
| 4  | 陕西陕能投资管理有限公司               | 35,000.00  | 100.00 | 全资子公司  |
| 5  | 陕西能源赵石畔煤电有限公司              | 162,687.56 | 51.00  | 控股子公司  |
| 6  | 陕西能源新兴产业发展有限公司             | 22,000.00  | 100.00 | 全资子公司  |
| 7  | 陕西能源售电有限责任公司               | 10,000.00  | 100.00 | 全资子公司  |
| 8  | 陕西君成融资租赁股份有限公司             | 62,000.00  | 80.00  | 控股子公司  |
| 9  | 陕西秦龙电力股份有限公司               | 61,319.00  | 94.54  | 控股子公司  |
| 10 | 陕西省水电开发有限责任公司              | 180,000.00 | 99.26  | 控股子公司  |
| 11 | 陕西咸阳热电发展有限公司               | 3,255.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 12 | 陕西金泰恒业房地产有限公司              | 60,000.00  | 100.00 | 全资子公司  |
| 13 | 陕西汇森煤业开发有限责任公司             | 107,044.44 | 100.00 | 全资子公司  |
| 14 | 陕西金信实业发展有限公司               | 56,700.00  | 100.00 | 全资子公司  |
| 15 | 西安人民大厦                     | 5,000.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 16 | 西部信托有限公司                   | 150,000.00 | 57.78  | 控股子公司  |
| 17 | 陕西自然博物馆                    | 19,671.00  | 100.00 | 全资子公司  |
| 18 | 陕西人民大厦有限公司                 | 65,056.88  | 100.00 | 全资子公司  |
| 19 | 陕西金泰氯碱化工有限公司               | 56,500.00  | 81.42  | 控股子公司  |
| 20 | 陕西华山创业科技开发有限责任公司           | 18,225.92  | 100.00 | 全资子公司  |
| 21 | 西部证券股份有限公司                 | 279,556.96 | 35.06  | 参股子公司  |
| 22 | 陕西清水川能源股份有限公司              | 260,000.00 | 66.00  | 控股子公司  |
| 23 | 陕西蓝天置业发展有限责任公司             | 1,803.30   | 100.00 | 全资子公司  |
| 24 | 陕西商洛发电有限公司                 | 78,000.00  | 100.00 | 全资子公司  |
| 25 | 陕西航空产业资产管理有限公司             | 50,000.00  | 51.00  | 控股子公司  |
| 26 | 陕西航洋新材料有限公司                | 6,000.00   | 60.00  | 控股子公司  |
| 27 | 陕西省成长性企业引导基金管理有限公司         | 10,000.00  | 70.00  | 控股子公司  |
| 28 | 陕西省一三一煤田地质有限公司             | 3,000.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 29 | 陕西省一三九煤田地质水文地质有限公司         | 3,000.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 30 | 陕西省一八五煤田地质有限公司             | 3,000.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 31 | 陕西省一八六煤田地质有限公司             | 3,000.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 32 | 陕西省一九四煤田地质有限公司             | 3,000.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 33 | 陕西天地地质有限责任公司               | 6,560.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 34 | 陕西省煤田物探测绘有限公司              | 3,432.04   | 100.00 | 全资子公司  |

<sup>3</sup> 已于 2018 年 1 月 3 日更名为陕西省华泰投资集团有限公司。



附件3 截至2017年9月末纳入公司合并报表范围内的子公司情况(续表1)

单元: 万元、%

| 序号 | 子公司名称           | 实收资本       | 持股比例   | 与公司的关系 |
|----|-----------------|------------|--------|--------|
| 35 | 陕西煤田地质化验测试有限公司  | 1,000.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 36 | 陕西煤田地质勘查研究院有限公司 | 2,000.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 37 | 陕西煤田地质机械制造有限公司  | 1,500.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 38 | 陕西煤田地质酒店管理有限公司  | 13,310.00  | 100.00 | 全资子公司  |
| 39 | 陕西秦东能源开发有限公司    | 1,000.00   | 51.00  | 控股子公司  |
| 40 | 陕西华美通能源贸易有限公司   | 1,000.00   | 70.00  | 控股子公司  |
| 41 | 陕西煤田地质监理事务所     | 200.00     | 100.00 | 全资子公司  |
| 42 | 陕西中煤新能源开发有限责任公司 | 1,900.00   | 80.00  | 控股子公司  |
| 43 | 陕西大地塑料制品有限责任公司  | 500.00     | 100.00 | 全资子公司  |
| 44 | 陕西煤田地质油气钻采有限公司  | 5,579.24   | 100.00 | 全资子公司  |
| 45 | 香港陕西矿业有限公司      | 17,500.00  | 100.00 | 全资子公司  |
| 46 | 陕西能源小壕兔煤电有限公司   | 5,000.00   | 100.00 | 全资子公司  |
| 47 | 西安立芯光电科技有限公司    | 13,639.39  | 41.00  | 控股子公司  |
| 48 | 陕西能源集团财务有限责任公司  | 100,000.00 | 100.00 | 全资子公司  |
| 49 | 陕西秦汉通用航空有限公司    | 1,020.00   | 51.00  | 控股子公司  |
| 50 | 陕西直升机股份有限公司     | 22,700.00  | 90.00  | 控股子公司  |
| 51 | 天津君成通航租赁有限公司    | 10.00      | 100.00 | 全资子公司  |
| 52 | 天津君成西直租赁有限公司    | 0.00       | 100.00 | 全资子公司  |

## 附件 4 陕西投资集团有限公司主要财务指标

单位：万元

| 年 份                    | 2017 年 9 月<br>(未经审计) | 2016 年     | 2015 年     | 2014 年    |
|------------------------|----------------------|------------|------------|-----------|
| 资产类                    |                      |            |            |           |
| 货币资金                   | 2,208,759            | 1,848,019  | 2,269,771  | 1,042,299 |
| 应收账款                   | 264,925              | 246,989    | 285,949    | 159,216   |
| 其他应收款                  | 152,383              | 117,528    | 252,676    | 194,066   |
| 预付款项                   | 1,025,020            | 909,590    | 645,888    | 556,184   |
| 存货                     | 906,960              | 794,620    | 598,077    | 594,069   |
| 其他流动资产                 | 704,979              | 804,791    | 1,128,812  | 748,161   |
| 买入返售金融资产               | 762,965              | 605,618    | 848,333    | 520,465   |
| 结算备付金                  | 252,603              | 430,242    | 468,422    | 569,263   |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 2,106,311            | 1,535,915  | 926,221    | 310,091   |
| 流动资产合计                 | 8,543,297            | 7,368,734  | 7,483,627  | 4,775,186 |
| 可供出售金融资产               | 865,618              | 964,627    | 839,631    | 559,246   |
| 长期股权投资                 | 358,203              | 353,040    | 307,422    | 215,300   |
| 固定资产                   | 1,032,587            | 873,769    | 904,114    | 914,378   |
| 在建工程                   | 1,232,832            | 887,013    | 643,571    | 610,213   |
| 非流动资产合计                | 4,068,625            | 3,396,786  | 2,957,078  | 2,538,100 |
| 总资产                    | 12,611,922           | 10,765,521 | 10,440,705 | 7,313,286 |
| 占资产总额比 (%)             |                      |            |            |           |
| 货币资金                   | 17.51                | 17.17      | 21.74      | 14.25     |
| 应收账款                   | 2.10                 | 2.29       | 2.74       | 2.18      |
| 其他应收款                  | 1.21                 | 1.09       | 2.42       | 2.65      |
| 预付款项                   | 8.13                 | 8.45       | 6.19       | 7.61      |
| 存货                     | 7.19                 | 7.38       | 5.73       | 8.12      |
| 其他流动资产                 | 5.59                 | 7.48       | 10.81      | 10.23     |
| 买入返售金融资产               | 6.05                 | 5.63       | 8.13       | 7.12      |
| 结算备付金                  | 2.00                 | 4.00       | 4.49       | 7.78      |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 16.70                | 14.27      | 8.87       | 4.24      |
| 流动资产合计                 | 67.74                | 68.45      | 71.68      | 65.29     |
| 可供出售金融资产               | 6.86                 | 8.96       | 8.04       | 7.65      |
| 长期股权投资                 | 2.84                 | 3.28       | 2.94       | 2.94      |
| 固定资产                   | 8.19                 | 8.12       | 8.66       | 12.50     |
| 在建工程                   | 9.78                 | 8.24       | 6.16       | 8.34      |
| 非流动资产合计                | 32.26                | 31.55      | 28.32      | 34.71     |



**附件 4 陕西投资集团有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

| 年 份                    | 2017 年 9 月<br>(未经审计) | 2016 年    | 2015 年    | 2014 年    |
|------------------------|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| 负债类                    |                      |           |           |           |
| 短期借款                   | 360,060              | 213,134   | 358,250   | 463,610   |
| 应付票据                   | 39,456               | 56,184    | 27,907    | 131,745   |
| 应付账款                   | 367,845              | 320,756   | 286,706   | 286,361   |
| 预收款项                   | 489,153              | 275,279   | 120,007   | 184,823   |
| 其他应付款                  | 268,616              | 205,158   | 266,959   | 257,776   |
| 一年内到期的非流动负债            | 522,710              | 437,131   | 371,265   | 199,053   |
| 其他流动负债                 | 588,322              | 551,878   | 526,056   | 333,813   |
| 卖出回购金融资产款              | 1,324,237            | 896,699   | 1,108,889 | 581,318   |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 | 229,157              | 253,102   | 155,446   | 33,642    |
| 代理买卖证券款                | 1,173,906            | 1,471,336 | 2,025,661 | 1,153,521 |
| 流动负债合计                 | 5,644,132            | 5,121,094 | 5,530,182 | 3,957,082 |
| 长期借款                   | 1,523,603            | 1,352,468 | 688,543   | 608,710   |
| 应付债券                   | 1,040,856            | 677,915   | 828,103   | 231,871   |
| 预计负债                   | 69,086               | 78,544    | 103,261   | 27,395    |
| 非流动负债合计                | 2,807,396            | 2,211,937 | 1,729,629 | 951,071   |
| 负债合计                   | 8,451,528            | 7,333,031 | 7,259,812 | 4,908,152 |
| 占负债总额比 (%)             |                      |           |           |           |
| 短期借款                   | 4.26                 | 2.91      | 4.93      | 9.45      |
| 应付票据                   | 0.47                 | 0.77      | 0.38      | 2.68      |
| 应付账款                   | 4.35                 | 4.37      | 3.95      | 5.83      |
| 预收款项                   | 5.79                 | 3.75      | 1.65      | 3.77      |
| 其他应付款                  | 3.18                 | 2.80      | 3.68      | 5.25      |
| 一年内到期的非流动负债            | 6.18                 | 5.96      | 5.11      | 4.06      |
| 其他流动负债                 | 6.96                 | 7.53      | 7.25      | 6.80      |
| 卖出回购金融资产款              | 15.67                | 12.23     | 15.27     | 11.84     |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 | 2.71                 | 3.45      | 2.14      | 0.69      |
| 代理买卖证券款                | 13.89                | 20.06     | 27.90     | 23.50     |
| 流动负债合计                 | 66.78                | 69.84     | 76.18     | 80.62     |
| 长期借款                   | 18.03                | 18.44     | 9.48      | 12.40     |
| 应付债券                   | 12.32                | 9.24      | 11.41     | 4.72      |
| 预计负债                   | 0.82                 | 1.07      | 1.42      | 0.56      |
| 非流动负债合计                | 33.22                | 30.16     | 23.82     | 19.38     |

**附件 4 陕西投资集团有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

| 年 份               | 2017 年 9 月<br>(未经审计) | 2016 年    | 2015 年    | 2014 年    |
|-------------------|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| <b>权益类</b>        |                      |           |           |           |
| 实收资本（股本）          | 1,000,000            | 1,000,000 | 1,000,000 | 1,000,000 |
| 资本公积              | 492,600              | 465,888   | 448,318   | 290,479   |
| 未分配利润             | 437,194              | 376,935   | 328,848   | 133,990   |
| 归属于母公司所有者权益       | 2,330,297            | 2,045,751 | 1,912,605 | 1,642,866 |
| 少数股东权益            | 1,830,097            | 1,386,738 | 1,268,288 | 762,268   |
| 所有者权益合计           | 4,160,394            | 3,432,489 | 3,180,893 | 2,405,134 |
| <b>损益类</b>        |                      |           |           |           |
| 营业总收入             | 1,534,116            | 2,016,960 | 1,643,745 | 1,103,176 |
| 营业收入              | 1,284,555            | 1,637,028 | 1,070,704 | 893,350   |
| 营业总成本             | 1,424,837            | 1,961,240 | 1,597,057 | 1,120,234 |
| 营业成本              | 1,007,630            | 1,394,312 | 841,926   | 680,668   |
| 销售费用              | 152,011              | 220,018   | 298,195   | 128,539   |
| 管理费用              | 83,031               | 112,175   | 108,523   | 112,408   |
| 财务费用              | 74,682               | 59,846    | 69,925    | 73,268    |
| 投资收益              | 109,013              | 201,437   | 493,795   | 117,679   |
| 营业利润              | 237,489              | 221,371   | 564,551   | 108,748   |
| 利润总额              | 237,126              | 221,646   | 491,079   | 114,145   |
| 净利润               | 182,661              | 156,733   | 368,186   | 67,960    |
| <b>占营业总收入比（%）</b> |                      |           |           |           |
| 营业收入              | 83.73                | 81.16     | 65.14     | 80.98     |
| 营业总成本             | 92.88                | 97.24     | 97.16     | 101.55    |
| 营业成本              | 65.68                | 69.13     | 51.22     | 61.70     |
| 销售费用              | 9.91                 | 10.91     | 18.14     | 11.65     |
| 管理费用              | 5.41                 | 5.56      | 6.60      | 10.19     |
| 财务费用              | 4.87                 | 2.97      | 4.25      | 6.64      |
| 投资收益              | 7.11                 | 9.99      | 30.04     | 10.67     |
| 营业利润              | 15.48                | 10.98     | 34.35     | 9.86      |
| 利润总额              | 15.46                | 10.99     | 29.88     | 10.35     |
| 净利润               | 11.91                | 7.77      | 22.40     | 6.16      |

## 附件 4 陕西投资集团有限公司主要财务指标（续表 3）

单位：万元

| 年 份              | 2017 年 9 月<br>(未经审计) | 2016 年    | 2015 年    | 2014 年    |
|------------------|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| <b>现金流类</b>      |                      |           |           |           |
| 经营活动产生的现金流量净额    | -203,192             | -561,651  | -101,915  | 483,012   |
| 投资活动产生的现金流量净额    | -825,268             | -107,143  | 1,250     | -529,693  |
| 筹资活动产生的现金流量净额    | 1,162,165            | 235,309   | 1,287,047 | 635,781   |
| <b>财务指标</b>      |                      |           |           |           |
| EBIT             | 237,126              | 274,731   | 574,601   | 196,113   |
| EBITDA           | -                    | 359,274   | 656,283   | 275,920   |
| 总有息负债            | 411.11               | 3,219,447 | 2,791,945 | 1,985,193 |
| 毛利率（%）           | 34.32                | 30.87     | 48.78     | 38.30     |
| 营业利润率（%）         | 18.49                | 13.52     | 52.73     | 12.17     |
| 总资产报酬率（%）        | 1.88                 | 2.55      | 5.50      | 2.68      |
| 净资产收益率（%）        | 4.39                 | 4.57      | 11.57     | 2.83      |
| 资产负债率（%）         | 67.01                | 68.12     | 69.53     | 67.11     |
| 债务资本比率（%）        | 50.37                | 48.40     | 46.74     | 45.22     |
| 长期资产适合率（%）       | 171.26               | 166.17    | 166.06    | 132.23    |
| 流动比率（倍）          | 1.51                 | 1.44      | 1.35      | 1.21      |
| 速动比率（倍）          | 1.35                 | 1.28      | 1.25      | 1.06      |
| 保守速动比率（倍）        | 0.41                 | 0.37      | 0.41      | 0.28      |
| 存货周转天数（天）        | 76                   | 180       | 255       | 284       |
| 应收账款周转天数（天）      | 18                   | 59        | 75        | 62        |
| 经营性净现金流/流动负债（%）  | -3.77                | -10.55    | -2.15     | 16.61     |
| 经营性净现金流/总负债（%）   | -2.57                | -7.70     | -1.68     | 12.79     |
| 经营性净现金流利息保障倍数（倍） | -                    | -7.37     | -0.98     | 4.99      |
| EBIT 利息保障倍数（倍）   | -                    | 3.60      | 5.51      | 2.03      |
| EBITDA 利息保障倍数（倍） | -                    | 4.71      | 6.29      | 2.85      |
| 现金比率（%）          | 39.13                | 36.09     | 41.04     | 26.34     |
| 现金回笼率（%）         | 90.12                | 78.79     | 82.83     | 79.76     |
| 担保比率（%）          | -                    | 6.03      | 7.66      | 11.55     |

## 附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业总收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>4</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>5</sup> =  $360 / (\text{营业总收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

---

<sup>4</sup> 前三季度取 270 天。

<sup>5</sup> 前三季度取 270 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%



## 附件 6 中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

**AAA 级**：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 级**：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

**A 级**：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

**BBB 级**：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

**BB 级**：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

**B 级**：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 级**：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 级**：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 级**：不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

### 大公评级展望定义：

**正面**：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

**稳定**：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

**负面**：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。