

东岭集团股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：向 岚 liang@ccxi.com.cn

项目组成员：刁慧然 hrdiao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 28 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 and 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 2036 号

东岭集团股份有限公司：

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 **AA-**，评级展望为稳定；

维持“13 陕东岭债/13 陕东岭”的信用等级为 **AA-**；

维持“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持东岭集团股份有限公司（以下简称“东岭集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持彬县煤炭有限责任公司（以下简称“彬煤集团”）的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持宝鸡市投资（集团）有限公司（以下简称“宝鸡投资”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“13 陕西东岭债/13 陕西东岭”的信用等级为 **AA⁻**，该债项级别考虑了彬煤集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，以及公司持有的陕西东岭物资有限责任公司（以下简称“东岭物资”）全部股权提供的质押担保；维持“15 陕西东岭债/PR 陕西东岭”的信用等级为 **AA**，该债项级别考虑了宝鸡投资提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，以及公司与长安银行股份有限公司宝鸡分行（以下简称“长安银行宝鸡分行”）签署的为“15 陕西东岭债/PR 陕西东岭”提供的流动性支持协议。中诚信国际肯定了公司丰富的贸易经验、较为完善的贸易渠道以及优质的产业链上游资源等优势对公司整体信用实力提供的支持；同时，宝鸡投资可为“15 陕西东岭债/PR 陕西东岭”的偿还提供较好的保障。但中诚信国际也关注外部环境变化、资产减值风险、资金占用及回收风险以及对外担保代偿风险等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

东岭集团（合并口径）		2019	2020	2021	
总资产（亿元）		424.64	451.33	489.05	
所有者权益合计（亿元）		173.64	179.31	168.63	
总债务（亿元）		175.94	170.25	187.87	
营业总收入（亿元）		1,260.28	1,202.04	1,327.66	
净利润（亿元）		7.66	5.36	3.89	
EBITDA（亿元）		20.67	18.64	21.15	
经营活动净现金流（亿元）		16.46	21.00	34.41	
资产负债率(%)		59.11	60.27	65.52	
彬煤集团（合并口径）		2019	2020	2021	
总资产（亿元）		279.52	272.48	298.14	
所有者权益合计（亿元）		147.94	123.21	135.06	
总债务（亿元）		46.77	57.79	54.58	
营业总收入（亿元）		168.70	258.20	425.35	
净利润（亿元）		5.60	2.98	6.59	
EBITDA（亿元）		20.03	17.56	25.40	
经营活动净现金流（亿元）		13.14	8.89	18.83	
资产负债率(%)		47.07	54.78	54.70	
宝鸡投资（合并口径）		2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）		509.10	539.88	524.26	531.72
所有者权益合计（亿元）		120.81	122.67	119.05	117.12
总债务（亿元）		273.70	299.54	279.99	278.46
营业总收入（亿元）		51.50	60.19	33.95	4.91
净利润（亿元）		1.13	1.46	1.31	-1.99
EBITDA（亿元）		9.87	10.58	9.22	--
经营活动净现金流（亿元）		13.60	18.67	-11.92	6.43
资产负债率(%)		76.27	77.28	77.29	77.97

注：中诚信国际根据东岭集团、彬煤集团及宝鸡投资 2019 年~2021 年审计报告及宝鸡投资未经审计的 2022 年一季报整理。

正面

■ **行业经验丰富，贸易渠道较为完善。**公司是陕西省大型民营企业之一，拥有丰富的钢材与有色金属贸易行业经验以及较为完善的供销渠道，规模优势显著。

■ **拥有优质的产业链上游资源。**公司产业链延伸布局情况较好。截至 2021 年末，公司拥有铅锌矿冶炼能力 30 万吨/年，且下属麟游崔木煤矿（以下简称“崔木煤矿”）年产能达 400 万吨。受益于对产业链上游的渗透，公司对产品价格具有较好的预测和风险控制能力，有助于贸易业务的开展。

■ **宝鸡投资担保实力较强。**宝鸡投资是宝鸡市政府旗下重要的投融资平台，具有较强的综合财务实力和抗风险能力，可为“15 陕西东岭债/PR 陕西东岭”的偿还提供较好的保障。

关注

■ **外部环境变化，公司盈利水平持续弱化。**公司主营的钢材、有色金属及煤炭等商品价格容易受到宏观经济形势、产业政策及供需格局等多重因素的影响，波动较为频繁。由于全球疫情、能源危机及市场供需波动等原因，2021 年，公司盈利水平继续下降。

■ **资产减值风险。**公司崔木煤矿的探矿权以评估值入账，且投资性房地产科目采用公允价值进行后续计量。截至 2021 年末，公司无形资产和投资性房地产账面价值分别为 48.07 亿元和 56.84 亿元，其中崔木煤矿共计提减值准备 6.60 亿元。中诚信国际将关注未来上述资产可能产生的减值及其对公司财务状况的影响。

■ **资金占用及回收风险。**截至 2021 年末，公司其他应收款中应收关联方资金拆借款 36.61 亿元，因新计提对略阳钢铁借款利息而较期初大幅上升，对公司资金形成较大规模占用，需关注款项回收风险。

■ **受限货币资金规模较大，面临一定短期偿债压力。**截至 2021 年末，公司短期债务占比较高，货币资金受限规模较大，同时公司未使用授信额度较为有限，面临一定短期偿债压力。

■ **对外担保代偿风险。**公司与彬煤集团等企业建立了债务互保机制。截至 2021 年末，公司对外担保金额为 9.99 亿元，占所有者权益的比例为 5.92%，中诚信国际将关注被担保主体经营情况。此外，截至 2021 年末，担保方宝鸡投资对外担保余额合计为 48.50 亿元，担保比率为 40.74%，考虑到宝鸡投资对外担保规模较大且部分被担保方出现非标违约、被纳入失信执行人等负面事件，宝鸡投资面临较大的代偿风险。

评级展望

中诚信国际认为，东岭集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**贸易品种进一步丰富且新增品种在行业内具有明显优势，盈利大幅改善且具有可持续性，资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**大宗商品价格波动等因素导致利润水平大幅下降，无形资产及投资性房地产出现较大幅度减值导致资产规模显著收缩，关联拆借及对外担保等出现风险导致流

动性紧张等。

同行业比较

2021 年部分贸易企业主要指标对比表				
公司名称	总资产 (亿元)	资产负债率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
冀中物流	598.44	77.98	90.71	-13.36
东岭集团	489.05	65.52	1,327.66	3.89

注：“冀中物流”为“冀中能源国际物流集团有限公司”简称。

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
13 陕东岭债/13 陕东岭	AA ⁻	AA ⁻	2021/06/28	7	0.49	2013/01/15~2023/01/15 (5+5)	票面利率选择 权、回售
15 陕西东岭债/PR 陕东岭	AA	AA	2021/06/28	10	2.00	2015/07/14~2022/07/14	提前偿还、流 动性支持、加 速到期

注：“13 陕东岭债/13 陕东岭”的投资者回售选择权已于 2018 年行使完毕；“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”设立提前偿还条款，每年付息一次，从第三年起，利息的支付随 20%的本金兑付一起支付。

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

2013年1月15日，公司发行“13 陕东岭债/13 陕东岭”，期限为10年，附第5年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金7.00亿元，债券余额为0.49亿元。“13 陕东岭债/13 陕东岭”募集资金拟全部用于陕西东岭物流中心建设项目和节能环保与资源综合利用改造工程项目。截至2021年末，“13 陕东岭债/13 陕东岭”的募集资金使用情况与募集说明书承诺的用途一致，且已使用完毕。

2015年7月14日，公司发行“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”，期限为7年，设立提前偿还条款，每年付息一次，从第三年起，利息的支付随20%的本金兑付一起支付，募集资金10.00亿元，债券余额为2亿元。“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”募集资金拟全部用于陕西省宝鸡市斗鸡新区棚户区改造建设项目。截至2021年末，“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”的募集资金使用情况与募集说明书承诺的用途一致，且已使用完毕。

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。

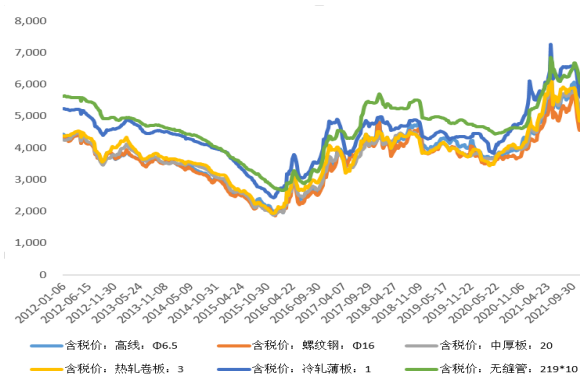
近期关注

2021 年以来，钢材价格快速上涨后有所回落，但仍处高位；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

2021 年以来，受补库存需求拉动、“碳中和”目标以及 3 月限产对市场预期造成影响，钢价经历 1~2 月小幅下滑后迅速上升，5 月中旬钢材价格指数已升至 174.81 点，相关产品价格亦快速上涨。此外，取消部分钢材的出口退税政策将对钢材出口产生一定抑制并提升部分钢铁产品进口量，从而变相增加国内钢材产品供给，在落实“碳达峰、碳中和”

的调控预期下，满足国内钢材消费需求。2021 年 6 月，中国钢材价格指数及各类产品价格有所回落，但随着基建开工旺季的到来，加之在能耗双控政策影响下，部分钢厂减产，第三季度以来各品种价格均呈震荡上涨态势，四季度以来地产行业低迷、部分工地季节性停工等影响钢材需求，钢材价格指数再度回落，但仍处高位，年内钢材价格总体呈“M”形走势。

图 1：近年来我国部分钢材品种价格走势（元/吨）

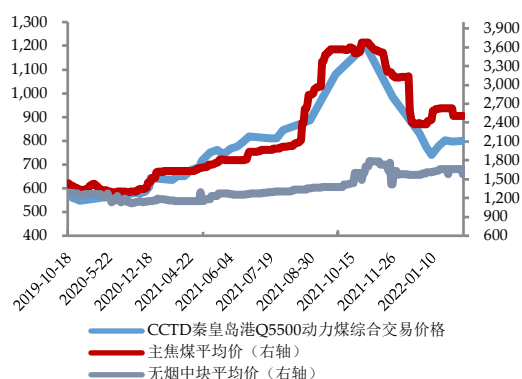


资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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。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%；同期末，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。

图 2：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

2021 年，锌价上涨趋势明显但铅价涨幅有限；受国内外矿端供应趋紧影响，铅锌冶炼加工费持续处于历史低位，精铅和精锌产能仍略有过剩，冶炼加工企业承压

2021 年，疫情对矿企生产干扰下降，产能有所

释放，但受国内三季度以来“能耗双控”政策以及限产限电等因素影响增量有限，全年我国锌精矿和铅精矿产量分别同比增长 1.92% 和 1.10%。此外，2021 年在内外比价约束下精锌矿进口显著下滑，全年我国锌精矿净进口量同比下降 4.23%，锌精矿供应过剩局面略有改善；同期铅精矿净进口量同比上涨 4.86%，主要系进口矿加工费的不断走低带动了进口量的上涨所致，令铅精矿由上年的供不应求状态转为小幅供应过剩。

冶炼方面，2021 年以来国内锌精矿供应趋紧的同时锌精矿进口回落，国内基准加工费持续在 4,000 元/吨左右低位震荡，冶炼企业生产经营持续承压。全年我国精锌产量同比仅增长 1.04%，不过为应对价格增长，国储局于 2021 年 6 月以来分四批向市场投放约 18 万吨储备锌锭，一定程度上调节了市场供应；全年精锌需求量较去年增加 10 万吨。同期铅精矿供应持续紧张，国内矿以及进口矿加工费降幅明显，国内矿加工费持续处于历史低位。2021 年我国精铅产量同比增长 4.77%。其中再生铅供应随着“碳中和”、“碳达峰”的行动倡议的实施增长趋势明显，全年供给增长 11.81%。需求量稳步提升，但国内消费增量不及供给增量，精铅供应仍有所过剩。

表 1：近年来国内锌市场供需平衡情况（万吨）

锌精矿	2019	2020	2021
产量	421.3	405.8	413.6
净进口	158.7	184.6	176.8
需求量	562.5	571.9	582.0
平衡	17.5	18.5	8.4
精锌	2019	2020	2021
产量	616.2	634.2	640.8
净进口	62.8	58.3	51.3
需求量	666.0	675.0	685.0
平衡	13	17.5	6.7

数据来源：安泰科

表 2：近年来国内铅市场供需平衡情况（万吨）

铅精矿	2019	2020	2021
产量	200.6	194.2	196.4
需求量	285.5	290.3	288.1
净进口	97.0	88.5	92.8
平衡	12.1	-7.7	1.1
精铅	2019	2020	2021

产量	495.9	496.6	520.3
其中：原生铅	273.4	277.3	275.1
再生铅	222.5	219.3	245.2
净进口	8.9	1.7	-9.2
需求量	493.7	497.7	505.5
平衡	11.1	0.6	5.6

注：部分小数点后差异系四舍五入所致。

数据来源：安泰科

价格方面，2021 在美国财政刺激支持以及疫苗覆盖率提高等因素推动下，大宗商品价格屡创新高，伦锌价格震荡上行，三季度以来随着能源价格的上行及欧洲最大的精锌生产商 Nyrstar 宣布减产，锌价大幅上涨至最高价 3,944 美元/吨，刷新了近 10 年的高位。之后，减产消息被市场消化，锌价逐步回落并于 2021 年末收于 3,536.5 美元/吨，全年均价 3,008.9 美元/吨。伦铅全年价格震荡较大，2021 年 9 月由于海外供应恢复令伦铅库存增加，价格承压下行至低点 2,060 美元/吨，10 月以来能源价格的上行对伦铅价格有所拉动，2021 年末收于 2,290.5 美元/吨，全年均价 2,188.4 美元/吨，整体涨幅有限。沪铅沪锌定价逻辑仍来自于伦铅伦锌，但受汇率等因素影响，沪伦比有所走低。

2022 年 2 月以来受俄乌战争影响，能源价格推动大宗商品市场价格上涨，锌价屡创新高。2022 年 3 月末，LME 三月期锌收于 4,174 美元/吨，3 月均价为 3,969 美元/吨，同比上涨 41.61%；同期末沪锌主力合约收于 26,785 元/吨，3 月均价为 25,985 元/吨，同比上涨 20.47%。铅价整体呈外强内弱态势，2022 年 3 月末，LME 三月期铅收于 2,392 美元/吨，3 月均价为 2,353 美元/吨，同比上涨 19.2%；同期末沪铅主力合约收于 15,815 元/吨，3 月均价 15,429 元/吨，同比上升 2.6%。

跟踪期内公司产权结构及内部管控体系未发生重大变化

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化，截至 2021 年末，实收资本为 14.40 亿元，李黑记通过上海岭拓企业管理中心（有限合伙）持有公司 74.68% 的股份，为公司实际控制人；此外，陕西省宝鸡市

金台区陈仓镇东岭村村民委员会持有公司 25.29% 的股份，酒泉钢铁（集团）有限责任公司持有公司 0.03% 的股份。公司经营范围包括钢材贸易、有色金属冶炼及贸易、煤炭生产与贸易及焦炭生产与贸易等，经营范围无重大变化。

跟踪期内，公司内部管控体系未发生重大变化。公司制定了完善的财务管理制度，通过建立经济责任制度，有效的维护股东利益。资金管理方面，公司实行资金统一管理、统一调配的方针，下属子公司的资金使用需得到公司总部的授权，并进行分级、分权限管理；同时公司考核资金管理及使用效率，并与个人效益挂钩，有效提高了资金的使用效率。投融资管理方面，公司成立了投资公司，对公司所有投融资项目实行一体化管理，并积极完善公司的投融资管理制度，使公司在投融资方面从计划的制定、实施、风险防范以及投融资操作流程等各个方面有章可循。

2021 年，公司钢材及有色金属销售量跌价升，收入同比增加；铅锌冶炼业务收入同比增长，盈利能力同比下降；近期大宗商品价格波动较大，需关注对公司贸易业务经营的影响

钢材贸易方面，公司拥有 40 多家钢材销售公司，在西部地区建材流通市场居于较高地位，与多家钢厂及其代理商保持较好的合作关系，且下游客户资源丰富。2021 年，受疫情影响部分地区需求下降，同时叠加上半年部分钢厂开工率不足的影响，当年钢材销售量同比下降 18.72% 至 733.29 万吨；当期公司供应至终端的钢材业务量占比保持在 75% 以上，对接的国家重点工程项目包括成都地铁、马尔康巴拉水电站、佛清从高速和重庆渝西水环境治理项目等。2021 年，全年钢材销售均价同比上行，当期钢材销售收入同比上升 6.38% 至 342.01 亿元。

表 3：近年来公司钢材贸易业务经营状况

	2019	2020	2021
钢材销售（万吨）	848.00	902.17	733.29
销售均价（元/吨）	3,886	3,563	4,664
销售收入（亿元）	329.62	321.50	342.01

资料来源：公司提供

公司有色金属贸易品种以锌为主，以铅、铜与镍等金属为辅，主要开展自营内贸业务，业务辐射位于华北地区、长江以南地区、环渤海湾、长三角和珠三角 5 大集散地区的邯郸、襄阳、天津、青岛、日照、上海、南京、无锡和佛山等城市。公司与冶炼厂及贸易商建立长期合作关系，2021 年，前五大供应商及客户占比分别为 21.81% 和 30.42%。公司通过“上下游对锁”和“实物+套保”的方式控制价格风险，套期保值对现货交易量的覆盖率在 90% 以上。2021 年，受全球疫情及能源危机等因素影响，国内铅锌等品种平均售价持续上行，公司有色金属销售均价较上年大幅上涨；但由于疫情影响部分终端需求，当期有色金属销售量同比进一步下降。

表 4：近年来公司有色金属贸易业务情况

	2019	2020	2021
销售量（万吨）	463.95	399.27	359.74
销售均价（元/吨）	17,983	20,387	24,756
销售收入（亿元）	834.31	814.01	890.60

注：公司自产与外采的有色金属均通过下属贸易分公司进行销售，表中销售数据包含铅、锌冶炼业务。

资料来源：公司提供

公司拥有铅锌深加工能力，目前铅锌冶炼加工产能为 30 万吨/年。2021 年，公司铅锌冶炼板块产销量同比分别下降 2.36% 和 2.90% 至 24.46 万吨和 24.10 万吨；但由于当期铅锌产品价格大幅上涨，铅锌冶炼业务收入同比显著增长 58.96% 至 66.54 亿元。从盈利能力来看，2021 年，公司铅锌冶炼业务毛利率为 3.86%，较 2020 年有所下降，主要系原材料价格上涨所致。

从结算来看，公司钢材贸易仅对终端客户给予一定的信用账期，销售货款回收风险可控；但受上游生产企业话语权较强以及货源紧张等因素影响，公司对钢厂及冶炼厂采购的预付比例较高。公司预付款项前五名的单位基本为民营企业，中诚信国际将对相关民营企业的运营情况及对公司的影响保持关注。

中诚信国际认为，2021 年，公司钢材贸易业务

仍主要聚焦西北、西南地区，在大型基建项目钢材供应中保持一定竞争优势；钢材、有色金属品种贸易销售量有所下降，但销售收入随销售均价上升而增长。此外，2022 年以来，受监管政策趋严影响，钢材及有色金属市场价格波动较大，对公司贸易经营带来一定挑战。

2021 年，矿粉贸易与煤炭贸易受价格上涨及市场供需影响收入上升，矿产能源板块整体收入上升

公司矿产能源板块涵盖矿粉生产与贸易、煤炭生产与贸易及焦炭生产业务；2021 年，公司矿产能源板块实现收入 62.94 亿元，同比增长 10.29%。

表 5：近年来公司矿产能源板块收入构成（亿元）

	2019	2020	2021
矿粉生产	0.85	0.90	0.13
矿粉贸易	30.24	23.63	29.47
煤炭生产	4.87	6.37	12.46
煤炭贸易	33.94	26.17	20.89
焦炭生产	8.27	8.82	9.04

注：由于矿粉生产与贸易业务和铅锌冶炼业务之间存在内部交易，表中收入加总数超过财务口径的矿产能源业务收入。

矿粉业务方面，目前公司铅、锌生产八方山铅锌矿设计年产能为 1.20 万金属吨，可为公司铅锌冶炼提供一部分矿粉。2021 年，由于公司根据政府部门的要求对环境进行恢复治理，并加大探矿力度，八方山铅锌矿的产能利用率仍然较低，产量为 0.70 万金属吨，实现收入 0.13 亿元。矿粉贸易方面，2021 年，受下游冶炼厂搬迁及环保整治的影响，矿粉贸易量同比下降 60.99% 至 28.20 万吨；因 2020 年疫情影响下矿粉价格基数较低，同时叠加 2021 年能源危机影响，当期矿粉销售均价为 10,722.71 元/吨，同比大幅上升；销售收入为 29.47 亿元，同比增加 24.71%。

煤炭及焦炭业务方面，公司下属年产能为 400 万吨的崔木煤矿所产煤炭为优质的动力煤，主要供给大型电厂及水泥厂，业务以宝鸡、咸阳、西安、成都、重庆、武汉和长沙等 10 多个城市为中心辐射周边。此外，崔木煤矿自投运以来未出现重大安全生产事故。2021 年，崔木煤矿实现产量 278 万

吨，煤炭生产收入 12.46 亿元。从煤炭贸易来看，2021 年，公司煤炭销售量（不含自产煤炭销量）同比下降 60.27%至 240.66 万吨，但由于煤炭价格上涨，当期煤炭贸易收入同比减少 20.18%至 20.89 亿元。从焦炭生产来看，公司拥有年产 100 万吨焦炭的生产能力；2021 年，受益于焦炭价格上涨，公司焦炭销量 61.74 万吨，实现销售收入 9.04 亿元。

中诚信国际认为，煤炭和铅锌矿产资源布局对公司盈利构成有力补充，且为贸易板块提供了一定的信息优势。2021 年，矿粉及煤炭价格波动以及市场供需变化导致相关收入有所上升。整体来看，矿产能源板块业务规模偏小，对公司整体经营业绩影响有限，但仍需关注公司在矿产资源板块的经营策略及其对收入与盈利的影响。

2021 年，房地产项目建设继续推进，仍面临一定投资压力；未来房地产板块不再自主开发新项目

公司主要推进的房地产项目为新东岭城市综合体及银辉中心项目。2021 年，公司加快存量项目去化进度，房地产板块销售回款为 14.38 亿元，结转收入 6.76 亿元，同比均有所上升。

新东岭城市综合体分为核心区及非核心区。核心区规划建筑面积 27.67 万平方米，总投资 16.88 亿元，已投资 11.47 亿元，剩余未投资的项目主要是新天地 A 和 B 栋，目前处于在建状态且尚未开盘。已完工项目中，国金中心全部出租，金融广场已对外出租或销售，海棠兰亭及新天地 C 栋已售罄，购物中心银泰城¹及东岭洲际皇冠假日酒店采用出租及委托经营的方式。2021 年，新东岭城市综合体实现租金收入 0.49 亿元，酒店收入 0.62 亿元；截至 2021 年末该项目累计销售回款为 13.00 亿元。

非核心区方面，宝鸡市斗鸡新区棚户区改造项目为 BT 项目²，根据合同约定，宝鸡市政府在 2022 年之前向公司分期支付 BT 回购款³。宝鸡市斗鸡

新区棚户区改造项目规划建筑面积为 118.00 万平方米，计划总投资 34.99 亿元，2021 年末已投资 28.90 亿元，剩余 2 栋为商业配套项目，目前已封顶；2021 年末，非核心区累计实现销售回款 14.70 亿元，政府回购款 12.40 亿元，剩余未回款部分政府已以土地形式返还，涉及土地面积约 100 多亩。

东岭集团在 2018 年以破产重整的方式⁴取得无锡市崇安寺商圈的银辉中心项目。银辉中心项目总建筑面积 17.76 万平方米，2021 年计划总投资调为 35.73 亿元，截至 2021 年末已投资 27.91 亿元。该项目涵盖公寓⁵、高档写字楼和购物中心等业态，目前项目工程已完成外立面装饰，工程进度达到 90%；该项目的商业部分由公司自持，其余均通过销售的方式回笼资金。截至 2021 年末，该项目累计签约销售面积 3.95 万平方米，累计签约销售额为 11.55 亿元，累计销售回款为 11.10 亿元。

中诚信国际关注到，新东岭城市综合体及银辉中心项目建设周期较长，项目销售及回款进度相对缓慢，且未来仍需一定投入，公司房地产板块面临的销售及投资压力有待进一步关注。此外，除当前存量项目外，公司房地产板块未来不再自主开发新项目，或将以土地入股的形式进行联合开发。

财务分析

以下分析基于经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2019~2021 年度审计报告。公司财务报表均按照新会计准则编制，以下分析均基于合并口径数据。中诚信国际在分析时使用公司各期财报的期末数据，将公司计入其他流动负债科目中的信用证贴现调整至短期债务，将公司计入长期应付款科目中的有息债务及租赁负债调整至长期债务。

2021 年，受市场供需及贸易品种价格上涨影响，

¹ 银泰城的招商运营交由银泰百货（集团）有限公司下属子公司负责，公司收取租金收入。

² 即宝鸡市政府委托公司进行棚户区改造，由政府洽谈和主导拆迁事宜，公司负责建设安置房和支付拆迁费用，并用改造项目的销售回款冲减政府回购款，项目完工后移交予宝鸡市政府。

³ 合计 47.23 亿元，预计公司获得的项目收益率为 8%左右。

⁴ 股权取得成本为 1 元。

⁵ 经公司与无锡市政府相关部门谈判，酒店式公寓的房屋性质已由办公变为普通住宅，土地使用权年限为 60 年。

公司收入规模有所增加, 利润同比下降且公允价值变动损益占比较高

2021 年, 在宏观经济环境及市场供需影响下, 公司主营品种市场价格同比上涨, 钢材、有色金属及矿产能源收入同比均有上升; 此外, 2021 年煤炭价格攀升, 使得其他业务收入亦明显上升。整体来看, 2021 年, 公司营业收入较上一年增加, 但由于原材料价格上升挤压盈利空间, 同时公司执行新收入准则, 营业毛利率同比有所下降。

表 6: 近年来公司主要板块收入及毛利率 (亿元、%)

收入	2019	2020	2021
钢铁贸易	329.62	321.50	342.01
铅锌冶炼及有色金属贸易	834.31	814.01	904.55
矿产能源	69.89	57.07	62.94
其他	26.46	9.46	18.15
营业总收入	1,260.28	1,202.04	1,327.66
毛利率	2019	2020	2021
钢铁贸易	1.16	1.20	1.02
铅锌冶炼及有色金属贸易	1.25	1.29	1.00
矿产能源	4.65	4.42	5.50
其他	6.37	13.44	8.11
营业毛利率	1.52	1.51	1.32

注: 其他主要包括煤炭贸易、焦炭贸易和房地产开发。

资料来源: 公司提供

从期间费用来看, 2021 年, 公司执行新收入准则, 将运输费和装卸费由销售费用调整至营业成本核算, 故销售费用大幅减少; 管理费用主要是职工薪酬支出, 随业务规模的扩大有所上升; 因公司有息债务规模扩大, 财务费用较上年增加。整体来看, 公司期间费用及期间费用率指标均有所下降。

利润方面, 2021 年公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成; 由于主营业务盈利下降, 公司经营性业务利润同比减少 0.41 亿元; 当期公允价值变动损益仍然主要来自投资性房地产评估增值, 但增值幅度收窄; 资产减值损失主要为应收账款和其他应收款减值损失, 损失规模同比扩大。受上述因素影响, 2021 年公司利润总额同比下降; EBITDA 规模受折旧增多影响同比有所上升, EBITDA 利润率亦有所回升。

表 7: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元)

	2019	2020	2021
期间费用合计	12.72	12.66	11.93
期间费用率 (%)	1.01	1.05	0.90
经营性业务利润	5.25	4.53	4.12
资产减值损失	0.32	0.28	0.39
公允价值变动收益	3.45	2.46	2.18
营业外损益	-0.02	-0.21	-0.17
利润总额	9.58	7.33	5.54
EBITDA	20.67	18.64	21.15
EBITDA 利润率 (%)	1.64	1.55	1.59

注: 资产减值损失以正值列示。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

公司关联方占款规模进一步上升, 对公司资金形成明显占用; 权益稳定性仍然偏弱, 债务结构弱化, 财务杠杆有所上升

2021 年末, 公司总资产规模较年初进一步上升至 489.05 亿元, 其中流动资产占总资产的比例为 62.91%。从主要流动资产科目来看, 受采购结算等因素影响, 2021 年末公司货币资金进一步下降至 63.68 亿元, 其中票据及信用证等受限资金规模约为 49.35 亿元, 可动用货币资金相对有限。因贸易业务规模扩大应付货款增加, 应付账款规模有所上升; 由于部分工程项目竣工结算, 预付款项有所减少; 2021 年末, 其他应收款中, 金额较大的有陕西略阳钢铁有限责任公司 (以下简称“略阳钢铁”) 28.30 亿元、汉中嘉陵矿业有限责任公司 (以下简称“嘉陵矿业”) 3.14 亿元, 账龄均在 1 年以内, 公司对略阳钢铁和嘉陵矿业的拆借金额较大, 需关注资金占用及回收风险。存货主要系库存商品和开发成本, 由于钢材及有色产品储备增加, 库存商品增加至 39.58 亿元; 银辉中心项目部分完工, 开发成本减少至 51.34 亿元。从主要非流动资产科目来看, 2021 年末公司可供出售金融资产包含长安银行股份有限公司及兰州银行股份有限公司等企业的股权; 投资性房地产采用公允价值进行后续计量, 2021 年末账面价值增加主要系银泰购物中心评估增值所致。

负债方面, 2021 年末公司总负债较上一年末增长 48.41 亿元, 增长主要来自应付货款和工程款、

预收货款与购房款等流动负债。债务方面，因本期银行授信品种调整，应付票据增幅较大，总债务规模有所上升；同时由于部分长期债务到期，短期债务占比进一步提高，公司债务结构有所弱化。

所有者权益方面，公司资本公积、其他综合收益和少数股东权益中大部分金额来源于煤矿探矿权以评估值入账或投资性房地产评估增值。2021年末公司所有者权益较年初有所下降，主要系部分子公司少数股东退出所致。从财务杠杆来看，2021年末公司资产负债率和总资本化比率较年初有所上升。

表 8：近年来公司资产负债表科目及相关指标情况（亿元）

	2019	2020	2021
总资产	424.64	451.33	489.05
货币资金	70.07	65.28	63.68
预付款项	51.29	56.71	45.28
其他应收款	34.78	33.95	63.70
存货	84.80	99.36	113.32
可供出售金融资产	17.16	17.13	15.51
投资性房地产	52.19	54.99	56.84
固定资产	32.09	33.07	37.46
无形资产	48.69	48.44	48.31
总负债	251.00	272.01	320.42
总债务	175.94	170.25	187.87
短期债务/总债务(%)	69.20	77.85	85.53
应付账款	24.88	34.59	43.84
预收款项	30.94	45.79	57.52
所有者权益	173.64	179.31	168.63
资本公积	20.76	20.76	17.50
其他综合收益	18.89	19.07	19.42
未分配利润	49.92	54.19	55.04
少数股东权益	67.70	68.79	60.01
资产负债率(%)	59.11	60.27	65.52
总资本化比率(%)	50.33	48.70	52.70

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从周转率来看，2021年，由于公司加大工程项目拓展力度，期末应收账款规模增加，应收账款周转率指标有所下降。此外，公司为进行业务扩张增加大宗商品库存，因此期末存货量增长拉低了当期存货周转率指标。

表 9：近年来公司部分流动资产周转率指标（X）

指标	2019	2020	2021
应收账款周转率	154.30	114.45	90.41
存货周转率	14.71	12.86	12.32

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，2021年以来公司向关联企业提供的拆借款仍然保持在较大规模且同比增幅较大。此外，公司煤矿探矿权及投资性房地产的评估增值对所有者权益及财务杠杆水平的影响较大；若上述资产价值明显下降或计提大额减值准备，将对公司资本结构带来不利影响。

2021年，公司经营活动净现金流同比增加；相关偿债指标仍有待优化

现金流方面，2021年，由于大宗商品价格上涨带动销售商品收到的现金增加，同时公司加强上年应收账款回款力度，当期经营活动现金净流入规模较上年增长；投资活动方面，因当期矿粉价格波动，公司购买期货增加，当期投资活动净现金流出规模同比扩大；因偿还债务本息以及支付承兑汇票、信用证等保证金，筹资活动现金仍呈净流出状态。

偿债指标方面，2021年，公司经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本金覆盖程度较低，但均可有效保障利息支出。整体来看，公司偿债指标表现仍有待优化。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	16.46	21.00	34.41
投资活动净现金流	-1.81	-1.36	-10.33
筹资活动净现金流	-27.74	-23.65	-28.08
经营活动净现金流/总债务	0.09	0.12	0.18
经营活动净现金流/利息支出	1.63	1.31	3.79
总债务/EBITDA	8.51	9.13	8.88
EBITDA 利息保障倍数	2.04	1.16	2.33

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

担保对象多从事大宗商品业务，经营情况有待关注；受限规模较大，备用流动性偏弱

银行授信方面，截至 2021 年末，公司获得银行授信总额 126.07 亿元，其中尚未使用授信额度为 8.61 亿元，备用流动性偏弱。

或有事项方面，截至 2021 年末，公司无重大诉讼情况。同期末，公司对外担保金额为 9.99 亿元，占所有者权益的比例约 5.92%。公司对外担保均为

连带责任担保，其中与彬煤集团下属子公司以及陕西黄河矿业（集团）有限责任公司之间存在互保。公司担保对象均为民企，目前均处于正常经营状态，但上述企业均从事大宗商品业务，面临一定的价格波动风险，经营情况有待关注。

表 11：截至 2021 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保单位名称	公司性质	担保金额
陕西华彬煤业股份有限公司	民企	2.50
陕西润中清洁能源有限公司	民企	2.89
陕西黄河矿业（集团）有限责任公司	民企	2.90
陕西黑猫焦化股份有限公司	民企	0.70
韩城市侃达煤焦有限公司	民企	1.00
合计	--	9.99

注：陕西华彬煤业股份有限公司及陕西润中清洁能源有限公司为彬煤集团的控股子公司；陕西泰丰盛合实业发展有限公司与彬煤集团均由同一自然人实际控制；公司持有陕西宝麟铁路有限责任公司 2.38% 股权。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计 166.63 亿元，占总资产比重为 34.07%，受限规模较大，具体包括货币资金 49.35 亿元、存货 20.81 亿元、投资性房地产 44.30 亿元、固定资产 4.90 亿元和无形资产 47.26 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2022 年 4 月 15 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

偿债保障措施——“13 陕东岭债/13 陕东岭”

“13 陕东岭债/13 陕东岭”本息的到期兑付由彬煤集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。此外，公司以其持有的东岭物资全部股权设定质押，为“13 陕东岭债/13 陕东岭”进行质押担保，截至 2021 年末公司持有东岭物资 66.67% 的股权。东岭物资主要从事钢材、锌锭、煤炭、焦炭及有色矿粉等商品的贸易业务，与首钢、酒钢及新

疆八钢等全国 20 多个钢铁企业建立了长期的供销合作关系，设立了近 50 个分公司和办事处，形成了覆盖全国的销售布局。截至 2021 年末，东岭物资总资产为 199.64 亿元，所有者权益为 69.85 亿元；2021 年东岭物资实现营业总收入 389.93 亿元，净利润为 1.14 亿元。

跟踪期内，彬煤集团维持一定的规模优势，2021 年彬煤集团位列中国煤炭企业 50 强第 19 位⁶。彬煤集团业务以煤炭及煤化工生产为主，并从事有色金属与化工品等贸易业务。煤炭板块方面，截至 2021 年末，彬煤集团共拥有 3 座煤矿，分别是下沟煤矿、蒋家河煤矿和雅店煤矿，均位于陕西彬县的彬长矿区，煤种均为优质动力煤。目前三座矿井证照齐全。同期末，彬煤集团煤炭剩余可采储量为 4.95 亿吨⁷，煤种以动力煤为主。

从主要业务板块经营来看，截至 2021 年末，彬煤集团核定产能为 790 万吨/年，实际生产能力为 1,300 万吨/年。2021 年彬煤集团共生产煤炭 752.35 万吨，产量较上年有较大幅度下降，主要系雅店煤矿处于试运转验收的关键阶段，根据各项目专家组的验收意见，发生停产整改所致。2021 年自产煤销售量为 751.92 万吨，吨煤售均价 626 元/吨，销售均价受煤炭市场行情影响有所上升。安全生产方面，2021 年末未发生安全事故，2022 年 4 月 1 日，雅店煤矿 ZF1405 工作面运输顺槽超前支护段发生 1 起其他事故、造成 1 人死亡。

煤化工板块方面，截至 2021 年末，彬煤集团具有甲醇生产能力 60 万吨/年，2021 年以来，受国际油价上涨影响，甲醇产品价格亦有所增长。2021 年公司甲醇产量为 68.59 万吨，同比增加 18.26%，甲醇销售均价达到 2,187 元/吨，同比大幅增加 71.48%，但受原材料价格增长影响，甲醇销售业务毛利率仅为 0.96%。

贸易板块方面，彬煤集团分别于 2016 年及 2019

⁶ 按申报企业 2020 年度营业收入为标准排名。

⁷ 根据生产技术部提供的可采出煤炭量说明，下沟矿 2021 年实际剩余可采出煤炭量由 0.35 亿吨变更为 0.16 亿吨，蒋家河矿实际剩余可采出

煤炭量由 0.24 亿吨变更为 0.19 亿吨，2021 年上述两矿分别补提摊销 0.84 亿元和 0.35 亿元。

年设立了上海华彬国心进出口有限公司和上海华彬供应链有限公司，主要从事有色金属及化工产品贸易业务。近年来，经营规模持续扩张，2021 年彬煤集团有色金属贸易业务收入同比增加 41.21%至 262.12 亿元；化工贸易业务收入同比增加 16.78%至 28.74 亿元。2021 年有色金属贸易和化工贸易毛利率为负，中诚信国际将对彬煤集团贸易业务的开展情况及其风险管理水平保持关注。

在建工程方面，目前彬煤集团无较大规模的资本支出计划。

2021 年，随着贸易板块规模的扩大以及煤炭及化工产品价格的上涨，彬煤集团营业总收入同比大幅增长 64.74%至 425.35 亿元；毛利率方面，2021 年公司煤炭销售业务毛利率为 20.56%，由于煤化工业务毛利率较低，有色金属销售和化工品销售业务毛利率为负，拉低了公司毛利率水平，2021 年公司毛利率为 5.81%，同比下降 0.20 个百分点。此外，**中诚信国际关注到**，2021 年彬煤集团向关联方陕西泰丰盛合实业发展有限公司（以下简称“泰丰盛合”）和泰丰盛合（海南）实业发展有限公司（以下简称“泰丰盛合海南”）销售商品发生额共计 64.74 亿元，关联方交易规模较大。盈利能力方面，2021 年以来，受煤炭及化工产品价格上涨影响，2021 年彬煤集团实现净利润 6.59 亿元，同比增长 121.14%。

截至 2021 年末，彬煤集团总资产为 298.14 亿元，同比增长 25.66 亿元。彬煤集团资产以固定资产及无形资产等非流动资产为主，符合煤炭企业特征；流动资产中其他应收款达 26.57 亿元，主要由关联企业借款及股权转让款构成，其部分款项账期较长，部分款项已计提坏账准备，同期末，主要受贸易业务开展规模增加影响，彬煤集团应收账款同比增加 4.84 亿元至 11.09 亿元，其中对关联方泰丰盛合和泰丰盛合海南的应收款合计达到 9.91 亿元，占应收账款的比重达到 89.36%。中诚信国际将对彬煤集团应收账款及其他应收款的回收情况保持持续关注。截至 2021 年末彬煤集团货币资金余额为 14.85 亿元，其中受限货币资金为 11.07 亿元，可动

用货币资金有限。

2021 年末彬煤集团总债务为 54.41 亿元，较上年末小幅下降，其中短期债务为 34.02 亿元，债务期限结构仍有待优化；2021 年末，公司实收资本由上年末 0.45 亿元增长至 3.00 亿元，资本公积由 2.63 亿元增长至 8.58 亿元，未分配利润由 43.23 亿元增长至 51.80 亿元，所有者权益同比增长 9.62%至 135.06 亿元。受债务规模下降及所有者权益上升影响，2021 年末彬煤集团资产负债率为 54.70%，总资本化比率为 28.72%，同比下降 0.08 个百分点和 3.21 个百分点，整体处于行业内较低水平。

偿债能力方面，2021 年，受债务规模下降及盈利能力增强影响，彬煤集团 EBITDA 对债务本金的覆盖能力有所提升。同时，随着营业收入大幅增长，现金流入走阔，2021 年经营活动净现金流同比增长 111.81%至 18.83 亿元，其对债务本息的覆盖能力亦有所增强。

授信方面，截至 2021 年末彬煤集团获得的银行授信额度为 50.30 亿元，其中已使用的额度为 40.36 亿元，备用流动性一般。受限资产方面，截至 2021 年末，彬煤集团受限资产为 11.07 亿元，全部为受限货币资金。同期末，彬煤集团对东岭集团等外部企业提供的担保金额为 12.47 亿元。

综上所述，中诚信国际维持彬县煤炭有限责任公司的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定。中诚信国际认为，2021 年以来，彬煤集团保持了一定的煤炭产业规模优势，受煤炭及化工产品价格上涨影响，彬煤集团盈利能力有所提升；此外，彬煤集团关联交易规模仍然较大，资产流动性较弱，面临短期偿债风险，且存在一定的担保代偿风险。整体来看，彬煤集团对“13 陕西东岭债/13 陕西东岭”的按期偿还提供的保障力度较弱。

偿债保障措施——“15 陕西东岭债/PR 陕西东岭”

“15 陕西东岭债/PR 陕西东岭”本息的到期兑付由宝鸡投资提供全额无条件不可撤销的连带责任

保证担保。

宝鸡投资成立于2007年1月，初始注册资本3.00亿元。截至2022年3月末，宝鸡投资注册资本和实收资本均为13.00亿元，宝鸡市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宝鸡市国资委”）持有宝鸡投资100%股权，为宝鸡投资唯一股东及实际控制人。截至2022年3月末，宝鸡投资总资产531.72亿元，所有者权益合计117.12亿元，资产负债率77.97%；2021年，宝鸡投资实现营业总收入33.95亿元，净利润1.31亿元，经营活动净现金流-11.92亿元。

宝鸡投资主营业务包含热力供应、自来水供应和城市交通运输等，并承担了宝鸡市大部分的基础设施建设和旧城改造任务。2021年，宝鸡市GDP为2,548.71亿元，同比增长6.00%；同期，宝鸡市一般公共预算收入为95.15亿元，同比增长7.00%；一般公共预算支出为365.09亿元，同比增长0.10%，财政自给率为26.06%。截至2021年末，宝鸡市政府债务余额为303.37亿元。为支持宝鸡投资城市公用事业类业务运营以及基础设施项目投资建设，宝鸡市财政局每年会向宝鸡投资提供一系列补贴；2021年公司获得各类政府补贴14.96亿元⁸，同比大幅增长。

2021年，宝鸡投资营业总收入为33.95亿元，同比下降43.60%，主要系货物销售业务收入大幅下降所致。宝鸡投资房屋销售收入主要来自旧城改造、安置房销售和市场化房产销售收入；贸易业务主要由下属企业陕西中宝达产业投资有限公司⁹负责运营，主要来自钢材、锌锭和煤炭等大宗贸易收入，2021年规模大幅下降，主要系大宗商品价格波动频繁，公司为避免损失，主动减少贸易业务所致。供水、供热和公共交通服务等公用事业类业务可为宝鸡投资带来稳定的收入和现金流，其中2021年供热、供水业务收入规模较为稳定，公共交通服务

收入受新冠疫情影响持续下滑。当年工程施工收入同比略有下降，主要系宝鸡投资下属企业陕西宝泰达产业投资有限公司¹⁰工程施工量减少所致。

表 12：近年宝鸡投资主要收入构成及毛利率情况(亿元、%)

	2019	2020	2021
供热	7.36	7.11	7.30
供水	1.69	1.69	1.66
公共交通服务	2.33	1.94	1.89
房屋销售	0.66	6.46	6.28
工程施工	1.04	1.16	1.11
货物销售	34.95	39.64	12.32
营业总收入	51.50	60.19	33.95
	2019	2020	2021
供热	23.99	20.31	2.38
供水	34.15	28.21	22.29
公共交通服务	-53.54	-55.90	-70.32
房屋销售	8.25	5.40	10.76
工程施工	7.76	17.72	23.12
货物销售	1.15	1.00	0.72
营业毛利率	7.33	4.59	3.35

注：上表仅列示主要业务收入，故合计数与营业总收入有差异

资料来源：宝鸡投资财务报表，中诚信国际整理

盈利方面，受疫情及原材料价格上涨等因素影响，2021年宝鸡投资的公共事业板块业务毛利率均有所下滑，尤其是供热业务毛利率下降明显，加之贸易板块盈利能力仍然较弱，使得当年综合营业毛利率有所下滑。2021年，宝鸡投资利润总额为-0.13亿元，同比大幅下降，由正转负。尽管公司当年其他收益同比大幅增加，经营性业务利润为正，但由于公司发生较大规模信用减值损失及营业外损失，导致利润总额为负。其中，信用减值损失大幅增加主要系其他应收款发生减值所致；营业外支出大幅增加主要系预计担保损失所致。从整体来看，宝鸡投资盈利能力较弱，利润对政府补贴的依赖程度高。

表 13：近年来宝鸡投资盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1-3
销售费用	0.20	0.36	0.41	0.08
管理费用	2.45	2.57	3.06	0.53
财务费用	5.61	4.62	5.98	1.17

⁸ 该数据取自宝鸡投资2021年审计报告中“其他收益”科目。

⁹ 于2017年7月成立，注册资本为10.00亿元，宝鸡投资、东岭集团及中建三局集团有限公司认缴比例分别为46%、45%和9%。宝鸡投资是陕西中宝达产业投资有限公司第一大股东，将其纳入合并范围。

¹⁰ 于2018年2月成立，注册资本为3.00亿元，宝鸡投资、陕西泰森房

地产开发有限公司及宝鸡市蟠龙新区开发建设有限公司认缴比例分别为45%、40%和15%。宝鸡投资是陕西宝泰达产业投资有限公司第一大股东，将其纳入合并范围。

期间费用率	16.02%	12.55%	27.82%	36.33%
经营性业务利润	2.33	3.14	6.20	-2.23
其他收益	7.20	8.37	14.96	--
投资收益	0.62	0.51	0.30	0.39
资产减值损失	1.62	2.05	0.01	--
信用减值损失	--	--	1.72	--
营业外损益	0.05	0.01	-4.90	-0.08
利润总额	1.43	1.66	-0.13	-1.97
净利润	1.13	1.46	1.31	-1.99

资料来源：宝鸡投资财务报表，中诚信国际整理

资产方面，截至 2021 年末，宝鸡投资总资产为 524.26 亿元，较上年末减少 2.89%，主要由货币资金、其他应收款、存货、固定资产和在建工程构成。同期末，宝鸡投资货币资金为 42.34 亿元，同比减少 45.37%；货币资金中受限部分为 9.14 亿元，主要为承兑保证金和信用证保证金。2021 年，受益于往来款及对外拆借资金的逐步回收，当年末其他应收款同比减少 4.38%，主要包括对宝鸡市火车南客站片区拆迁安置建设指挥部的工程建设借款 22.86 亿元及应收宝鸡吉利汽车有限公司的工程代建款 17.24 亿元；其中，其他应收款账龄在 1 年以内的占 19.07%，账龄整体偏长，2021 年计提坏账准备 1.84 亿元。整体来看，宝鸡投资其他应收款规模较大，且存在坏账情况，存在一定回收风险。存货主要包括基础设施建设项目、棚改项目及房产项目投入的开发成本，2021 年以来存货规模持续增长。固定资产主要包括房屋及建筑物、路桥基础设施、管网设施和公益性资产等，其中 2021 年末固定资产中公益性资产净值合计 49.60 亿元，主要包括冯家山水库 22.38 亿元，行政中心 12367 号房产 6.65 亿元；在建工程主要为路桥基础设施、热力管网设施等项目的投入，随着项目的不断投入及转固，2021 年末公司在建工程和固定资产均呈增长态势。

表 14：近年来宝鸡投资主要资产情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	509.10	539.88	524.26	531.72
货币资金	60.93	77.50	42.34	45.19
其他应收款	95.07	78.31	74.88	77.67
存货	127.52	139.02	161.42	162.89
在建工程	41.07	47.84	57.88	59.56
固定资产	57.74	61.11	62.42	61.85

应收类款项/总资产	19.67	25.42	24.19	24.24
-----------	-------	-------	-------	-------

资料来源：宝鸡投资财务报表，中诚信国际整理

所有者权益方面，2021 年末宝鸡投资所有者权益较上年末减少 2.95%至 119.05 亿元，其中实收资本无变化；资本公积小幅增加，主要系其他资本公积略有增长所致；未分配利润较上年末有所下降，主要系 2021 年起公司首次执行新收入准则、新金融工具准则和新租赁准则，对相应科目进行调整所致。

表 15：近年来宝鸡投资所有者权益主要构成（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
所有者权益	120.81	122.67	119.05	117.12
实收资本	13.00	13.00	13.00	13.00
资本公积	79.84	80.26	80.33	80.33
未分配利润	12.91	13.87	11.87	9.88
少数股东权益	15.06	15.53	13.67	13.73

资料来源：宝鸡投资财务报表，中诚信国际整理

宝鸡投资作为宝鸡市基础设施建设主体，承担较大规模的基建项目建设，资金支出规模较大，政府专项资金及财政拨款对投资支出的覆盖有限，使得项目投资对外部融资的依赖程度较高。2021 年以来，宝鸡投资负债和债务规模仍然较大。宝鸡投资负债主要包括有息债务、其他应付款和长期应付款，其中有息债务以银行借款和应付债券为主；其他应付款主要包括应付西安御园星投资管理合伙企业（有限合伙）的借款 9.00 亿元、应付宝鸡市城投地下综合管廊有限公司的未结算工程款 6.10 亿元等的往来款；长期应付款主要为国债转贷资金、财政拨款、专项用途资金等。截至 2022 年 3 月末，宝鸡投资资产负债率和总资本化比率分别为 77.97%和 70.39%，财务杠杆处于较高水平。从债务结构来看，2022 年 3 月末宝鸡投资短期债务占总债务的比重上升至 23.82%，短期债务压力有所增长。

表 16：近年来宝鸡投资资本结构和债务结构（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总负债	388.29	417.21	405.21	414.60
其他应付款	29.28	28.22	36.17	45.84
长期应付款	58.05	124.70	120.48	124.72
总债务	273.70	299.54	279.99	278.46
短期债务	39.05	66.65	66.24	66.32
短期债务/总债务	14.27	22.25	23.66	23.82

资产负债率	76.27	77.28	77.29	77.97
总资本化比率	69.38	70.95	70.17	70.39

资料来源：宝鸡投资财务报表，中诚信国际整理

偿债能力方面，2021 年，宝鸡投资经营活动净现金流和 EBITDA 均有所下降，其中经营活动净现金流大幅减少，由正转负，无法对债务本息形成覆盖，主要系销售商品、提供劳务收到的现金大幅减少所致。由于债务规模较大，EBITDA 对债务本金的覆盖能力仍较弱，但能完全覆盖利息支出。此外，2021 年以来，受货币资金大幅下降影响，期末货币资金对短期债务的保障能力有所下降，截至 2022 年 3 月末，货币资金/短期债务为 0.68 倍。

表 17：近年来宝鸡投资现金流及偿债指标情况(亿元、X、%)

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	13.60	18.67	-11.92	6.43
投资活动净现金流	-3.89	-7.46	-1.79	-1.76
筹资活动净现金流	-10.60	-9.84	-5.99	-1.82
EBITDA	9.87	10.58	9.22	--
经营活动净现金流/总债务	0.05	0.06	-0.04	0.023
经营活动净现金流/利息支出	2.41	3.18	-1.88	--
总债务/EBITDA	27.72	28.31	30.36	--
EBITDA 利息保障倍数	1.75	1.80	1.45	--
货币资金/短期债务	1.56	1.16	0.64	0.68

资料来源：宝鸡投资财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年末，宝鸡投资获得各银行综合授信额度为 402.81 亿元，同比增加 103.83 亿元，其中尚未使用的授信余额为 155.38 亿元，备用流动性较为充足；同期末，宝鸡投资受限资产合计 75.26 亿元，占总资产的比例为 14.35%。

对外担保方面，截至 2021 年末，宝鸡投资对外担保余额合计为 48.50 亿元，担保比率为 40.74%。其中东岭集团和宝鸡如意茵香文化旅游投资管理有限公司两家为民营企业，上述两家企业分别以连带责任保证及全部资产作为反担保。值得注意的是，陕西太白山投资集团有限公司（以下简称“太白山投资”）、陕西法门寺文化发展有限公司（以下简称“法门寺公司”）、宝鸡市文化旅游产业发展集团有限公司（以下简称“宝鸡文旅”）、宝鸡市蔡家坡经济技术开发区有限公司（以下简称“蔡家坡经开”）和宝鸡市蟠龙新区开发建设有限公司（以

下简称“蟠龙开发”）资信情况异常，2021 年以来仍存在被纳入被执行人或失信被执行人名单的情况。截至 2021 年末，宝鸡投资对蔡家坡经开和蟠龙开发担保的债务未出现逾期情况，对太白山投资担保的债务 7,700 万元存在逾期情况；对法门寺公司担保的融资租赁租金 1,236.96 万元出现违约情况；对宝鸡文旅担保的债务存在 7,100 万元逾期情况；同时，宝鸡文旅还存在 1.50 亿元非公开定向融资计划违约情况，蔡家坡经开子公司陕西蔡家坡城市建设有限公司存在 2,980 万元信托计划违约情况。考虑到宝鸡投资对外担保规模较大且部分被担保方出现非标违约、被纳入失信执行人等负面事件，宝鸡投资面临很大的代偿风险。

2021 年 6 月 10 日，宝鸡投资发布公告称，公司作为担保方涉及融资租赁合同纠纷被起诉。洛银金融租赁股份有限公司（以下简称“洛银租赁”）将法门寺公司、宝鸡投资起诉至洛阳高新技术产业开发区人民法院，根据合同约定，被告法门寺公司应于 2021 年 3 月 18 日向原告支付租金 12,369,635.91 元，但被告法门寺公司仍未依约足额支付。洛银租赁向洛阳高新技术产业开发区人民法院提出如下诉讼请求，判决法门寺公司向洛银租赁支付《售后回租赁合同》项下租金及违约金 4,951.08 万元，并请求宝鸡投资对上述债务承担连带清偿责任。目前该案已经审理，判决结果为冻结法门寺公司、宝鸡投资在金融机构的存款 4,951.08 万元。

因借款合同纠纷，西安民间金融街小额贷款有限公司和铜川汇能鑫能源有限公司于 2021 年 10 月 25 日对太白山投资和宝鸡投资（宝鸡投资为此笔借款的还本付息提供连带责任）提起诉讼，涉及借款本金 7,700 万元、逾期利息/罚息 38.5 万元、律师费 38.5 万元。宝鸡投资于 2022 年 4 月 12 日发布公告，提及本次诉讼的判决情况为：太白山投资公司于本判决生效之日起二十日内支付原告 7,034.8 万及利息（以 7,034.8 万为基数，按年利率 12% 计算 2021 年 10 月 11 日至实际给付之日止）；

公司对上述债务承担连带责任保证。

2021 年 11 月 25 日，宝鸡投资发布公告称，因工程合同纠纷，陕西建工集团有限公司（以下简称“陕西建工”）于 2021 年 10 月 19 日对宝鸡投资子公司宝鸡市城市建设投资开发有限公司（以下简称“城建投资”）提起仲裁，请求判令城建投资向陕西建工支付工程欠款 13,116,506.71 元；请求判令城建投资向陕西建工支付自 2016 年 10 月 27 日起至付清为止的逾期付款利息（计算至 2021 年 10 月 17 日为 2,587,640.82 元）；承担本案全部仲裁费用及保全费用。宝鸡投资于 2022 年 5 月 19 日发布公告，提及本次诉讼的执行情况为城建投资已按照调解协议约定向陕西建工支付工程款 5,000,000 元和本案仲裁费 62,466 元，剩余工程款拟按照调解协议的约定执行。

中诚信国际关注到，2021 年以来宝鸡投资因被担保方违约或自身合同纠纷多次被起诉，中诚信国际将持续关注相关案件的进展情况、宝鸡投资代偿情况以及宝鸡投资的公司治理情况。

表 18：截至 2021 年末宝鸡投资对外担保情况（亿元）

被担保企业	担保余额	企业性质
陕西东岭工贸集团股份有限公司	2.00	民企
宝鸡市蟠龙新区开发建设有限公司	13.91	国企
宝鸡市文化旅游产业发展集团有限公司	3.37	国企
宝鸡高新投资控股有限公司	9.45	国企
宝鸡如意茵香文化旅游投资管理有限公司	1.82	民企
宝鸡市蔡家坡经开区市政工程有限公司	1.38	国企
宝鸡市蔡家坡经济技术开发区有限公司	1.16	国企
陕西法门寺文化发展有限公司	3.70	国企
陕西太白山投资集团有限公司	5.31	国企
宝鸡中铁建设投资开发有限公司	4.90	国企
陕西法门寺文化景区旅游发展有限公司	1.50	国企
合计	48.50	--

资料来源：宝鸡投资公司债券年报，中诚信国际整理

综上所述，中诚信国际维持宝鸡市投资（集团）有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为，宝鸡投资基建项目投资及对外拆借金额较大，债务规模保持高位，且面临很大的代

偿风险，但其作为宝鸡市政府旗下重要的投融资平台，有望获得较大的外部支持并具备较强的抗风险能力，能够为“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”的按期偿还提供较好的保障。

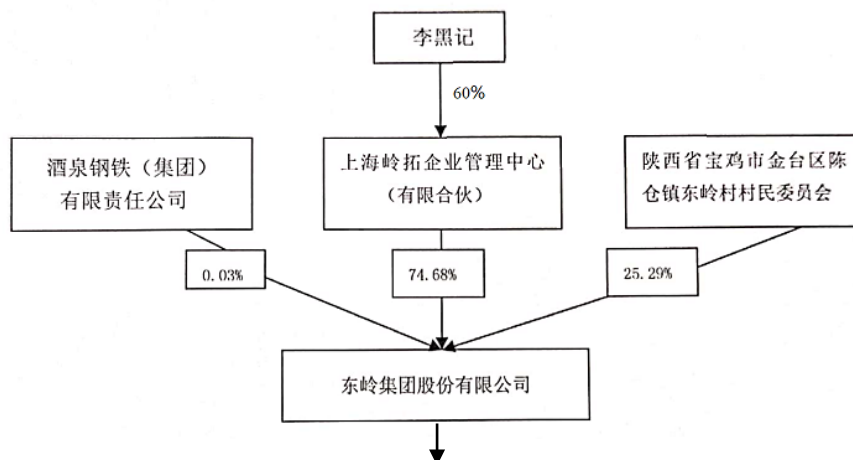
2013 年 12 月，公司与长安银行宝鸡分行签署了流动性支持协议。协议约定，在“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”存续期内，当公司对该债券付息和兑付发生临时资金流动性不足时，长安银行宝鸡分行在符合国家法律法规和长安银行贷款要求的条件下，给予公司不超过当期“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”本息偿还金额的流动性支持贷款¹¹。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持东岭集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“13 陕东岭债/13 陕东岭”的信用等级为 **AA**，维持“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”的信用等级为 **AA**。

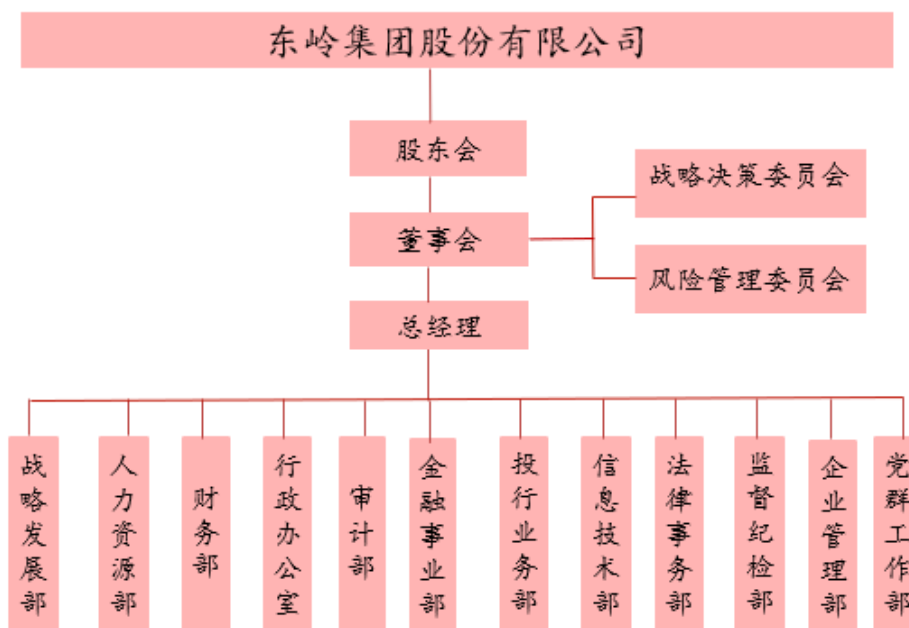
¹¹ 具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准。

附一：东岭集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



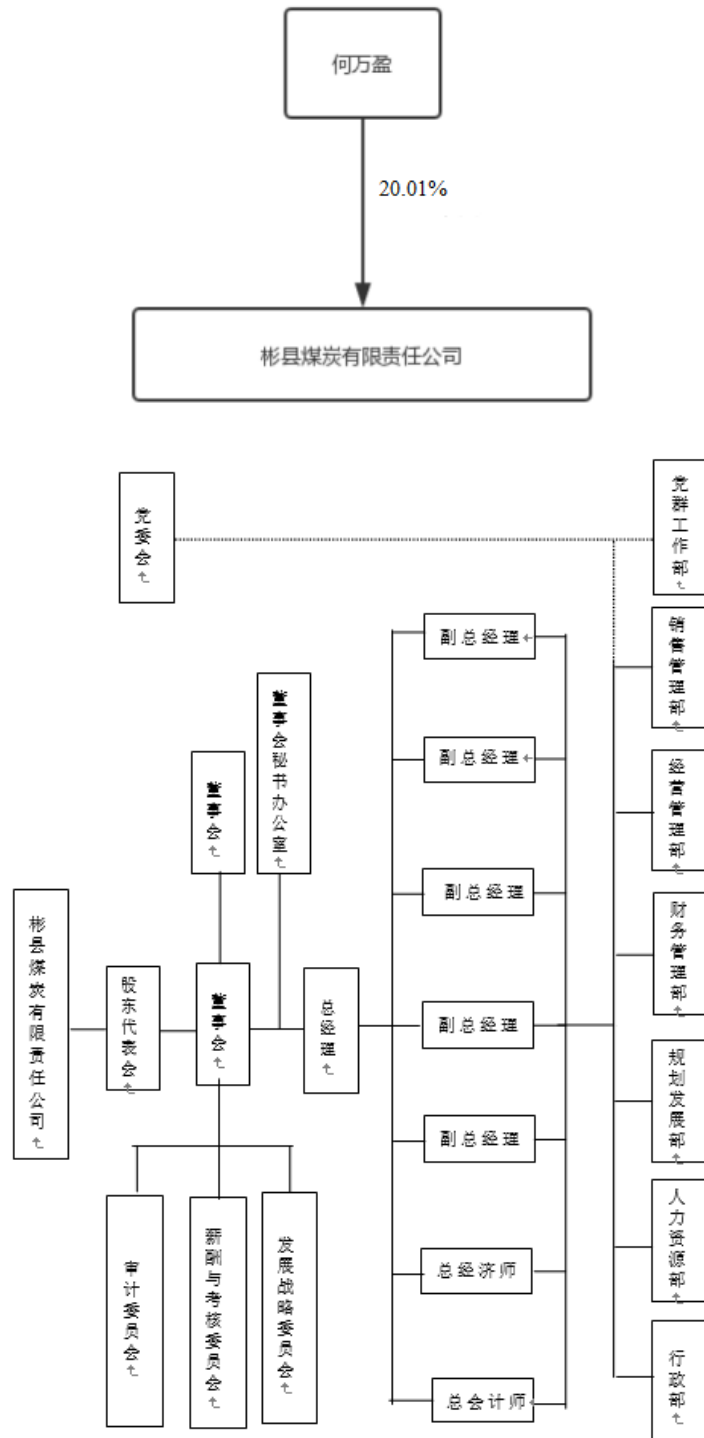
子公司名称	主营业务	持股比例
东岭锌业股份有限公司	铅锌冶炼	79.90%
陕西东岭物资有限责任公司	铅锌、钢铁等贸易	66.67%

注：表中仅列示部分主要二级子公司名单；持股比例含间接持股部分。



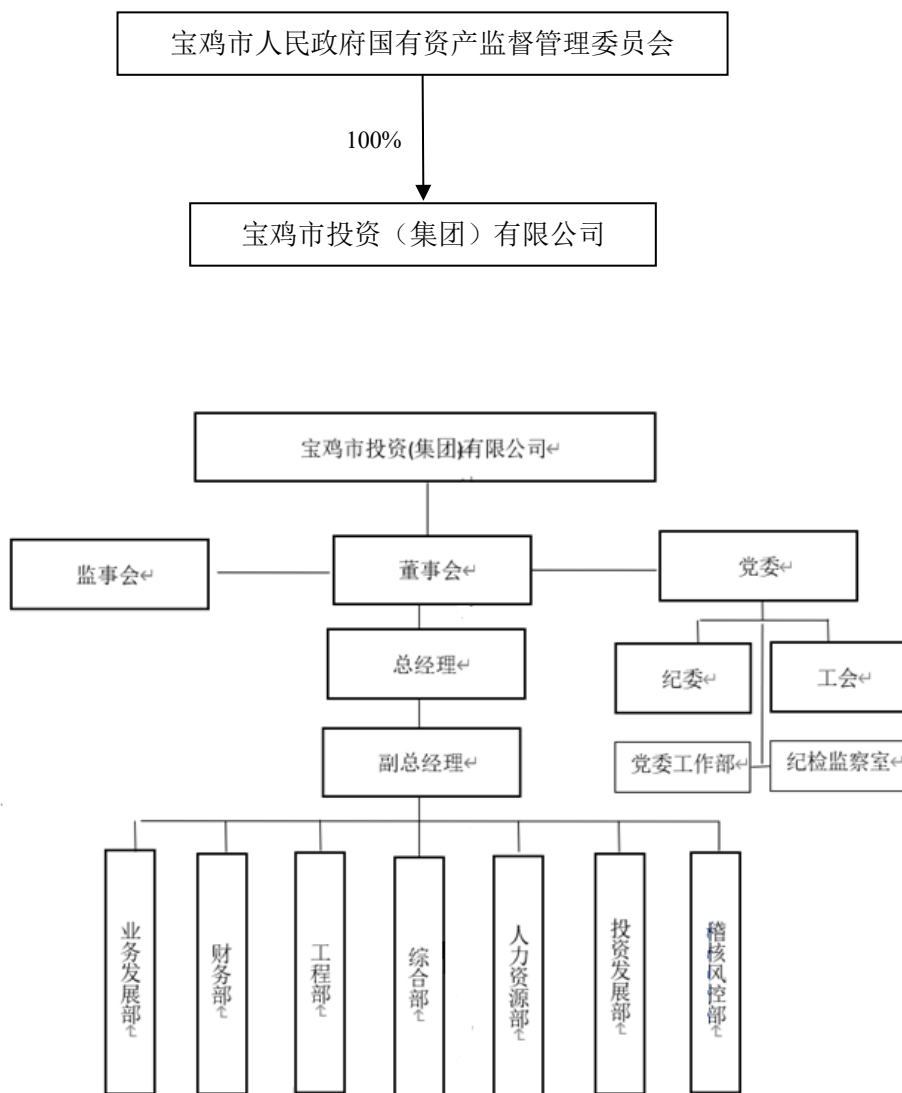
资料来源：公司提供

附二：彬县煤炭有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附三：宝鸡市投资（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

附四：东岭集团股份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
货币资金	700,660.01	652,791.83	636,803.41
应收账款净额	89,596.13	120,456.52	173,249.56
其他应收款	347,806.09	339,504.49	636,980.89
存货净额	848,033.92	993,611.81	1,133,176.37
长期投资	223,700.45	225,564.32	203,682.21
固定资产	320,864.86	330,677.64	374,607.47
在建工程	88,878.69	98,603.03	70,297.36
无形资产	486,913.07	484,433.02	483,121.35
总资产	4,246,353.92	4,513,269.10	4,890,514.78
其他应付款	79,433.76	86,420.44	115,588.46
短期债务	1,217,497.46	1,325,351.18	1,606,794.81
长期债务	541,933.34	377,167.18	271,940.33
总债务	1,759,430.80	1,702,518.36	1,878,735.14
净债务	1,058,770.79	1,049,726.53	1,241,931.73
总负债	2,509,971.10	2,720,146.51	3,204,204.56
费用化利息支出	78,531.95	66,693.79	87,482.20
资本化利息支出	22,735.37	93,491.31	3,241.58
所有者权益合计	1,736,382.82	1,793,122.59	1,686,310.22
营业总收入	12,602,834.43	12,020,368.51	13,276,578.52
经营性业务利润	52,496.69	45,269.35	41,225.95
投资收益	10,724.93	8,090.12	-1,182.34
净利润	76,633.82	53,572.78	38,909.42
EBIT	174,292.38	140,021.40	142,835.19
EBITDA	206,749.00	186,409.65	211,469.36
经营活动产生现金净流量	164,602.81	209,995.63	344,085.13
投资活动产生现金净流量	-18,107.93	-13,602.89	-103,297.04
筹资活动产生现金净流量	-277,422.09	-236,515.14	-280,833.02
资本支出	31,497.74	38,594.56	75,919.16
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	1.52	1.51	1.32
期间费用率(%)	1.01	1.05	0.90
EBITDA 利润率(%)	1.64	1.55	1.59
总资产收益率(%)	4.19	3.20	3.04
净资产收益率(%)	4.52	3.04	2.24
流动比率(X)	1.36	1.21	1.09
速动比率(X)	0.91	0.77	0.69
存货周转率(X)	14.71	12.86	12.32
应收账款周转率(X)	154.30	114.45	90.41
资产负债率(%)	59.11	60.27	65.52
总资本化比率(%)	50.33	48.70	52.70
短期债务/总债务(%)	69.20	77.85	85.53
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.12	0.18
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	0.16	0.21
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.63	1.31	3.79
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.59	6.83	13.73
总债务/EBITDA(X)	8.51	9.13	8.88
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.14	0.13
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.04	1.16	2.33
EBIT 利息保障倍数(X)	1.72	0.87	1.57

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理；2、各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目中的信用证贴现款调整至短期债务，将公司计入长期应付款科目中的有息债务及租赁负债调整至长期债务。

附五：彬县煤炭有限责任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
货币资金	84,531.75	145,205.70	148,525.04
应收账款净额	20,579.70	62,504.30	115,166.59
其他应收款	363,159.47	222,487.52	265,691.34
存货净额	56,967.53	45,127.17	62,271.81
长期投资	82,272.54	72,634.26	59,584.65
固定资产	922,561.21	914,148.23	902,120.85
在建工程	156,971.15	174,455.39	127,306.86
无形资产	880,555.20	878,756.78	1,014,625.37
总资产	2,795,162.03	2,724,756.89	2,981,375.06
其他应付款	310,822.82	324,500.16	425,257.55
短期债务	298,182.46	371,118.96	340,143.04
长期债务	169,562.52	206,774.77	205,679.32
总债务	467,744.98	577,893.73	545,822.36
净债务	383,213.23	432,688.03	397,297.32
总负债	1,315,797.89	1,492,659.67	1,630,783.96
费用化利息支出	52,729.81	46,732.16	43,915.01
资本化利息支出	4,366.44	1,251.19	0.00
所有者权益合计	1,479,364.14	1,232,097.22	1,350,591.10
营业总收入	1,687,041.45	2,581,988.23	4,253,492.66
经营性业务利润	92,026.81	62,016.49	136,021.54
投资收益	4,129.63	99.17	-6,319.73
净利润	55,960.80	29,782.08	65,883.18
EBIT	126,241.48	94,263.73	127,763.44
EBITDA	200,329.29	175,605.28	253,996.91
经营活动产生现金净流量	131,437.60	88,911.27	188,285.07
投资活动产生现金净流量	-81,353.11	-62,721.32	-87,462.80
筹资活动产生现金净流量	-117,891.56	-31,840.28	-73,807.78
资本支出	90,178.58	65,738.55	102,967.50
	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	10.65	6.01	5.80
期间费用率(%)	3.88	2.54	1.76
EBITDA 利润率(%)	11.87	6.80	5.97
总资产收益率(%)	4.56	3.42	4.48
净资产收益率(%)	3.87	2.20	5.10
流动比率(X)	0.54	0.43	0.47
速动比率(X)	0.49	0.40	0.43
存货周转率(X)	30.54	47.54	74.61
应收账款周转率(X)	70.52	62.15	47.88
资产负债率(%)	47.07	54.78	54.70
总资本化比率(%)	24.02	31.93	28.78
短期债务/总债务(%)	63.75	64.22	62.32
经营活动净现金流/总债务(X)	0.28	0.15	0.34
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.44	0.24	0.55
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.30	1.85	4.29
经调整的经营净现金流/总债务(%)	12.21	10.37	26.04
总债务/EBITDA(X)	2.33	3.29	2.15
EBITDA/短期债务(X)	0.67	0.47	0.75
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.51	3.66	5.78
EBIT 利息保障倍数(X)	2.21	1.96	2.91

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理；2、各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款科目中的应付融资租赁款调整至长期债务。

附六：宝鸡市投资（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	609,297.41	774,951.08	423,423.93	451,915.91
应收账款	50,864.95	46,144.46	56,708.71	49,663.99
其他应收款	950,650.72	783,104.16	748,778.24	776,682.77
存货	1,275,169.52	1,390,181.27	1,614,157.52	1,628,916.92
长期投资	763,103.77	431,817.37	421,797.46	424,628.24
在建工程	410,698.69	478,400.39	578,836.55	595,638.28
无形资产	36,109.06	35,751.13	34,759.33	34,621.99
总资产	5,090,997.28	5,398,761.78	5,242,592.92	5,317,218.65
其他应付款	292,792.54	282,221.01	361,667.89	458,382.11
短期债务	390,522.98	666,536.94	662,398.15	663,169.89
长期债务	2,346,514.88	2,328,863.25	2,137,490.59	2,121,448.57
总债务	2,737,037.87	2,995,400.18	2,799,888.74	2,784,618.46
总负债	3,882,900.37	4,172,091.90	4,052,089.84	4,145,985.88
费用化利息支出	56,422.04	58,743.62	63,434.73	--
资本化利息支出	--	--	0.00	--
实收资本	130,000.00	130,000.00	130,000.00	130,000.00
少数股东权益	150,605.97	155,304.11	136,723.72	137,321.49
所有者权益合计	1,208,096.91	1,226,669.87	1,190,503.08	1,171,232.77
营业总收入	515,026.89	601,867.69	339,517.18	49,126.33
经营性业务利润	23,349.69	31,386.31	61,978.42	-22,331.11
投资收益	6,244.01	5,108.66	2,990.06	3,875.24
净利润	11,264.00	14,620.14	13,118.30	-19,909.67
EBIT	70,736.59	75,391.30	62,170.94	--
EBITDA	98,742.13	105,817.94	92,221.99	--
销售商品、提供劳务收到的现金	554,248.72	1,003,523.89	444,527.95	29,431.88
收到其他与经营活动有关的现金	327,883.35	397,663.57	362,625.26	255,186.40
购买商品、接受劳务支付的现金	513,872.91	933,874.20	745,254.75	32,156.49
支付其他与经营活动有关的现金	176,844.24	230,418.54	124,978.68	173,682.86
吸收投资收到的现金	12,965.00	0.00	580.00	0.00
资本支出	73,836.91	149,790.42	81,438.16	16,137.86
经营活动产生现金净流量	136,011.15	186,704.78	-119,193.68	64,299.21
投资活动产生现金净流量	-38,890.01	-74,598.45	-17,921.62	-17,631.96
筹资活动产生现金净流量	-106,021.76	-98,431.73	-59,914.78	-18,175.27
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	7.33	4.59	3.35	-7.33
期间费用率(%)	16.02	12.55	27.82	36.33
应收类款项/总资产(%)	19.67	25.42	24.19	24.24
收现比(%)	1.08	1.67	1.31	0.60
总资产收益率(%)	1.41	1.44	1.17	--
资产负债率(%)	76.27	77.28	77.29	77.97
总资本化比率(%)	69.38	70.95	70.17	70.39
短期债务/总债务(X)	0.14	0.22	0.24	0.24
FFO/总债务(X)	0.04	0.04	0.03	0.09
FFO 利息倍数(X)	1.85	2.07	1.24	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.41	3.18	-1.88	--
总债务/EBITDA(X)	27.72	28.31	30.36	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.16	0.14	--
货币资金/短期债务(X)	1.56	1.16	0.64	0.68
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.75	1.80	1.45	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时，将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算；4、由于公司未提供 2022 年一季报现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附七：东岭集团股份有限公司和彬县煤炭有限责任公司基本财务指标的计算公式

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

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

附八：宝鸡市投资（集团）有限公司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”。

附九：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。