

东岭集团股份有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员：杨笑天 xtyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 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，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1970 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

二零二零年六月二十八日

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）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	389.00	407.96	424.64
所有者权益合计（亿元）	136.64	165.15	173.64
总债务（亿元）	181.95	175.22	175.94
营业总收入（亿元）	1,081.26	1,096.57	1,260.28
净利润（亿元）	11.51	15.90	7.66
EBITDA（亿元）	34.48	40.11	20.67
经营活动净现金流（亿元）	9.55	40.20	16.46
资产负债率(%)	64.87	59.52	59.11
彬煤集团（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	252.31	273.89	279.52
所有者权益合计（亿元）	112.48	141.20	147.94
总债务（亿元）	64.36	58.76	46.77
营业总收入（亿元）	96.07	107.94	168.70
净利润（亿元）	6.26	5.60	5.60
EBITDA（亿元）	16.13	19.51	20.03
经营活动净现金流（亿元）	11.76	25.81	13.14
资产负债率(%)	55.42	48.45	47.07
宝鸡投资（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	487.62	492.50	509.10
所有者权益合计（亿元）	119.67	125.58	120.81
总债务（亿元）	281.26	266.42	273.70
营业总收入（亿元）	16.95	18.22	51.50
净利润（亿元）	0.97	1.11	1.13
EBITDA（亿元）	7.13	9.06	9.87
经营活动净现金流（亿元）	-19.73	6.40	13.60
资产负债率(%)	75.46	74.50	76.27

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

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。2019 年，公司有色金属贸易规模大幅提升，带动营业总收入同比增长 14.93%。

■ **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 2019 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。此外，新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）对贸易行业带来进一步挑战。

■ **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 2019 年末，公司无形资产和投资性房地产账面价值分别为 48.69 亿元和 52.19 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。

■ **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 2019 年末，公司对外担保金额为 18.35 亿元，占所有者权益的比例为 10.57%。公司主要担保对象亦面临大宗商品行业波动的压力，中诚信国际将关注被担保主体经营情况。

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。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **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，债务规模大幅增长，或流动性压力明显上升。

同行业比较

2019 年部分贸易企业主要指标对比表					
公司名称	主要经营品种收入占比	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
云能投物流	钢材: 55.41% 铁矿石及建筑材料: 26.80% 煤炭: 17.43%	66.63	84.39	916.14	1.42
浙商中拓	钢材: 58.74% 铁矿石: 12.60% 煤炭: 9.23%	147.14	77.00	734.64	5.79
东岭集团	钢材: 26.15% 有色金属: 66.20% 矿产能源: 5.55%	424.64	59.11	1,260.28	7.66

注:“云能投物流”为“云南能投物流有限责任公司”简称;“浙商中拓”为“浙商中拓集团股份有限公司”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	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
13 陕东岭债/13 陕东岭	AA ⁻	AA ⁻	7	0.49	2013/01/15~2023/01/15 (5+5)
15 陕西东岭债/PR 陕东岭	AA	AA	10	6.00	2015/07/14~2022/07/14

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定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

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2019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；募投项目已建成并投运。

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6亿元。“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2019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；募投项目包含的房屋中21栋楼已经交付，剩余2栋楼处于室内装修、主体施工或土方施工状态，整体工程进度约89%。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠疫情的冲击下，2020年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度

的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

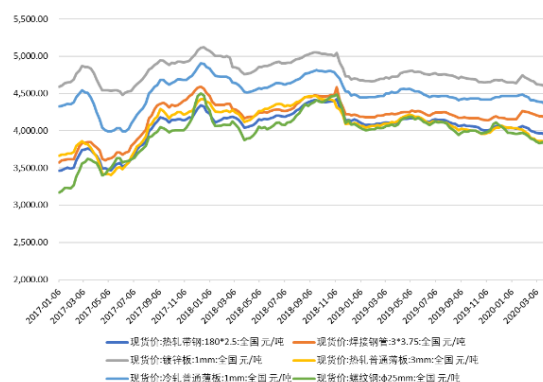
宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

2019 年，钢铁价格随着供给扩大而有所下降，但仍然维持在较高水平；在煤炭消费增速大幅放缓以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行；受宏观经济增速放缓以及中美贸易摩擦等因素影响，国内外锌价整体呈下行态势；2020 年以来，在新冠疫情等因素冲击下，钢材价格仍呈波动下行态势，动力煤及锌价格均明显下降

随着钢铁行业景气度的回升，较高的利润驱动下，钢铁企业生产意愿强烈，并通过技术手段提高生产效率，粗钢产量明显上升，2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量同比分别增长 5.3%、8.3%和 9.8%。内需方面，国家出台了一系列政策来保障基建投资领域融资渠道畅通，2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8.0%。此外，由于中美贸易摩擦加剧，2019 年钢材出口仍处于较为疲软的态势。钢材价格方面，由于 2018 年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，2019 年钢材价格总体呈窄幅波动走势，全年中国钢材价格指数均值同比下降 5.9%；但整体来看，钢材价格仍维持在 3,700 元/吨以上。2020 年 1~4 月，中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势，4 月底降至 97.0 点，同比降幅为 13.91%。

图1：近年来我国部分钢材品种价格走势

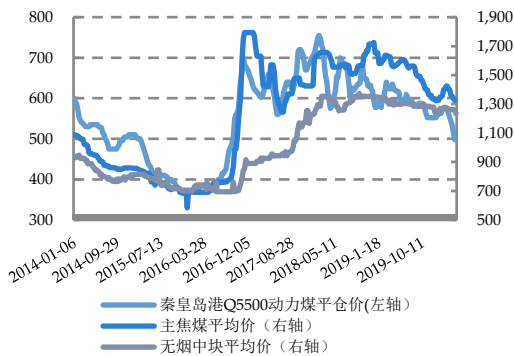


资料来源：choice，中诚信国际整理

煤炭方面，2019 年以来，我国煤炭产量保持增长，而需求增速出现明显下滑；同时，国际煤价持续下降，国内外价差明显增加，我国煤炭进口量同比有所上升；受上述因素共同影响，我国煤炭价格整体有所下降。截至 2019 年底，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国均价及无烟煤中块均价较年初分别下降 4.33%、19.99%和 8.11%。2020 年初，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，受煤企复工时间延长和物流运输受限等因素影响，1~2 月局部地区煤炭供应出现

短缺，煤炭价格整体有所回升。2020年3月以来，随着煤炭企业复工率的大幅提升和物流运输的逐步复苏，我国煤炭供应明显增加，但煤炭下游主要行业开工率不足，库存不断增加，动力煤价格呈明显下降态势。

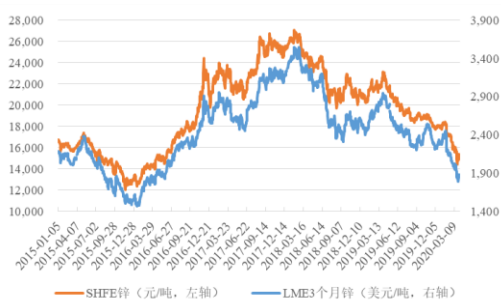
图 2：2014 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

锌方面，2019年，国内锌精矿产能有所增长，但受西乌珠穆沁旗银漫矿业有限责任公司等矿区发生安全事故影响，产量增速受限。据安泰科估计，2019年我国锌精矿产量同比增加 1.20%至 422.00 万吨；同期由于全球锌精矿供应充足，TC/RC 处于高位，受高利润驱动，锌冶炼企业纷纷增产，加之株洲冶炼厂完成搬迁，使得我国精炼锌产量同比增加 8.68%至 616.2 万吨。2019年，受制造业景气度下降、下游需求低迷影响，锌消费增速较低，2019年我国精锌消费量为 666.00 万吨，同比增加 1.52%。从价格来看，2019年全球经济面临较大不确定性，经济增速放缓，制造业景气度下行，加之贸易摩擦不断，国内外锌价整体呈下跌态势。2020年以来，受疫情蔓延影响，国内外锌价大幅下跌。

图 3：近年来 SHFE 锌及 LME3 个月锌价格



数据来源：Choice，中诚信国际整理

2019年，公司钢材贸易板块在西部地区保持较高的市场地位，收入规模有所增长；有色金属贸易规模因下游需求向好及销售网络扩张而显著上升；铅锌冶炼业务收入因生产线检修而有所下降，但盈利能力保持在较好水平

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。2019年，公司继续深耕成都、长沙、西安和新疆等基建投资较旺的区域，钢材销售量同比小幅增长；当期公司供应至终端的钢材业务量占比保持在 80%以上，对接的国家重点工程项目包括兰州新机场、贵州金仁桐高速及成都地铁等。2019年，主要由于公司在上半年钢材价格较高时开展的业务较多，钢材销售均价也有所提升；当期钢材销售收入同比增长 5.47%至 329.62 亿元。

表 1：近年来公司钢材贸易业务经营状况

	2017	2018	2019
钢材销售（万吨）	674.73	839.39	848.00
销售均价（元/吨）	3,254	3,723	3,886
销售收入（亿元）	219.58	312.53	329.62

资料来源：公司提供

公司有色金属贸易品种以锌为主，以铅、铜与镍等产品为辅，主要开展自营内贸业务，业务辐射环渤海、长三角及珠三角区域，与冶炼厂及贸易商建立长期合作关系，上下游客户集中度较低。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。2019年，在公司销售网络扩张及镀锌板等细分市场的需求较好的背景下，公司锌销量明显增加，且铜和铝的销售规模亦有所提升，使得有色金属销售量同比大幅增长；当期有色金属平均售价同比有所下降，铅锌冶炼及有色金属贸易业务收入为 834.31 亿元，同比增长 32.02%。

表 2：近年来公司铅锌冶炼及有色金属贸易业务情况

	2017	2018	2019
销售量（万吨）	303.52	322.24	463.95
销售均价（元/吨）	23,169	19,611	17,983
销售收入（亿元）	703.22	631.94	834.31

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；2017~2018 年数据不包含铅锌冶炼副产品，2019 年数据包含副产品。

资料来源：公司提供

公司拥有铅锌深加工能力，目前铅锌冶炼工产能为 30 万吨/年。2019 年，公司铅锌冶炼板块受生产线进行常规大检修的影响，产量及销量同比分别降低 14.40% 和 12.33% 至 22.05 万吨和 21.17 万吨；加之铅、锌价格下行，当期铅锌冶炼业务收入同比显著减少至 37.11 亿元。从盈利能力来看，由于冶炼加工费高位运行，2019 年公司铅锌冶炼业务毛利率为 5.82%，仍然处于较好水平。

中诚信国际认为，2019 年，公司钢材贸易业务在西部地区保持一定的竞争优势，同时有色金属贸易规模显著提升。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。此外，钢材及有色金属市场价格呈现波动下行态势，对公司贸易经营带来的挑战有所加大。

2019 年，崔木煤矿改造及维护使得煤炭生产板块收入及盈利能力下滑；矿粉与煤炭贸易收入受供需波动的影响，同比亦有所下降

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；2019 年，公司矿产能源板块实现收入 69.89 亿元，同比下降 25.77%。

表 3：近年来公司矿产能源板块收入构成（亿元）

	2017	2018	2019
矿粉生产	1.22	1.32	0.85
矿粉贸易	55.23	36.67	30.24
煤炭生产	13.44	14.63	4.87
煤炭贸易	32.65	41.53	33.94
焦炭生产	10.17	10.55	8.27

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。2019 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，当期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 0.85 亿元。矿粉贸易方面，2019 年，受下游冶炼厂搬迁及环保整治的影响，公司矿粉贸易量同比小幅下降至 28.20 万吨；当期矿粉销售均价进一步下降至 10,722.71 元/吨，销售收入为 30.24 亿元，同比减少 17.53%。

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¹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。2019 年，崔木煤矿在更换工作面的同时对整体巷道工程进行全面维护，导致停产时间较长，仅实现产量 168 万吨；受此影响，公司煤炭生产收入同比大幅减少至 4.87 亿元，毛利率随着平均生产成本上升而同比下滑至 38.75%。从煤炭贸易来看，2019 年，由于动力煤供应阶段性收紧，以及公司主动减少盈利性较弱的业务，公司煤炭销售量（不含自产煤炭销量）同比下降 32.01% 至 740.63 万吨，进而导致煤炭贸易收入同比有所下降。从焦炭生产来看，公司拥有年产 100 万吨焦炭的生产能力；2019 年，受设备大修与技改的影响，公司焦炭产销量及收入同比均有所减少。

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。2019 年，受搬迁、环保及进行煤矿巷道维护工程等多方面影响，生产板块对公司盈利的贡献明显下降；同期，货源供应波动使得公司煤炭贸易量显著减少。中诚信国际将关注公司煤矿和铅锌矿的生产运营情况以及煤炭贸易经营策略对收入与盈利的影响。

2019 年，宝鸡棚改项目建设及回款进度缓慢，同时公司房地产板块或将面临一定的销售与投资压力

公司主要推进的房地产项目为新东岭城市综

¹ 于 2013 年末试投产，于 2015 年 12 月取得采矿许可证。

合体及银辉中心项目。2019年，公司房地产板块销售回款为5.69亿元，结转收入4.18亿元，同比均有所下降。

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9.04亿元。其中国金中心全部出租，金融广场对外出租或销售，海棠兰亭及新天地C栋已售罄，上述部分均已完工，新天地A和B栋仍处于在建状态且尚未开盘；购物中心银泰城²及东岭洲际皇冠假日酒店采用出租及委托经营的方式。2019年，新东岭城市综合体实现租金收入0.49亿元，酒店收入0.53亿元；截至2019年末该项目累计销售回款为6.77亿元。

非核心区方面，宝鸡市斗鸡新区棚户区改造项目为BT项目³，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⁴。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，2019年末已投资28.65亿元；受拆迁因素影响，2019年以来该项目建设和销售进度依然缓慢，截至2019年末建设进度近90%，累计销售回款10.21亿元。

东岭集团在2018年以破产重整的方式⁵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，计划总投资为35.73亿元，截至2019年末已投资19.52亿元。该项目涵盖公寓⁶、高档写字楼和购物中心等业态，已于2018年7月复工，预计2020年12月竣工；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。受周边规划调整的影响，银辉中心于2019年10月才正式开盘，可售面积15.63万平方米，当年实现签约销售面积0.87万平方米，签约销售额为2.37亿元，销售回款为1.55亿元。

中诚信国际关注到，上述棚改项目建设及回款

周期长，对公司造成一定的资金占用压力。此外，银辉中心可售房源较多，且未来投资规模较大。公司房地产板块面临的销售及投资压力有待进一步关注。

新冠疫情对公司2020年一季度业绩造成一定影响，疫情形势对公司业务经营的影响有待进一步关注

在新冠疫情蔓延的同时，公司生产业务得益于陕西省内疫情防控形势较好，开工情况保持稳定，但贸易及生产板块的下游需求及货物运输受到一定的影响。2020年3月以来，在国内疫情形势好转、复工复产有序推进的同时，公司主要经营品类的销售业务快速恢复。2020年1~3月，公司营业总收入同比下降17.59%，利润总额同比显著下降。目前国内大部分地区的疫情得到控制，但海外新冠疫情的蔓延对大宗商品供需及价格带来影响，短期内公司经营仍然面临一定的挑战。

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2017~2019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应付融资租赁款及借款调整至长期债务。

2019年，公司收入规模进一步扩大，但利润总额随着煤炭生产板块盈利和非经常性损益的减少而下滑

2019年，主要由于有色金属贸易收入增加，公司营业总收入同比提升14.93%至1,260.28亿元。毛利率方面，2019年，公司钢材贸易板块毛利率同比基本持平；随着铅和锌等有色金属价格下行，铅

² 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。

³ 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。

⁴ 合计47.23亿元，预计公司获得的项目收益率为8%左右。

⁵ 股权取得成本为1元。

⁶ 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。

锌冶炼及有色金属贸易业务毛利率延续下降态势；主要受煤炭生产盈利能力下降的影响，矿产能源业务毛利率同比降低。在上述因素的综合作用下，2019年，公司营业毛利率同比下降1.04个百分点至1.52%。

表 4：近年来公司主要板块收入及毛利率(亿元、%)

收入	2017	2018	2019
钢铁贸易	219.58	312.53	329.62
铅锌冶炼及有色金属贸易	703.22	631.94	834.31
矿产能源	102.55	94.15	69.89
其他	55.90	57.94	26.46
营业总收入	1,081.26	1,096.57	1,260.28
毛利率	2017	2018	2019
钢铁贸易	1.67	1.15	1.16
铅锌冶炼及有色金属贸易	1.91	1.42	1.25
矿产能源	11.60	11.92	4.65
其他	7.20	7.52	6.37
营业毛利率	3.06	2.56	1.52

注：其他主要包括化工类产品销售、焦炭销售、房地产开发、物流和汽车修理收入等；2017-2018年铅锌冶炼副产品销售收入计入其他板块，2019年铅锌冶炼副产品销售收入计入铅锌冶炼及有色金属贸易板块。

资料来源：公司提供

从期间费用来看，2019年，主要由于煤炭板块销售人员薪酬及物流费用减少，公司销售费用同比有所下降；随着公司票据贴现理财业务减少，且整体融资成本随着银行借款中短期借款比重增加而下降，利息支出及利息收入均大幅下降，财务费用同比有所减少；当期管理费用同比变化不大。2019年，公司期间费用同比减少24.47%，同时收入水平有所上升，使得期间费用率同比有所下降。

利润方面，2019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；主要受煤炭生产板块盈利下降的影响，公司经营性业务利润同比减少43.80%；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；此外，2018年公司以债务重组方式取得无锡耀辉房地产开发有限公司全部股权时形成负商誉，2019年无此类收益，使得营业外损益大幅下降。受上述因素影响，2019年公司利润总额及EBITDA同比均大幅减少，EBITDA利润率同比有所回落。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
期间费用合计	18.36	16.84	12.72
期间费用率(%)	1.70	1.54	1.01
经营性业务利润	13.03	9.34	5.25
资产减值损失	0.32	0.10	0.32
公允价值变动收益	0.40	4.42	3.45
营业外损益	0.10	5.10	-0.02
利润总额	14.18	19.62	9.58
EBITDA	34.48	40.11	20.67
EBITDA 利润率(%)	3.19	3.66	1.64

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019 年末公司债务规模及财务杠杆变化不大；中诚信国际将关注公司关联拆借以及投资性房地产和无形资产的价值变动情况, 及其对资本结构的影响

2019年末，公司总资产较年初进一步上升至424.64亿元，其中流动资产占总资产的比例为59.90%。从主要流动资产科目来看，受采购结算等因素影响，2019年末公司货币资金较年初有所下降，其中票据及信用证等受限资金占比约67.86%；公司为了锁定矿粉及有色金属等货源，签订的长期供货合同金额上升，且技术升级和环保改造项目相关预付款增加，使得2019年末预付款项较年初大幅增长；其他应收款以拆借款为主，2019年末其他应收款仍然保持在较大规模，其中关联拆借款为27.51亿元，主要是对同一控制下企业陕西略阳钢铁有限责任公司及其子公司的借款；存货主要系库存商品和开发成本，2019年末存货较年初基本持平。从主要非流动资产科目来看，2019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，2019年末投资性房地产较年初有所上升，主要由于评估增值，且部分物业的用途转为出租、由存货转入投资性房地产；固定资产主要包括厂房、铅锌冶炼设备及运输设备等，2019年末固定资产较年初基本持平；无形资产方面，2011年崔木煤矿探矿权按照评估值入账，使得无形资产规模较大，2019年末探矿权账面价值为46.66亿元，减值准备余额为6.60亿元。

负债方面，2019 年末公司总负债较年初也有所上升，其中总债务占比为 64.61%。同期末，公司总债务规模较年初基本持平；当期公司偿还到期长期债务并新增短期借款，使得短期债务占比有所上升。从其他负债来看，公司应付账款主要包含应付货款以及工程款，2019 年末应付账款较年初有所上升，主要由于矿粉进口规模扩大所致；预收款项以预收货款及售房款为主，2019 年末预收款项较年初变化不大。

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。2019 年末公司所有者权益较年初有所增长，主要来自利润积累。从财务杠杆来看，2019 年末公司资产负债率较年初基本持平，总资本化比率较年初小幅下降。

表 6：近年来公司资产负债表科目及相关指标情况
(亿元)

	2017	2018	2019
总资产	389.00	407.96	424.64
货币资金	78.71	76.06	70.07
预付款项	56.23	38.79	51.29
其他应收款	37.56	37.44	34.78 ⁷
存货	52.27	83.93	84.80 ⁸
可供出售金融资产	17.00	15.95	17.16 ⁹
投资性房地产	40.87	45.95	52.19
固定资产	32.12	32.34	32.09
无形资产	45.85	48.53	48.69
总负债	252.36	242.81	251.00
总债务	181.95	175.22	175.94
短期债务/总债务	57.98%	62.75%	69.20%
应付账款	18.26	15.22	24.88
预收款项	34.22	29.48	30.94
所有者权益	136.64	165.15	173.64
资本公积	22.59	20.72	20.76
其他综合收益	17.62	17.82	18.89
未分配利润	32.07	43.55	49.92
少数股东权益	48.23	66.77 ¹⁰	67.70
资产负债率	64.87%	59.52%	59.11%
总资本化比率	57.11%	51.48%	48.29%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

⁷ 其中包括陕西略阳钢铁有限责任公司 22.28 亿元、汉中嘉陵矿业有限责任公司（为陕西略阳钢铁有限责任公司全资子公司）3.37 亿元和陕西谷电子商务股份有限公司 0.47 亿元等。2019 年末其他应收款坏账准备余额为 0.29 亿元。

⁸ 其中包含库存商品 22.96 亿元和开发成本 50.03 亿元。

从周转率来看，由于公司对下游客户主要采用现款现货的方式结算，应收账款周转率一直很高。2019 年，公司存货周转率主要因地产项目开发成本增加而小幅降低，但仍然保持在较高水平。

表 7：近年来公司部分流动资产周转率指标 (X)

指标	2017	2018	2019
应收账款周转率	210.93	146.82	154.30
存货周转率	20.18	15.69	14.71

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，2019 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。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。

2019 年，公司经营活动净现金流同比下滑，相关偿债指标弱化

现金流方面，2019 年，受有色金属预付货款增加、主业盈利减少及利息收入下降等因素影响，公司经营活动净现金流¹¹同比下降；投资活动现金净流出额小幅增加，主要系理财投资收回的资金减少所致；随着偿还借款支付的现金减少，筹资活动现金净流出规模有所下降，但仍保持在较大规模，主要由于信用证保证金增加所致。

偿债指标方面，2019 年，公司债务及利息支出有所减少，而 EBITDA 及经营活动净现金流同比均大幅下降，对债务本息的保障力度均有所弱化。此外，2019 年末公司短期债务为 121.75 亿元；同期末未受限资金为 22.51 亿元，对短债的覆盖能力较弱。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	9.55	40.20	16.46
投资活动净现金流	-4.69	-0.84	-1.81
筹资活动净现金流	-10.15	-38.35	-27.74
经营活动净现金流/总债务	0.05	0.23	0.09

⁹ 其中以公允价值计量的金额为 12.70 亿元。

¹⁰ 公司下属三级子公司兰州东岭物资有限责任公司、宝鸡东岭物资有限责任公司及陕西东岭诚泰贸易有限公司从宝鸡锦荣文化传媒合伙企业（有限合伙）获得现金增资 12.45 亿元，该项增资属于明股实债。

¹¹ 公司将货币资金利息收入计入经营活动现金流范畴。

经营活动净现金流/利息支出	0.51	2.33	1.63
总债务/EBITDA	5.28	4.37	8.51
EBITDA 利息保障倍数	1.85	2.33	2.04

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

外部授信能够为公司债务偿还提供一定的支持；公司担保对象的经营情况有待关注

银行授信方面，截至 2019 年末，公司与中国进出口银行、中国工商银行、中国银行、中国建设银行、浦发银行和长安银行等签署了综合授信协议，授信总额 109.22 亿元，尚未使用的余额为 2.77 亿元。

或有事项方面，截至 2019 年末，公司无重大诉讼情况。同期末，公司对外担保金额为 18.35 亿元，占所有者权益的比例约 10.57%。公司对外担保均为连带责任担保，其中与彬煤集团和陕西黄河矿业（集团）有限责任公司之间存在互保。目前公司主要担保对象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 9：截至 2019 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保单位名称	担保金额	最晚担保到期日
彬县煤炭有限责任公司	3.00	2020.12.24
陕西华彬煤业股份有限公司	4.90	2020.10.29
陕西黄河矿业(集团)有限责任公司	4.70	2020.09.11
陕西宝麟铁路有限责任公司	0.45	2024.08.28
韩城市侃达煤焦有限公司	0.90	2020.09.09
陕西黑猫焦化股份有限公司	1.30	2020.06.13
陕西润中清洁能源有限公司	2.10	2020.04.28
陕西泰格瑞贸易有限公司	1.00	2020.01.19
合计	18.35	--

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；陕西泰格瑞贸易有限公司在 2020 年 4 月更名为“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 2019 年末，公司受限资产包括货币资金 47.55 亿元、存货 17.82 亿元、投资性房地产 23.00 亿元、无形资产 47.29 亿元及长期股权投资（东岭物资 66.67% 股权）40.68 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，2017 年~2020 年 5 月 7 日，公司所有借款均到期

还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。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 2019 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 2019 年末，东岭物资总资产为 279.11 亿元，所有者权益为 88.71 亿元；2019 年东岭物资实现营业总收入 940.14 亿元，净利润为 2.81 亿元。

跟踪期内，彬煤集团维持一定的规模优势，2019 年彬煤集团位列中国煤炭企业 50 强第 31 位。彬煤集团业务以煤炭及煤化工生产为主，并从事一定规模的有色金属与化工品等贸易业务。煤炭板块方面，截至 2019 年末，彬煤集团共拥有 3 座煤矿，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 5.16 亿吨。

从主要业务板块经营来看，受益于雅店煤矿改扩建工程完工，2019 年彬煤集团原煤生产能力由 790 万吨/年提升至 1,000 万吨/年，竞争实力有所提升。2019 年彬煤集团原煤产量为 1,000.73 万吨，较 2018 年同比增长 29.18%。2019 年，彬煤集团煤炭销量为 998.94 万吨，产销率维持高位；煤炭销售均价为 371.95 元/吨，同比小幅上升。安全生产方面，跟踪期内，彬煤集团未发生涉及人员伤亡的重大安全生产事故。煤化工板块方面，截至 2019 年末，彬煤集团具有甲醇生产能力 60 万吨/年，2019 年彬煤

集团甲醇产量为 66.66 万吨，同比有所上升，当期生产的甲醇基本全部对外销售；甲醇销售均价为 1,711.85 元/吨，同比有所下降，主要受市场供应过剩的影响。贸易板块方面，2019 年，彬煤集团贸易规模进一步上升，且贸易产品结构调整力度较大，价格波动较大的化工品贸易大幅缩减，同时有色金属贸易业务量快速上升。在建工程方面，目前彬煤集团无较大规模的资本支出计划。

2019 年，随着煤炭及贸易板块规模的扩大，彬煤集团营业总收入同比大幅增长至 168.70 亿元；受益于煤炭产量增长，煤炭板块实现营业收入 35.22 亿元，同比增长 19.50%；煤化工板块实现营业收入 10.89 亿元，同比小幅增长；贸易板块实现营业收入 120.80 亿元，同比增长 81.17%。此外，**中诚信国际关注到**，2019 年彬煤集团向关联方陕西泰格瑞贸易有限公司销售煤炭和甲醇的收入为 25.84 亿元，占煤炭及煤化工业务合计收入的比例约 56.04%，关联方交易规模较大。盈利能力方面，尽管彬煤集团煤炭产量增幅较大，但由于煤炭销售价格有所下降，2019 年彬煤集团实现净利润 5.60 亿元，同比仅基本持平。

截至 2019 年末，彬煤集团总资产为 279.52 亿元，较 2018 年末小幅增长。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占比较高，截至 2019 年末其他应收款账面余额为 50.96 亿元，主要由 23.50 亿元¹²的借款和 26.90 亿元的股权转让款构成，坏账准备余额达 14.65 亿元¹³，中诚信国际对彬煤集团其他应收款的回收情况保持持续关注。截至 2019 年末彬煤集团货币资金余额为 8.45 亿元，其中未受限货币资金仅为 1.63 亿元，可动用货币资金有限。2019 年末彬煤集团总债务为 46.77 亿元，其中短期债务为 29.82 亿元，较年初均有所下降，主要系偿还短期借款及企业债所致；同期末，彬煤集团所有者权益小幅增至 147.94 亿元；彬煤集团资产负债率

为 47.07%，总资本化比率为 24.02%，财务杠杆水平进一步下降，并处于行业内较低水平。2019 年，随着债务规模的下降，彬煤集团 EBITDA 偿债指标有所改善；但经营活动净现金流同比下降，对债务本息的保障能力随之减弱。

授信方面，截至 2019 年末彬煤集团获得的银行授信额度为 42.35 亿元，其中未使用的额度为 19.05 亿元，备用流动性一般。受限资产方面，截至 2019 年末，彬煤集团受限资产包括货币资金 6.82 亿元、无形资产 2.70 亿元及下属企业陕西华彬煤业股份有限公司 65% 股权。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 9.72 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，2019 年以来，随着雅店煤矿工程投产转固，彬煤集团煤炭业务规模有所增长，竞争实力有所提升。同时，彬煤集团债务融资需求有所下降，EBITDA 偿债指标随之改善；但彬煤集团关联交易规模仍然较大，资产流动性较弱，且存在一定的担保代偿风险。整体来看，彬煤集团对“13 陕东岭债/13 陕东岭”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 陕东岭”

“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”本息的到期兑付由宝鸡投资提供连带责任保证担保。

宝鸡投资是宝鸡市国资委直属的全资子公司，截至 2019 年末注册资本为 13 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。2019 年，宝鸡市 GDP 为 2,223.81 亿元，同比增长 3.5%；财政总收入为 233.03 亿元，同比增长 0.5%。同期，宝鸡市一般公共预算收入为 87.98 亿元，同比基本持平；一般公共预算支出为 350.22 亿元，同比增长 6.0%，财政自给率为 25.12%。为

¹² 包括公司向华宇延祥国际投资有限公司 3.71 亿元、陕西鸿盛实业有限公司 2.68 亿元、陕西泰德投资管理有限公司 2.23 亿元和陕西中化能源有限公司 2.00 亿元的借款等。

¹³ 包括华宇延祥国际投资有限公司 2.97 亿元、陕西鸿盛实业有限公司 2.68 亿元和陕西中化能源有限公司 1.80 亿元等。

了支持宝鸡投资公益性与半公益性业务运营以及基础设施建设,宝鸡市财政局向宝鸡投资提供一系列补贴;2019年,宝鸡投资获得专项用途资金 18.13 亿元、财政拨款 4.62 亿元和应付专项债券款 2.00 亿元。

2019 年,宝鸡投资营业总收入为 51.50 亿元,同比大幅增加,主要源于下属企业陕西中宝达产业投资有限公司¹⁴贸易板块收入增加;当期贸易板块收入大幅增长至 34.95 亿元,主要来自钢材、锌锭和煤炭等大宗贸易收入。从公共事业板块来看,2019 年,宝鸡投资新增两家天然气子公司,使得供热收入同比增加 5.04%;公共交通服务收入因公交线路增加而同比有所增长;当期供水收入及公共交通服务收入同比变化不大。从房地产及工程板块来看,2019 年宝鸡投资销售房源主要为剩余的拆迁房屋,销售收入同比大幅减少;同期工程施工收入同比增长,主要来自宝鸡投资下属企业陕西宝泰达产业投资有限公司¹⁵工程施工量上升所致。此外,2019 年宝鸡投资委托贷款及借款利息收入同比亦有所提升。

表 10: 近年来宝鸡投资主要收入构成情况 (亿元)

	2017	2018	2019
供热	8.82	7.01	7.36
供水	1.72	1.67	1.69
公共交通服务	1.93	2.12	2.33
房屋销售	3.00	3.95	0.66
工程施工	0.00	0.37	1.04
其他货物销售	0.00	1.14	34.95
委托贷款及借款利息收入	0.00	1.14	1.64
营业总收入	16.95	18.22	51.50

资料来源:公司债年报,中诚信国际整理

盈利方面,宝鸡投资的公共事业板块及贸易板块盈利能力较弱,其中公共交通服务业务亏损金额较大¹⁶。2019 年,宝鸡投资利润总额为 1.43 亿元,同比变化不大;当期其他收益为 7.20 亿元,同比大幅上升,主要系热力管网设施配套补贴及天然气

补助增加所致。

资本结构方面,截至 2019 年末宝鸡投资总资产为 509.10 亿元,较年初变化不大;所有者权益较年初下降 3.80%至 120.81 亿元,主要受资本公积减少的影响,该部分资本公积系以前年度根据政府置换债务协议转入的,具有代收代付性质,本期宝鸡投资将其与对应的持有至到期投资冲减。同期末,宝鸡投资资产负债率为 74.50%,较年初小幅上升。值得关注的是,政府专项资金及财政拨款对宝鸡投资基础设施建设项目的支持能力有限,使得项目投资对外部融资的依赖程度较高;目前宝鸡投资旗下的南客站片区基础设施建设等项目投资规模较大,且已完工但未确认收入的项目占比较大。截至 2019 年末,宝鸡投资主要在建项目总投资为 123.32 亿元,已投资 34.95 亿元。此外,2019 年末宝鸡投资非经营性往来占款和资金拆借合计 53.63 亿元,占所有者权益的比例为 44.39%;其中包括对宝鸡吉利汽车有限公司的借款 17.24 亿元及对宝鸡市火车南客站片区拆迁安置建设指挥部的借款 20.52 亿元等。

偿债能力方面,截至 2019 年末宝鸡投资总债务为 273.70 亿元,较年初小幅增加,其中短期债务占比 14.27%。2019 年,主要由于专项用途资金流入增加,宝鸡投资经营活动净现金流同比大幅上升至 13.60 亿元,对债务本息的保障能力有所改善;同期 EBITDA 对债务本息的覆盖能力变化不大。

截至 2019 年末,宝鸡投资取得各银行综合授信额度为 354.79 亿元,其中尚未使用的授信余额为 127.26 亿元。同期末,宝鸡投资受限资产合计 54.91 亿元,占总资产的比例约 10.79%。对外担保方面,截至 2019 年末,宝鸡投资为宝鸡市文化旅游产业发展集团有限公司、宝鸡市蟠龙新区开发建设有限公司、宝鸡市交通建设投资有限公司、宝鸡高新技术产业开发总公司及东岭集团等 15 家外部

¹⁴ 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。

¹⁵ 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。

¹⁶ 2019 年毛利亏损 1.25 亿元。

企业提供的融资担保金额合计为 70.10 亿元，占所有者权益比例约 58.02%。其中陕西太白山投资集团有限公司（以下简称“太白山投资”）在 2019 年被列为失信被执行人，2019 年末宝鸡投资为其担保的债务共 13.70 亿元；2019 年 12 月及 2020 年 3 月，宝鸡投资分别因太白山 0.56 亿元及 0.70 亿元的债务逾期而被债权人起诉。

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，且面临一定的或有风险，但其作为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，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。

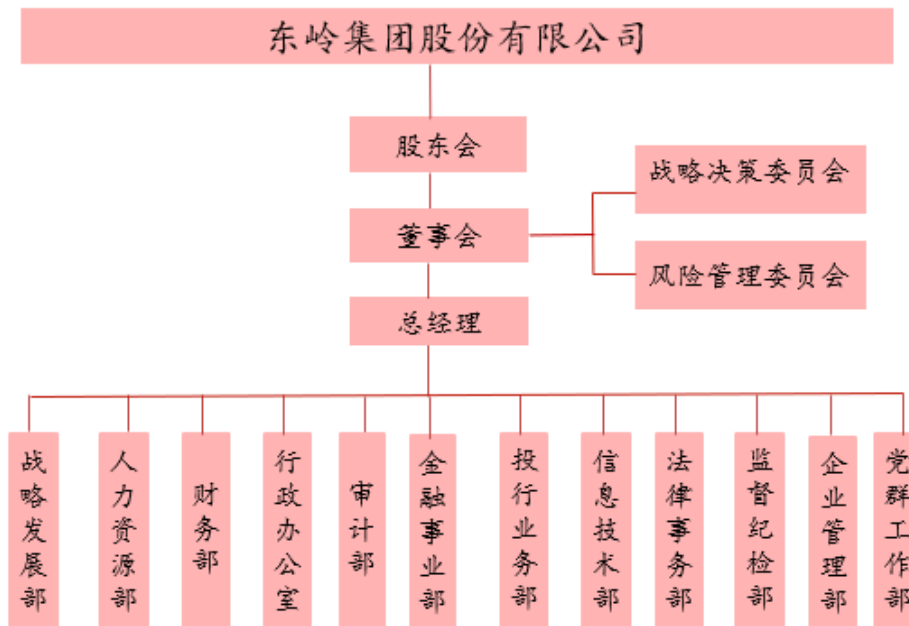
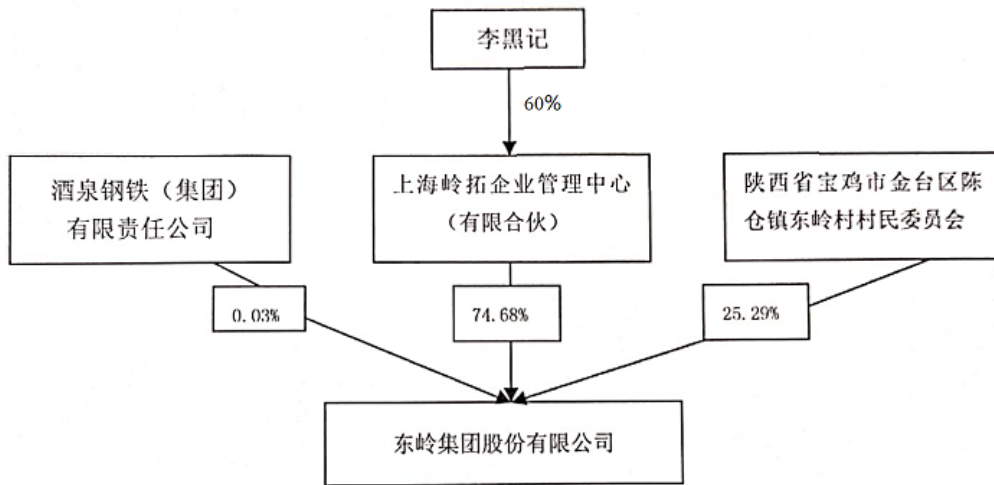
2013 年 12 月，公司与长安银行宝鸡分行签署了流动性支持协议。协议约定，在“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”存续期内，当公司对该债券付息和兑付发生临时资金流动性不足时，长安银行宝鸡分行在符合国家法律法规和长安银行贷款要求的条件下，给予公司不超过当期“15 陕西东岭债/PR 陕东岭”本息偿还金额的流动性支持贷款¹⁷。

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**。

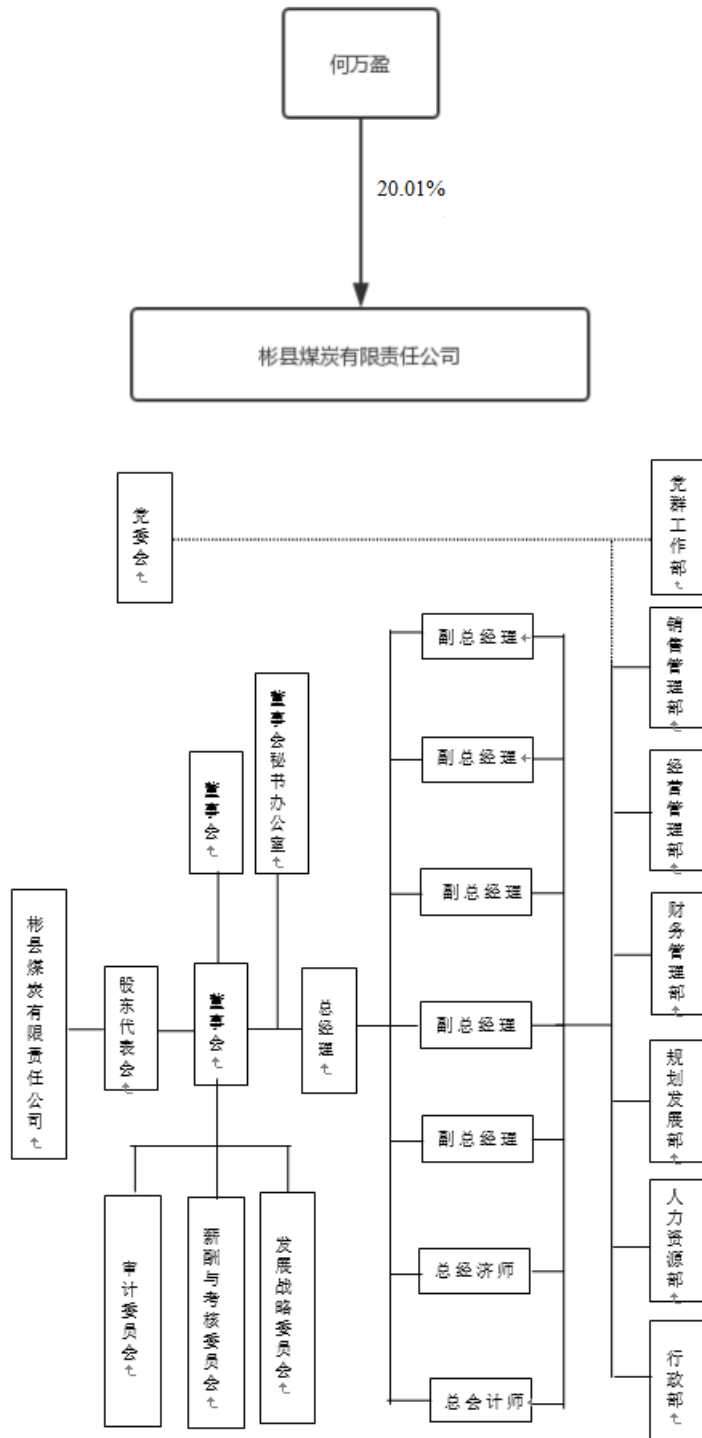
¹⁷ 具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准。

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 2019 年末）



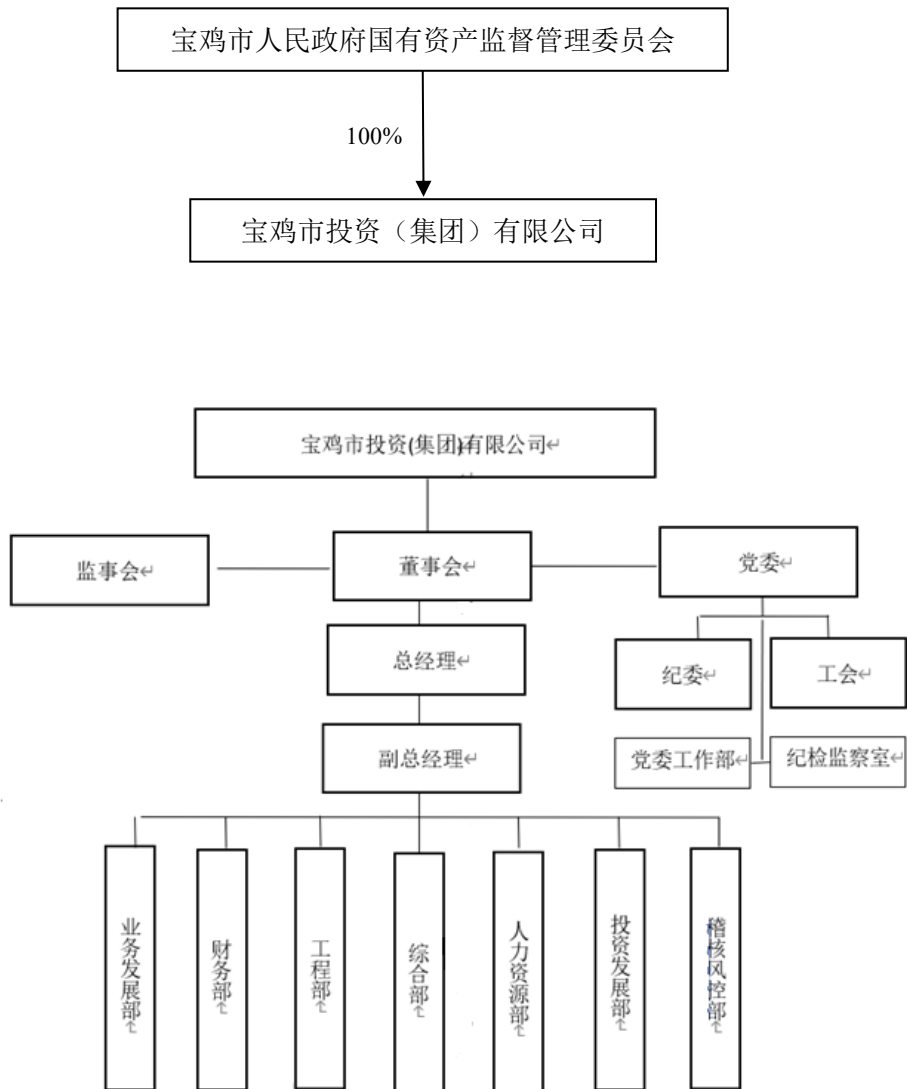
资料来源：公司提供

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 2019 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 2019 年末）



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）	2017	2018	2019
货币资金	787,079.27	760,579.82	700,660.01
应收账款净额	73,289.41	73,753.71	89,596.13
其他应收款	375,568.02	374,430.20	347,806.09
存货净额	522,725.53	839,286.77	848,033.92
长期投资	203,185.31	217,394.68	223,700.45
固定资产	321,182.43	323,440.24	320,864.86
在建工程	26,262.93	51,587.92	88,878.69
无形资产	458,526.33	485,311.37	486,913.07
总资产	3,889,969.05	4,079,559.57	4,246,353.92
其他应付款	63,260.11	115,244.11	79,433.76
短期债务	1,054,887.15	1,099,579.38	1,217,497.46
长期债务	764,608.87	652,653.06	541,933.34
总债务	1,819,496.02	1,752,232.43	1,759,430.80
净债务	1,032,416.75	991,652.61	1,058,770.79
总负债	2,523,615.11	2,428,080.64	2,509,971.10
费用化利息支出	164,474.15	152,128.14	78,531.95
资本化利息支出	22,173.11	20,325.27	22,735.37
所有者权益合计	1,366,353.94	1,651,478.93	1,736,382.82
营业总收入	10,812,594.67	10,965,693.85	12,602,834.43
经营性业务利润	130,271.18	93,404.36	52,496.69
投资收益	5,871.85	8,574.10	10,724.93
净利润	115,140.89	158,965.72	76,633.82
EBIT	306,304.53	348,357.44	174,292.38
EBITDA	344,779.50	401,136.01	206,749.00
经营活动产生现金净流量	95,546.61	401,983.32	164,602.81
投资活动产生现金净流量	-46,886.59	-8,429.43	-18,107.93
筹资活动产生现金净流量	-101,459.61	-383,482.31	-277,422.09
资本支出	74,154.89	76,603.98	31,497.74

财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	3.06	2.56	1.52
期间费用率(%)	1.70	1.54	1.01
EBITDA 利润率(%)	3.19	3.66	1.64
总资产收益率(%)	8.66	8.74	4.19
净资产收益率(%)	9.50	10.54	4.52
流动比率(X)	1.45	1.47	1.36
速动比率(X)	1.14	0.98	0.91
存货周转率(X)	20.18	15.69	14.71
应收账款周转率(X)	210.93	146.15	154.30
资产负债率(%)	64.87	59.52	59.11
总资本化比率(%)	57.11	51.48	50.33
短期债务/总债务(%)	57.98	62.75	69.20
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	0.23	0.09
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.09	0.37	0.14
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.51	2.33	1.63
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-5.09	18.13	2.59
总债务/EBITDA(X)	5.28	4.37	8.51
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.36	0.17
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.85	2.33	2.04
EBIT 利息保障倍数(X)	1.64	2.02	1.72

注：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应付融资租赁款及借款调整至长期债务。

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）	2017	2018	2019
货币资金	111,538.80	126,444.67	84,531.75
应收账款净额	32,206.25	27,269.30	20,579.70
其他应收款	98,690.65	329,633.55	363,159.47
存货净额	96,639.76	41,758.26	56,967.53
长期投资	85,686.96	79,837.96	82,272.54
固定资产	926,895.73	696,694.13	922,561.21
在建工程	55,272.54	336,422.66	156,971.15
无形资产	848,296.74	870,896.74	880,555.20
总资产	2,523,119.97	2,738,933.79	2,795,162.03
其他应付款	315,563.13	317,047.61	310,822.82
短期债务	443,650.83	415,897.13	298,182.46
长期债务	199,942.63	171,694.71	169,562.52
总债务	643,593.46	587,591.84	467,744.98
净债务	532,054.66	461,147.17	383,213.23
总负债	1,398,341.87	1,326,910.07	1,315,797.89
费用化利息支出	37,768.44	49,859.03	52,729.81
资本化利息支出	6,300.00	10,704.40	4,366.44
所有者权益合计	1,124,778.10	1,412,023.71	1,479,364.14
营业总收入	960,695.84	1,079,425.75	1,687,041.45
经营性业务利润	149,843.46	107,229.36	92,026.81
投资收益	1,541.93	-4,326.07	4,129.63
净利润	62,627.52	56,006.39	55,960.80
EBIT	115,917.24	123,580.01	126,241.48
EBITDA	161,273.16	195,074.52	200,329.29
经营活动产生现金净流量	117,569.82	258,145.46	131,437.60
投资活动产生现金净流量	-22,326.03	-57,649.77	-81,353.11
筹资活动产生现金净流量	-110,785.50	-175,869.25	-117,891.56
资本支出	28,981.83	69,880.30	90,178.58
	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	21.24	17.26	10.65
期间费用率(%)	3.59	5.50	3.88
EBITDA 利润率(%)	16.79	18.07	11.87
总资产收益率(%)	4.60	4.70	4.56
净资产收益率(%)	5.75	4.42	3.87
流动比率(X)	0.39	0.55	0.54
速动比率(X)	0.30	0.51	0.49
存货周转率(X)	9.38	12.91	30.54
应收账款周转率(X)	25.79	36.30	70.52
资产负债率(%)	55.42	48.45	47.07
总资本化比率(%)	36.39	29.39	24.02
短期债务/总债务(%)	68.93	70.78	63.75
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.44	0.28
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.27	0.62	0.44
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.67	4.26	2.30
经调整的经营净现金流/总债务(%)	8.22	35.28	12.21
总债务/EBITDA(X)	3.99	3.01	2.33
EBITDA/短期债务(X)	0.36	0.47	0.67
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.66	3.22	3.51
EBIT 利息保障倍数(X)	2.63	2.04	2.21

注：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）	2017	2018	2019
货币资金	653,109.17	524,333.70	609,297.41
应收账款	8,917.72	15,224.29	50,864.95
其他应收款	1,051,239.84	1,014,958.61	950,650.72
存货	1,014,645.91	1,154,980.06	1,275,169.52
长期投资	888,036.06	921,293.59	763,103.77
在建工程	280,324.56	337,407.23	410,698.69
无形资产	33,002.30	32,840.28	36,109.06
总资产	4,876,172.27	4,924,974.20	5,090,997.28
其他应付款	15,824.01	354,008.96	292,792.54
短期债务	78,378.45	209,133.22	390,522.98
长期债务	2,734,195.41	2,455,095.73	2,346,514.88
总债务	2,812,573.87	2,664,228.95	2,737,037.87
总负债	3,679,435.56	3,669,193.27	3,882,900.37
费用化利息支出	28,522.61	53,356.39	56,422.04
资本化利息支出	--	--	--
实收资本	130,000.00	130,000.00	130,000.00
少数股东权益	106,136.10	142,367.34	150,605.97
所有者权益合计	1,196,736.71	1,255,780.93	1,208,096.91
营业总收入	169,490.71	182,232.42	515,026.89
经营性业务利润	13,215.67	-5,818.26	23,349.69
投资收益	8,775.93	9,373.43	6,244.01
净利润	9,748.17	11,148.25	11,264.00
EBIT	45,055.78	65,027.81	70,736.59
EBITDA	71,345.64	90,593.90	98,742.13
销售商品、提供劳务收到的现金	170,319.78	222,039.35	554,248.72
收到其他与经营活动有关的现金	102,044.24	234,202.77	327,883.35
购买商品、接受劳务支付的现金	143,112.57	202,785.33	513,872.91
支付其他与经营活动有关的现金	273,473.63	144,759.93	176,844.24
吸收投资收到的现金	37,018.00	33,900.00	12,965.00
资本支出	96,725.79	81,802.29	73,836.91
经营活动产生现金净流量	-197,250.68	63,985.97	136,011.15
投资活动产生现金净流量	-567,978.33	-147,161.25	-38,890.01
筹资活动产生现金净流量	889,815.55	-71,909.23	-106,021.76
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	8.11	20.34	7.33
期间费用率(%)	21.56	34.21	16.02
应收类款项/总资产(%)	21.74	20.92	19.67
收现比(%)	1.00	1.22	1.08
总资产收益率(%)	1.07	1.33	1.41
资产负债率(%)	75.46	74.50	76.27
总资本化比率(%)	70.15	67.96	69.38
短期债务/总债务(%)	2.79	7.85	14.27
FFO/总债务(X)	0.02	0.04	0.04
FFO 利息倍数(X)	2.12	1.93	1.85
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-6.92	1.20	2.41
总债务/EBITDA(X)	39.42	29.41	27.72
EBITDA/短期债务(X)	0.91	0.43	0.25
货币资金/短期债务(X)	8.33	2.51	1.56
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.50	1.70	1.75

注：利息支出不包含资本化利息支出。

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
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-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
	经调整的经营活动净现金流（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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO（营运现金流）	=经营活动净现金流-营运资本的减少（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息支出）
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/（费用化利息支出+资本化利息支出）
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/（费用化利息支出+资本化利息支出）

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

附九：信用等级符号及定义

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

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

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

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。