

信用评级公告

联合〔2023〕4470号

联合资信评估股份有限公司通过对咸阳金融控股集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持咸阳金融控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“23 咸金 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十六日

咸阳金融控股集团有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
咸阳金融控股集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
23 咸金 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
23 咸金 01	4 亿元	4 亿元	2028/03/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 6 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	6
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：—			—	
个体信用等级			aa ⁻	
外部支持调整因素：公司为咸阳市人民政府设立的重大产业项目筹集资金和提供投后管理的国有资本投资公司，在政府支持和产业链布局等方面具有竞争优势			+1	
评级结果			AA	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对咸阳金融控股集团有限公司（以下简称“公司”或“咸金控”）的评级反映了公司作为咸阳市人民政府设立的为重大产业项目筹集资金和提供投后管理的国有资本投资公司，在政府政策和补贴支持等方面具有明显优势。跟踪期内，液晶面板行业需求持续萎缩，产品终端价格大幅下滑，导致公司重要控股子公司彩虹显示器股份有限公司（以下简称“彩虹股份”）发生大额亏损。此外，联合资信关注到，彩虹股份所处平板显示行业技术更迭较快且竞争激烈、产品价格大幅波动导致公司经营业绩稳定性弱；公司所有者权益结构稳定性弱；整体债务负担重等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续坚持以平板显示产业为主业，加大科技投入，深化整体布局，拓展及调整产业链，增强核心竞争力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“23 咸金 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 政府支持力度大。**公司作为咸阳市人民政府设立的为重大产业项目筹集资金和提供投后管理的国有资本投资公司，跟踪期内持续获得政府大力支持。2022 年，公司获得与政府补助相关的其他收益金额 18.78 亿元，对公司利润贡献很大。
- 下属企业彩虹股份在液晶面板和基板细分行业具备较强的竞争实力。**彩虹股份平板显示业务“面板+基板”上下游产业链贯通，产业布局合理，首条国内知识产权的高世代 G8.5+溢流法液晶玻璃基板生产线以及 G8.6 薄膜晶体管液晶显示器件（TFT-LCD）项目陆续实现量产，2022 年，彩虹股份液晶面板和玻璃基板销量持续攀升，2022 年两者销量分别同比增长 11.19%和 19.20%，可持续获得产业补贴。
- “23 咸金 01”拥有担保增信措施，大幅提升了其本息偿付的安全性。**“23 咸金 01”由重庆三峡融资担保集团有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；三峡担保的担保实力极强，其担保有效提升了“23 咸金 01”本息偿还的安全性。

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA	AA	AA	AA
数据时间	2022	2022	2022	2022
控股股东	咸阳市人民政府国有资产监督管理委员会	河北省人民政府国有资产监督管理委员会	徐州市人民政府国有资产监督管理委员会	武汉市人民政府国有资产监督管理委员会
调整后营业利润率	-37.94	-3.59	36.69	-3.41
资产总额（亿元）	546.94	228.47	253.91	249.46
所有者权益（亿元）	168.08	80.66	193.22	82.73
营业总收入（亿元）	117.22	172.43	5.07	110.18
营业利润率（%）	-15.77	2.51	80.69	5.91
利润总额（亿元）	-26.88	1.05	1.82	2.08
资产负债率（%）	69.24	64.69	23.90	66.84
全部债务资本化比率（%）	65.50	59.18	12.11	53.30
全部债务/EBITDA	16.40	14.15	9.03	11.90
EBITDA 利息倍数(倍)	1.15	1.14	2.85	1.83

注：公司 1 为河北省国有资产控股运营有限公司，公司 2 为徐州市国盛控股集团有限公司，公司 3 为武汉产业投资发展集团有限公司
 资料来源：联合资信整理

关注

1. 彩虹股份所处半导体显示行业技术更新迭代较快，竞争激烈，产品价格波动显著，对公司盈利稳定性影响大。平板显示行业属周期性行业，产品价格受供需关系影响波动显著；且技术更新迭代较快，竞争较为激烈。2022 年，液晶面板行业需求萎缩，终端价格大幅下滑，彩虹股份收入同比下滑 30.94%，综合毛利率下滑至-15.08%，利润总额-25.99 亿元（2021 年为 30.44 亿元）。
2. 公司受限资产规模大，所有者权益稳定性有待提升。截至 2022 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 188.42 亿元，占总资产的 34.45%，资产受限比例高；公司所有者权益中少数股东权益占比 79.90%，权益稳定性弱。
3. 公司债务持续增长且负担重；本部对外往来款规模大。截至 2022 年底，公司有息债务 319.15 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.24%和 65.50%。截至 2022 年底，公司本部其他应收款为 70.73 亿元，主要系对咸阳市地方国企的往来款，对本部资金形成大额占用，需关注回收风险。

分析师：闫力 李明

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	85.67	110.47	111.97	117.28
资产总额(亿元)	511.64	555.43	546.94	550.91
所有者权益(亿元)	173.52	201.35	168.08	160.64
短期债务(亿元)	95.93	120.65	141.17	134.27
长期债务(亿元)	173.15	165.58	177.98	202.32
全部债务(亿元)	269.07	286.23	319.15	336.60
营业总收入(亿元)	118.02	169.75	117.22	28.35
利润总额(亿元)	-5.20	31.45	-26.88	-7.40
EBITDA(亿元)	24.22	71.21	19.46	--
经营性净现金流(亿元)	29.76	62.32	7.66	4.53
营业利润率(%)	11.68	27.02	-15.77	-4.01
净资产收益率(%)	-3.06	13.58	-16.41	--
资产负债率(%)	66.06	63.72	69.24	70.84
全部债务资本化比率(%)	60.79	58.70	65.50	67.69
流动比率(%)	117.94	130.17	117.39	129.27
经营现金流动负债比(%)	18.73	34.22	3.96	--
现金短期债务比(倍)	0.89	0.92	0.79	0.87
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	4.57	1.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.11	4.02	16.40	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	171.66	183.07	192.79	198.99
所有者权益(亿元)	39.35	40.26	42.05	39.32
全部债务(亿元)	100.49	117.58	109.92	116.02
营业总收入(亿元)	0.44	0.06	0.26	0.00
利润总额(亿元)	4.04	0.86	0.39	-2.73
资产负债率(%)	77.07	78.01	78.19	80.24
全部债务资本化比率(%)	71.86	74.49	72.33	74.69
流动比率(%)	69.38	76.83	85.96	79.74
经营现金流动负债比(%)	-10.68	-5.54	-3.17	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他应付款和其他流动负债中的有息债务计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息债务计入长期债务；公司本部 2020 年末有息债务及相关债务指标较此前报告有调整。

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 咸金 01	AAA	AA	稳定	2023.03.02	闫力、李明	一般工商企业信用评级方法（V4.0.2012208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受咸阳金融控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

咸阳金融控股集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于咸阳金融控股集团有限公司（以下简称“公司”或“咸金控”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

咸金控的前身为咸阳市金融控股有限公司（以下简称“金融控股”），成立于 2015 年 6 月，经咸阳市国有资产监督管理委员会（以下简称“咸阳市国资委”）发〔2015〕59 号文件批准，由咸阳市国资委全资组建，注册资本 4.00 亿元，以咸阳市工业资产经营有限公司和咸阳市企业融资担保有限公司等的国有净资产组成。2016 年 4 月，咸阳市国资委以货币认缴增资 6.00 亿元，公司注册资本变更为 10.00 亿元。2016 年 11 月，经咸阳市国资委决定同意，由国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）以货币形式向公司增资人民币 20.80 亿元，公司注册资本变更为 30.80 亿元人民币；股东由咸阳市国资委变更为咸阳市国资委和国开基金，公司类型由有限责任公司（国有独资）变更为有限责任公司（国有控股）。根据国开基金与咸阳市国资委、咸金控及咸阳市人民政府于 2016 年 3 月 15 日签署的《国开发展基金投资合同》，国开基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员，不参与公司的日常经营管理。根据《国开发展基金投资合同》，自 2021 年开始，国开基金进入投资回收期。2021 年 8 月及 2022 年 8 月，咸阳市国资委已回购国开基金投资的前两期 7.00 亿元出资款。2023 年 1 月 6 日，公司完成上述事项涉及的国有产权及工商登记手续。股权转让后，公司注册资本人民币 30.80 亿元，咸阳市国资委认缴出资人民币 17.00 亿元，

持股比例为 55.19%；国开基金出资人民币 13.80 亿元，持股比例为 44.81%。2023 年 4 月，咸阳市国资委将持有公司 55.19% 的国有股权无偿划转至咸阳市产业投资集团有限公司（以下简称“咸阳产投”，成立于 2022 年 8 月），公司控股股东由咸阳市国资委变更为咸阳产投。公司实际控制人未发生变化，仍为咸阳市国资委（详见附件 1-1）。

2017 年 10 月，公司以货币资金认购彩虹显示器件股份有限公司（以下简称“彩虹股份”，股票代码：600707.SH）的非公开发行股票，认购完成后直接和间接合计持有彩虹股份 34.04% 股权，成为其控股股东。截至 2023 年 3 月底，公司对彩虹股份直接持股 31.01%，质押率 71.85%。

跟踪期内，公司经营范围及组织结构未发生重大变化。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 546.94 亿元，所有者权益 168.08 亿元（含少数股东权益 134.29 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 117.22 亿元，利润总额-26.88 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 550.91 亿元，所有者权益 160.64 亿元（含少数股东权益 131.08 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 28.35 亿元，利润总额-7.40 亿元。

公司注册地址：陕西省咸阳市秦都区人民西路 29 号金方圆广场 A 座 29 层；法定代表人：杨隆丰。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 5 月底，公司由联合资信评级的公开发行公司债券为“23 咸金 01”，募集资金已按指定用途使用完毕，尚未到付息日。“23 咸金 01”由重庆三峡融资担保集团有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
23 咸金 01	4.00	4.00	2023/03/14	5（3+2）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业分析

1. 行业概况

显示面板产品市场的需求重心正向高性能发展转移，对半导体显示提出了新的技术要求。2022 年全球在通胀、地缘政治冲突等影响下，消费电子终端产品整体表现市场低迷、需求收缩，价格持续回落。

半导体显示面板的主要下游应用为电视、显示器、手机、IT 产品及车载、智能穿戴等创新应用的电子产品。近年来，随着新兴技术的广泛应用，电子产品持续向高性能发展。电子产品制造商在丰富产品功能的同时，不断推陈出新，加速提升便捷性、易用性和普适性，持续推出满足消费者新需求的创新产品。电子产品性能的提升和新技术应用的推广，对半导体显示提出了新的技术要求，同时也不断扩展新的消费市场。

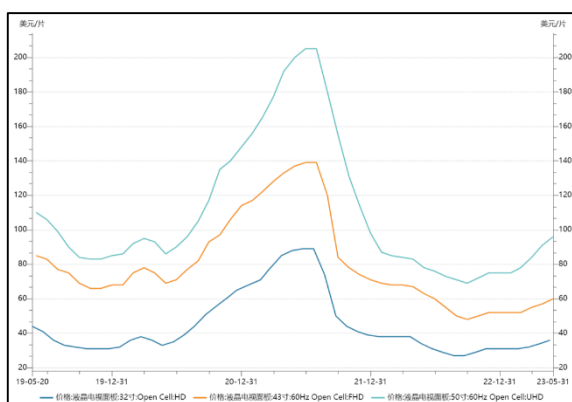
公司重要控股子公司彩虹股份所处行业是电子信息新型显示行业，该行业是国民经济和社会发展战略性、基础性和先导性产业。中国是新型显示行业全球产业链、供应链重要聚集地，经过近 20 年的发展，全球新型显示产业呈现多种技术竞相发展、市场体量稳步增长态势。中国新型显示产业发展成就举世瞩目。据中国光学光电子行业协会液晶分会数据，截至 2022 年底，中国已经建成显示面板年出货量达到 2 亿平方米以上。作为主流的 LCD 显示技术产能全球占比超过 70%，产能持续集中使得行业话语权进一步增强；Mini LED、OLED、Micro LED 等新一代显示技术应用发展迅猛；激光显示、量子显示等技术研发及示范性产业化工程领跑行业发展。

2022 年，全球在通胀、地缘政治冲突等影响下，消费电子终端产品整体表现市场低迷、需求收缩。根据中国光学光电子行业协会液晶分会统计数据，在全球显示市场，预计 2022 年全年行业产值约为 1998 亿美元，同比下降超过 20%。其中，显示器件（面板）产值约 1100 亿美元，同比下降接近 27%；显示材料产值约 766 亿

美元，同比下降近13%；显示装备产值约120亿美元，同比下降超过9%。值得一提的是，中国显示产业克服重重挑战，展现出强劲韧性，2022全年行业产值将接近5000亿人民币，全球市场占比超过38%。在投资方面，中国市场继续保持活力，投资结构有了明显的改善，材料方面的投资接近750亿元，首次超过了器件，投资方向明显从LCD向OLED、Micro LED及部分上游材料转移。

图1 近年来液晶电视面板价格走势

(单位: 美元/片)



资料来源: Wind

新型显示面板行业2022年初以来延续上年末下行态势，到第四季度部分终端市场需求边际开始逐步改善，在大屏化等趋势带动下 TV 面板价格开始回升，预计 2023 年新型显示行业有望走出低谷，逐步复苏。

2. 行业关注

产品更新换代快，市场竞争激烈导致价格面临下行压力

TFT-LCD性能优异、性价比高，是目前大尺寸半导体显示市场的主流产品，国内多数 TFT-LCD生产厂家为抢占市场均扩大产能并降低生产成本，且半导体显示行业技术更新快，导致TFT-LCD价格面临下行压力。产品价格下降对半导体显示行业产品的盈利造成较大压力，缩短了新产品的盈利周期。此外，小尺寸端，主要面板生产商纷纷向OLED方向布局；下游客户的需求也在不断变动，对面板生产商的技术创新提出新的要求，面板生产商需要持续

的研发投入，同时也加大了资本支出的压力。

行业受经济波动和周期影响

半导体显示行业下游的电视、电脑、手机等电子消费品市场受经济波动的影响较大，周期性较强。经济下行将对半导体显示行业的下游需求产生较大影响，若经济下行压力加大，则行业内企业的利润水平可能将进一步压缩。

部分重要原材料及设备市场仍处于垄断状态

半导体显示核心部件的技术门槛普遍较高，少数几家国外供应商占据了部分核心器件的大部分市场份额。此外，半导体显示行业对生产设备的资金投入规模较大，核心生产设备也主要由国外厂商供应，国内设备生产商在大型自动化设备方面的技术水平与国外厂商存在较大差距。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司注册资本为30.80亿元，咸阳产投持股比例为55.19%，国开基金持股比例为44.81%，公司实际控制人为咸阳市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司下属核心产业经营实体为彩虹股份。

彩虹股份具备相对成熟的生产、设计及装备技术，2022 年大吨位基板产能释放，在液晶面板和基板细分行业具有较强的竞争实力。

公司是咸阳市人民政府设立的为重大产业项目筹集资金和提供投后管理的国有资本投资公司，下属子公司业务涵盖平板显示、显示器等多个领域。

公司平板显示的主要经营主体为彩虹股份，其主要产品为玻璃基板和液晶面板。彩虹股份是中国第一家、全球第五家同时拥有 TFT-LCD 液晶面板和 TFT-LCD 液晶玻璃基板成套工艺相关设备设计和生产能力的企业。

彩虹股份基板玻璃主要产品涵盖 TFT-

LCD、Mini LED 显示技术用 5 代、6 代、7.5 代、8.5+代等多品种 a-si 基板玻璃,有 0.7mm、0.5mm、0.4mm 等主流厚度规格。2022 年,彩虹股份新建并点火运行两条大吨位 G8.5+基板玻璃生产线。产线从建设、试生产爬坡速度、达产速度均达到较好水平。

液晶面板方面,彩虹股份主要产品涵盖 32 寸、34 寸、50 寸、58 寸、70 寸、85 寸、100 寸等市场主流尺寸的 TV 显示屏,技术具备 4K/8K、窄边框、高清晰等,产品主要使用于 TV 及其他显示新应用场景。截至 2022 年底,G8.6 液晶面板生产线产能 170K/月,跟踪期内无变动。

彩虹股份建设有液晶玻璃基板国家工程实验室,依托该平台,能够紧跟显示行业技术发展趋势。2022 年,彩虹股份研发投入 3.47 亿元,占营业收入的比重为 3.87%。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:916104003386725416),截至2023年5月24日,公司本部无已结清和未结清的关注和不良信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

截至 2023 年 6 月 13 日,联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司在管理体制、管理制度及

高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年及 2023 年一季度,液晶面板行业需求萎缩,终端价格持续下滑,导致公司收入和综合毛利率同比下降明显。

公司收入主要来自下属企业的业务经营,包括平板显示及显示器等,其中平板显示业务主要产品为液晶玻璃基板及液晶面板。

2022 年,公司营业总收入快速下降,主要系平板显示业务收入大幅下降所致。分板块看,受市场需求持续萎缩,产品价格持续下跌影响,公司平板显示业务收入快速下降,2022 年实现收入 89.66 亿元,同比下降 40.91%,收入占比下降至 76.49%,仍为公司第一大收入来源;显示器业务受市场需求影响有所萎缩,2022 年实现收入 6.73 亿元,同比下降 43.06%;其他业务实现收入 20.83 亿元,同比增长明显,主要系供应链业务收入快速提升所致。

从毛利率的情况来看,2022 年,平板显示行业液晶面板销售价格大幅下跌导致公司平板显示业务毛利润大幅下滑至亏损,拖累公司综合毛利率快速降至-15.80%;显示器业务毛利率同比有所提升,其他业务毛利率延续快速下滑,主要系毛利率低的供应链业务收入占比提升所致。

2023 年一季度,公司实现营业总收入 28.35 亿元,同比增长 5.47%,受益于平板显示业务毛利率较上年同期回升,公司综合毛利率同比提升 12.67 个百分点至-3.29%。

表 2 公司营业总收入及毛利率构成情况(单位:亿元)

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1-3 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
平板显示	104.48	88.53	11.76	151.74	89.39	28.82	89.66	76.49	-21.97	22.62	79.79	-6.35
显示器	11.80	10.00	8.62	11.82	6.96	8.54	6.73	5.74	9.81	1.45	5.12	10.30
其他	1.73	1.47	63.91	6.19	3.65	32.90	20.83	17.77	6.53	4.28	15.09	8.26

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1-3 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
合计	118.02	100.00	12.21	169.75	100.00	27.56	117.22	100.00	-15.08	28.35	100.00	-3.29

注：其他收入主要包括服装销售收入、租赁费收入、担保业务收入、物业管理收入、典当业务收入、贷款利息及供应链收入等。

资料来源：公司提供

2. 平板显示业务

跟踪期内，受平板显示业务产品销售价格持续下降影响，平板显示业务发生大额亏损。

公司平板显示业务的经营主体为彩虹股份，主要从事液晶玻璃基板和液晶面板的研发、生产与销售。跟踪期内，彩虹股份经营模式未发生重大变化。

截至 2022 年底，彩虹股份资产总计 407.54 亿元，所有者权益合计 197.91 亿元（含少数股东权益 1.67 亿元）。2022 年，液晶面板业务受终端市场需求萎缩影响，面板销售价格持续探底，彩虹股份收入及利润下滑明显。2022 年，彩虹股份实现营业收入 89.67 亿元，利润总额-25.00 亿元。

2023 年一季度，彩虹股份实现营业收入 22.62 亿元，同比下降 4.03%；利润总额-4.62 亿元，同比减亏 2.81 亿元。

截至 2023 年 3 月底，彩虹股份共有 12 条液晶玻璃基板生产线（合肥）和 1 条 G8.6 液晶面板生产线（咸阳）。其中玻璃基板包含 2 条 G6 生产线（尺寸为 1500mm*1850mm）、4 条 G7.5（尺寸为 1950mm*2250mm）生产线、1 条 G8.6+（尺寸为 2300mm*2500mm）后加工生产线（冷端）以及 5 条 G8.5（尺寸为 2500*2200mm）生产线（3 条冷端+5 条热端）。“CEC 咸阳 8.6 代液晶面板项目”项目设计产能 120K/月液晶面板(2250mm*2610mm)，主要产品包括 50 吋、58 吋和 100 吋超高清 TFT-LCD 电视面板。

生产方面，2022 年，彩虹股份液晶面板产量为 1689.39 万片¹，同比增长 6.31%；同期，随着技术提升及管理优化，玻璃基板产线改造升

级、良率和产能大幅提高，2022 年累计生产玻璃基板 508.88 万片，同比增长 22.63%。

表 3 公司平板显示业务产量情况

（单位：万片）

产品	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2022 年同比增长率 (%)
玻璃基板	生产量	282.32	414.96	508.88	22.63
液晶面板	生产量	1371.19	1589.12	1689.39	6.31

资料来源：彩虹股份年报

（3）产品销售

彩虹股份液晶玻璃基板下游客户主要为液晶面板企业，其玻璃基板主要销往内地和台湾面板厂商等。

表 4 公司平板显示业务销量情况

（单位：万片）

产品	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2022 年同比增长率 (%)
玻璃基板	销售量	281.16	412.54	491.75	19.20
	产销率	99.59	97.42	96.63	--
液晶面板	销售量	1399.00	1548.75	1722.01	11.19
	产销率	102.03	99.46	101.93	--

资料来源：彩虹股份年报

表 5 2022 年公司平板显示业务收入情况

（单位：亿元、%）

产品	收入	收入同比增长率	毛利率	毛利率同比变动
玻璃基板	9.10	12.64	11.62	减 20.86 个百分点
液晶面板	77.31	-43.13	-27.87	减 57.31 个百分点

资料来源：彩虹股份年报

¹ G8.6 代线生产出来的面板规格为 2250*2610mm，根据订单需求，再切割成 32 吋、50 吋等规格的面板。实际生产量和销售量会根据订单及切割方式有所不同。

从销量来看, 2022 年, 彩虹股份玻璃基板销售量同比增长 19.20%至 491.75 万片, 玻璃基板销售收入 9.10 亿元, 同比增长 12.64%; 彩虹股份液晶面板销量同比增长 11.19%至 1722.01 万片, 液晶面板销售收入 77.31 亿元, 同比下降 42.13%, 主要系面板价格持续下探所致。彩虹股份玻璃基板和液晶面板产销率均维持在高位, 2022 年分别为 96.63%和 101.93%。2022 年, 彩虹股份前五大客户销售额为 42.40 亿元, 占当年销售总额的 47.28%, 集中度较高。

此外, 联合资信关注到, 彩虹股份对 TFT-LCD 大尺寸显示面板项目累计投入规模大, 且目前国内多条产线相继建设投产, 未来将面临一定的产能集中释放局面, 行业竞争或将加剧; 显示行业技术更迭较快, 该项目能否达到预期经济效益以及保持较高的竞争优势有待观察。

3. 显示器业务

跟踪期内, 受市场需求下滑影响, 显示器业务收入规模大幅下滑, 产销率维持高位。

公司显示器销售业务由二级子公司咸阳偏转电子科技有限公司(以下简称“偏转电子”)运营。偏转电子主营智能显示产品制造, 提供全球企业端对端产品开发生产服务, 产品主要包括电脑显示器, 安防显示器, 机箱一体机, 触摸游戏显示器和特殊显示产品。2022 年, 显示器业务实现收入 6.73 亿元, 同比下降 43.06%, 主要系市场需求持续萎缩, 产品销量大幅下跌所致。

原材料采购方面, 显示器生产成本由直接材料、折旧费用、人工、动能及其他构成, 其中直接材料占比约 53%, 折旧费用占比约 24%, 人工、动能及其他占比约 23%。2022 年, 显示器前五大供应商采购金额 1.88 亿元, 占全部采购额的 39.96%, 集中度较高。

生产方面, 截至 2022 年底, 显示器产能为 100 万台/年, 产能利用率有所下滑, 但产销率为 100.00% (以销定产); 销售方面, 偏转电子积极拓展国内外市场, 客户资源较为优质。2022 年, 显示器前五大客户销售金额 2.65 亿元, 占

全部销售额的 43.36%, 集中度较高。

4. 供应链业务

2022 年供应链业务规模持续扩大; 上下游集中度仍高, 且以民营企业为主, 存在一定资金回收和货权风险, 供应链业务稳定性和风控效果有待观察。

公司供应链经营主体为全资子公司陕西融信易邦供应链管理有限公司(以下简称“融信易邦”), 实收资本 3.50 亿元。截至 2023 年 3 月底, 公司本部对融信易邦在保余额为 6.05 亿元; 同期, 公司本部对供应链业务经营主体拆借款合计 1200.00 万元。

截至 2022 年底, 融信易邦资产总额为 15.60 亿元, 主要为货币资金 5.83 亿元、预付款项 1.75 亿元和其他应收款 7.49 亿元; 负债总额 12.11 亿元, 主要为短期借款 3.80 亿元、应付票据 3.81 亿元、合同负债 1.81 亿元和长期借款 2.23 亿元; 所有者权益合计 3.49 亿元; 2022 年, 融信易邦实现营业收入 15.29 亿元, 利润总额 26.88 万元。

融信易邦供应链业务主要为有色金属及钢材等大宗商品贸易, 根据市场行情和贸易需求调整贸易品种结构。2022 年, 铝锭和钢材分别实现收入 9.47 亿元和 5.63 亿元, 收入占比分别为 61.90%和 36.80%。

跟踪期内, 融信易邦经营模式未发生重大变化, 贸易区域主要为陕西、河南巩义、天津及江浙地区等, 2022 年, 陕西地区销售收入占比为 90.60%。

融信易邦贸易现货存储数量少, 期限短, 无自有仓储物流设施, 如业务需要, 则租用第三方国有仓储物流设施。风险控制方面, 融信易邦制定了采销管理制度、风控细则框架及项目评审实施办法等制度控制业务风险; 铝锭业务在第三方仓库内交割, 严格执行入库、验收、保管、出库验收管理, 仓储保管方根据存货方提交的有效正本提货单发货, 防范货权灭失风险。

上下游方面, 融信易邦直接上下游以民营企业为主, 集中度高。2022 年, 融信易邦上游前三大供应商集中度为 65.91%, 下游前三大客

户集中度为 71.90%。

5. 在建项目

公司在建项目主要为子公司彩虹股份的玻璃基板在建工程。考虑到未来平板项目扩产及技术升级改造，公司未来仍面临一定资金支出压力。

G8.5 液晶玻璃基板生产线为公司液晶玻璃基板热端后加工处理项目，实施主体为彩虹（合肥）液晶玻璃有限公司（以下简称“彩虹液晶”），为彩虹股份的控股子公司，该项目建成后将主要为公司 G8.6TFT-LCD 面板生产线项目提供内部配套，并为包括中电熊猫 G8.5TFT-LCD 面板生产线在内的国内其他 G8.5TFT-LCD 显示面板生产线提供配套玻璃基板产品，实现 G8.5 显示面板关键原材料的国产化供应，项目预计投资 42.00 亿元，截至 2023 年 3 月底已投资 27.46 亿元，未来尚需投资 14.54 亿元。

和樾溪谷项目为公司地产项目，由子公司咸阳启点金源房地产开发有限公司（以下简称“金源房地产”，公司持股 51%）负责经营。目前该项目已投入 10.41 亿元，其中拿地成本 6.25 亿元，建设成本 4.16 亿元。该项目开工时间为 2021 年 4 月，预计 2024 年 12 月竣工，资金来源为开发贷及股东借款。未来预计仍需投资 9.90 亿元。2022 年，和樾溪谷项目实现开盘销售回款 4.77 亿元，预计 2023 年实现销售回款 7.86 亿元。

表 6 截至 2023 年 3 月底公司主要在建项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	预计投资	已投资	尚需投资
G8.5 液晶玻璃基板生产线	42.00	27.46	14.54
合肥 TFT 玻璃基板项目	18.08	9.05	9.03
和樾溪谷项目	20.31	10.41	9.90
合计	80.39	46.92	33.47

资料来源：公司提供

6. 经营效率

公司经营效率尚可。

从经营效率指标看，2022 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数

分别为 5.12 次、5.59 次和 0.21 次。

7. 未来发展

公司将立足于现有产业基础，延伸玻璃基板产业链，丰富产品体系，提高公司竞争力和盈利能力。

公司坚持以平板显示产业为主业，以子公司彩虹股份为平板显示经营主体，重点发展液晶玻璃基板、液晶面板的战略，加大科技投入、加快技术创新、提升核心竞争力，根据平板显示市场环境的现状，不断完善战略发展规划，深化整体布局，拓展产业链，调整产业结构，实现产品升级换代。

在基板玻璃业务方面，公司将加快推进 LTPS/OLED 基板玻璃产业研发进程，打破高世代、高精细基板玻璃行业垄断；进一步完善和优化基板玻璃产线工艺技术管理，提升产线产能，提升基板玻璃技术水平，逐步缩小技术差距，形成 G6、G8.5+TFT-LCD、G6LTPS/OLED 主要客户市场。

在液晶面板业务方面，公司将发挥已建成的 G8.6 代 TFT-LCD 液晶面板产线产能，提高稼动率，增加出货量；通过技术创新不断推出具有市场竞争力的显示新产品，提升市场竞争力。公司将加快推进下一代大尺寸 AW-OLED 显示面板技术研发速度，尽快实施产业化，为显示面板产业技术升级、可持续发展提供技术保障。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2023 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2023 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司和孙公司共计 66 家。公司合并范围变动较小，财务可比性强。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 546.94 亿元，所有者权益 168.08 亿元（含少数股东权益 134.29 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入

117.22亿元，利润总额-26.88亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额550.91亿元，所有者权益160.64亿元（含少数股东权益131.08亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入28.35亿元，利润总额-7.40亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模保持平稳，资产构成以非流动资产为主，其中彩虹股份固

定资产占比高。此外，公司其他应收款主要为与咸阳市国资委及其他国有企业间往来款项，规模较大，对公司资金占用大，需关注回收风险。总体看，公司受限资产占比高，资产流动性偏弱，资产质量一般。

截至2022年底，公司合并资产总额546.94亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占41.51%，非流动资产占58.49%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表7 2020—2022年末及2023年3月末公司资产主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	187.33	36.61	237.04	42.68	227.04	41.51	234.47	42.56
货币资金	83.06	44.34	109.93	46.38	109.31	48.14	115.62	49.31
其他应收款	58.74	31.36	66.83	28.19	65.48	28.84	66.82	28.50
应收账款	22.69	12.11	26.27	11.08	18.41	8.11	17.40	7.42
存货	8.63	4.61	25.34	10.69	22.93	10.10	24.37	10.39
非流动资产	324.31	63.39	318.39	57.32	319.89	58.49	316.44	57.44
在建工程	88.42	27.26	17.58	5.52	33.05	10.33	34.35	10.86
固定资产	186.55	57.52	252.52	79.31	238.66	74.61	232.72	73.54
资产总额	511.64	100.00	555.43	100.00	546.94	100.00	550.91	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，流动资产227.04亿元，较上年底下降4.22%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至2022年底，公司货币资金109.31亿元，较上年底变化不大。货币资金中有21.77亿元受限资金，主要为各类保证金及定期存款质押。

截至2022年底，公司应收账款账面价值18.41亿元，较上年底下降29.94%，主要系彩虹股份液晶面板销售收入减少，应收账款相应减少所致。应收账款账龄以一年内为主，累计计提坏账1.07亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为8.62亿元，占比为44.23%，集中度较高。

截至2022年底，公司其他应收款65.48亿元，较上年底变化不大。从构成看，公司其他应收款中，往来款共计64.99亿元，主要为公司与咸阳市国资委及其他国有企业间往来款项；公司累计计提坏账准备1.59亿元，计提比例一般；

从集中度看，其他应收款前五名合计欠款54.38亿元，占其他应收款总额81.27%，集中度很高。公司其他应收款规模较大，需关注回收风险。

截至2022年底，公司存货22.93亿元，较上年底下降9.51%，主要系房地产开发产品减少所致。存货主要由房地产开发产品、原材料及库存商品构成，累计计提跌价准备0.95亿元。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产319.89亿元，较上年底变动不大，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程及无形资产构成。

截至2022年底，公司固定资产238.66亿元，较上年底下降5.49%。固定资产主要由机器设备和房屋及建筑物构成，累计计提折旧94.01亿元。

截至2022年底，公司在建工程33.05亿元，较上年底增长88.00%，主要系8.5代液晶基板玻璃生产线增加投入所致。在建工程构成为合肥TFT玻璃基板生产线6.92亿元、8.5代液晶

基板玻璃生产线 13.07 亿元以及其他小额在建项目,累计计提跌价准备 3.98 亿元(张家港 TFT 玻璃基板计提 2.09 亿元,合肥 TFT 玻璃基板生产线计提 1.89 亿元)。

截至 2022 年底,公司无形资产 21.06 亿元,较上年底下降 8.20%。公司无形资产主要由土地使用权构成,累计摊销 10.03 亿元。

截至 2022 年底,公司受限资产规模总计 188.42 亿元,占资产总额的 34.45%。其中,受限货币资金 21.77 亿元,受限固定资产和无形资产分别为 159.92 亿元和 6.73 亿元,主要为彩虹股份用于取得借款而进行抵押的资产。

截至 2023 年 3 月底,公司合并资产总额 550.91 亿元,较 2022 年底变化不大。其中,流动资产占 42.56%,非流动资产占 57.44%。公司资产结构相对均衡,资产结构较 2022 年底变化不大。

3. 资本结构

跟踪期内,随着公司对在建项目的持续投入,公司对外融资规模持续增加,整体债务负担重。公司所有者权益中少数股东权益占比高,权益结构稳定性弱。

(1) 所有者权益

截至 2022 年底,公司所有者权益 168.08 亿元,较上年底下降 16.53%,主要系未分配利润下降所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为 20.10%,少数股东权益占比为 79.90%。在所有者权益中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占 16.37%、0.22%和 2.68%。少数股东权益比重高,所有者权益结构稳定性弱。

截至 2023 年 3 月底,公司所有者权益 160.64 亿元,较 2022 年底下降 4.43%,主要系未分配利润下降所致。

(2) 负债

截至 2022 年底,公司负债总额 378.68 亿元,较上年底增长 7.00%。其中,流动负债占 51.07%,非流动负债占 48.93%。公司负债结构相对均衡,负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年底,公司流动负债 193.40 亿元,较上年底增长 6.21%。公司流动负债主要由短期借款(占 25.19%)、应付票据(占 9.29%)、应付账款(占 14.38%)、其他应付款(占 21.20%)和一年内到期的非流动负债(占 24.51%)构成。

截至 2022 年底,公司短期借款 48.71 亿元,较上年底增长 20.33%,主要系彩虹股份短期借款增长所致。

截至 2022 年底,公司应付票据 17.96 亿元,较上年底增长 14.10%,主要系彩虹股份票据业务增加所致。

截至 2022 年底,公司应付账款 27.82 亿元,较上年底下降 22.73%,主要系彩虹股份应付生产性物资及设备工程款较上年减少所致。

截至 2022 年底,公司其他应付款 41.01 亿元,较上年底下降 12.14%,主要系购地款减少所致。其中,超过 1 年的重要其他应付款中包括应付咸阳市城市建设投资控股集团有限公司 24.40 亿元。

截至 2022 年底,公司一年内到期的非流动负债 47.40 亿元,较上年底增长 26.74%,主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2022 年底,公司非流动负债 185.27 亿元,较上年底增长 7.83%。公司非流动负债主要由长期借款(占 68.77%)、应付债券(占 19.40%)和长期应付款(占 7.07%)构成。

截至 2022 年底,公司长期借款 127.40 亿元,较上年底增长 25.48%。长期借款主要由抵押借款和保证借款期末余额 71.51 亿元构成,专项用于彩虹光电 8.6 代薄膜晶体管液晶显示器件项目,期限为 2018 年 4 月 25 日至 2027 年 4 月 25 日,由中国电子信息产业集团有限公司、咸阳城市建设投资控股集团有限公司、彩虹股份和公司提供担保,彩虹光电项下固定资产及无形资产作为抵押物。

截至 2022 年底,公司应付债券 35.94 亿元,较上年底增长 33.57%

表 8 截至 2022 年底公司应付债券情况

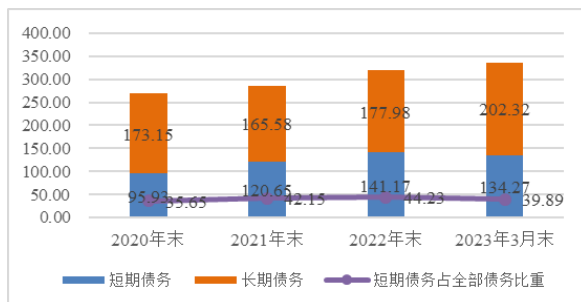
(单位: 亿元)

债券简称	发行日期	债券期限	期末金额
19 咸金 01	2019-6-12	5 年	5.00
20 咸金 01	2020-1-15	5 年	5.80
20 咸阳金控 PPN001	2020-11-13	5 年	5.38
22 咸金 01	2022-3-30	2 年	3.70
22 咸金 03	2022-7-14	2 年	3.73
22 咸金 04	2022-7-28	3 年	4.94
22 咸金 05	2022-9-27	3 年	3.99
22 咸金 06	2022-12-23	4 年	3.41
合计	--	--	35.94

资料来源: 公司审计报告

图 2 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务结构

(单位: 亿元)



注: 图中短期债务占比指标为百分比

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2022 年底, 公司全部债务 319.15 亿元, 较上年底增长 11.50%。债务结构方面, 短期债务占 44.23%, 长期债务占 55.77%, 结构相对均衡。从债务指标来看, 截至 2022 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.24%、65.50%和 51.43%, 较上年底分别提高 5.52 个百分点、6.80 个百分点和 6.31 个百分点。公司债务负担重。

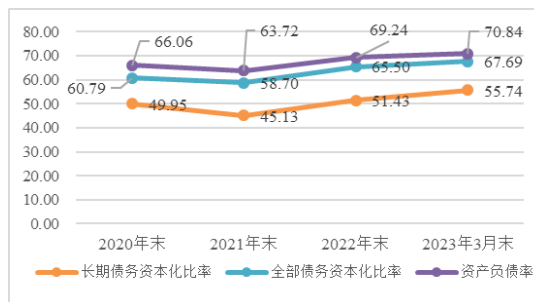
截至 2023 年 3 月底, 公司全部债务 336.60 亿元, 较 2022 年底增长 5.47%。从债务指标来看, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.84%、67.69%和 55.74%, 较 2022 年底分别提高 1.61 个百分点、2.19 个百分点和 4.31 个百分点, 债务负担有所加重。

截至 2022 年底, 公司长期应付款 13.09 亿元, 较上年底增长 11.65%, 主要构成为售后回租款 6.74 亿元和专项应付款 6.34 亿元。

截至 2023 年 3 月底, 公司负债总额 390.27 亿元, 较 2022 年底增长 3.06%。其中, 流动负债占 46.48%, 非流动负债占 53.52%。公司流动负债与非流动负债相对均衡, 负债结构较 2022 年底变化不大。

图 3 2020—2022 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平

杆水平



注: 图中指标为百分比

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

4. 盈利能力

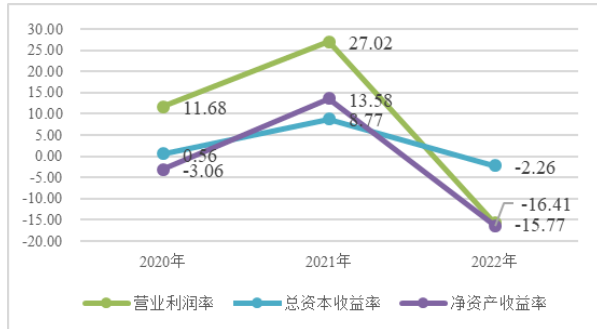
2022年以来, 受液晶面板行业需求萎缩, 终端价格持续下滑影响, 公司利润总额发生大额亏损; 同时, 公司投建项目及产业方向属国家及地方重点扶持产业, 持续获得的产业相关补贴对利润总额形成有力补充。

2022年, 公司实现营业总收入117.22亿元, 同比下降30.94%, 主要系液晶面板销售价格持续下跌所致; 营业成本134.90亿元, 同比增长9.70%; 营业利润率为-15.77%, 同比下降42.79个百分点。

2022年, 公司费用总额为25.99亿元, 同比增长10.27%。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为3.59%、17.96%、14.63%和63.82%。2022年, 公司期间费用率为22.17%, 同比提高8.29个百分点。

非经常性损益方面,2022年,公司投资收益为0.38亿元,主要来自银行理财收益;其他收益为18.78亿元,主要为政府奖励金或补助。同期,公司资产减值损失为1.36亿元,主要系对商誉减值0.88亿元和存货减值0.48亿元。

图 4 2020—2022 年公司盈利指标



注: 图中指标为百分比

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

盈利指标方面,2022年,公司总资本收益率和净资产收益率分别为-2.26%和-16.41%,同比分别下降11.03个百分点和29.99个百分点。公司各盈利指标下滑明显。

2023年1—3月,公司实现营业总收入28.35亿元,同比增长5.47%;实现利润总额-7.40亿元(上年同期为-9.67亿元)。

5. 现金流

2022年,公司经营活动现金净额下降明显,投资活动现金流持续大额净流出。此外公司与关联企业间往来款收支规模大,对经营活动现金流量影响较大。考虑到在建项目未来尚需资金投入,公司存在一定融资需求。

表 9 公司现金流量情况

(单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	164.33	243.59	249.21	48.06
经营活动现金流出小计	134.58	181.27	241.55	43.53
经营现金流量净额	29.76	62.32	7.66	4.53
投资活动现金流入小计	41.81	5.63	40.02	10.44
投资活动现金流出小计	70.99	47.21	83.50	14.59
投资活动现金流量净额	-29.18	-41.58	-43.48	-4.15
筹资活动前现金流量净额	0.58	20.73	-35.82	0.38
筹资活动现金流入小计	115.80	82.85	143.30	37.66
筹资活动现金流出小计	96.92	82.38	110.31	30.83

筹资活动现金流量净额	18.88	0.47	32.98	6.83
现金收入比 (%)	93.20	99.06	115.56	110.39

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看,受与关联企业往来款规模增长影响,公司经营活动现金流入规模持续增长,2022年为249.21亿元;经营活动现金流出规模亦持续增长,2022年为241.55亿元。其中收到和支出其他与经营活动有关的现金分别为94.10亿元和109.47亿元,主要系公司与关联企业间的往来款,对经营性现金流影响较大。2022年,受液晶面板价格下跌影响,彩虹股份回款明显减少,公司经营活动现金净额呈现快速下跌趋势。同期,公司现金收入有所提升,收入实现质量尚可。

从投资活动来看,2022年,公司投资活动现金流入规模快速提升,主要系收回投资收到的现金增长所致;投资活动现金流出大幅增长,主要系投资支付的现金增长所致。其中,购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的资金为42.04亿元,同比变化不大。同期,公司投资活动现金净额为-43.48亿元。

2022年,公司筹资活动前现金流量净额为-32.58亿元。

从筹资活动来看,2022年,公司筹资活动现金流入和流出规模均同比增长明显。同期,公司筹资活动现金流量净额为32.98亿元。

2023年1—3月,公司经营活动现金净流入4.53亿元,现金收入比为110.39%;投资活动现金净流出4.15亿元;公司筹资活动现金净流入6.83亿元。

6. 偿债指标

2022年,公司偿债指标表现有所下降,融资渠道有待拓宽。

表 10 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	117.94	130.17	117.39
	速动比率 (%)	112.50	116.26	105.54
	经营现金/流动负债 (%)	18.73	34.22	3.96
	经营现金/短期债务 (倍)	0.31	0.52	0.05
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.89	0.92	0.79

长期 偿债 指标	EBITDA（亿元）	24.22	71.21	19.46
	全部债务/EBITDA（倍）	11.11	4.02	16.40
	经营现金/全部债务（倍）	0.11	0.22	0.02
	EBITDA/利息支出（倍）	3.02	4.57	1.15
	经营现金/利息支出（倍）	3.70	4.00	0.45

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2022年底，公司流动比率和速动比率均有所下降；2022年，公司现金类资产对短期债务的保障程度有所下滑。

从长期偿债指标看，2022年，EBITDA对全部债务的覆盖能力有所下降。

截至2022年底，公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，获得银行授信额度为376.09亿元，尚未使用额度为61.39亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司子公司彩虹股份为上交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至2023年3月底，公司本部对外担保共计26.54亿元。公司本部对外担保规模较大，被担保对象主要是对咸阳市内国有企业，存在一定或有负债风险。

表11 截至2023年3月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位	担保金额	到期日
咸阳市城市建设投资控股集团有限公司	16,666.67	2025/5/30
	21,000.00	2023/12/9
	14,890.00	2023/12/9
	8,000.00	2023/12/9
	1,700.00	2023/6/17
	3,020.00	2024/3/29
	16,701.67	2025/12/15
	4,844.00	2026/2/22
	8,290.00	2024/7/22
	5,520.00	2024/7/8
	4,400.00	2024/7/29
	3,060.00	2024/7/15
	1,010.00	2024/6/30
	12,290.00	2024/8/12
	8,770.00	2024/8/5
	5,750.00	2024/8/19
	910.00	2024/8/26
	24,970.00	2024/6/10
	5,300.00	2035/12/20

咸阳市公共交通集团公司	4999.96	2025-9
咸阳市汽车发展有限公司	2,800.00	2023/6/21
	1,500.00	2023/6/27
	1,000.00	2023/6/27
咸阳纺织集团有限公司	11,250.00	2026/4/2
	13,000.00	2023/7/14
	4,368.43	2024/6/15
	180.00	2023/5/21
	4,000.00	2023/1/3
	4,000.00	2023/9/2
	1,000.00	2023/9/21
	1,500.00	2023/5/30
咸阳市新兴投资控股集团有限公司	2,250.00	2025/6/15
一四五医院	1,382.04	2026/8/5
	300.00	2024/3/16
	500.00	2023/11/17
	700.00	2026/2/6
咸阳市公租房建设投资管理有限公司	13,000.00	2025/1/16
咸阳高科建设开发有限责任公司	30,000.00	2024/12/2
陕西秦宇卓越装饰装修有限公司	290.00	2026/3/29
陕西秦源鼎程项目管理有限公司	290.00	2026/3/29
合计	265402.77	--

资料来源：公司提供

7. 公司本部（母公司）财务分析

截至2022年底，公司本部债务有所回落，但债务负担仍很重。本部资产以其他应收款（对咸阳市国有企业提供拆借款）和长期股权投资为主，货币资金规模小，整体资产流动性弱。本部利润主要来自政府补助，持续性较强。

截至2022年底，公司本部资产总额192.79亿元，较上年底增长5.31%。其中，流动资产77.02亿元（占39.95%），非流动资产115.77亿元（占60.05%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占7.99%）、其他应收款（占91.84%）和其他应收款（占92.80%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占97.39%）构成。截至2022年底，公司本部货币资金为6.16亿元，其他应收款70.73亿元，主要构成为对咸阳市区域内国有企业往来款。公司本部对外往来款规模大，需关注回收风险。

表 12 截至 2022 年底公司本部其他应收款前五名
(单位: 亿元)

欠款单位	金额	款项性质
咸阳市财政投资控股有限责任公司	31.84	往来款
陕西秦星汽车有限责任公司	12.74	往来款
陕西如意广电科技有限公司	6.35	往来款
咸阳市国有资产监督管理委员会	7.33	往来款
陕西星河投资管理有限公司	1.40	往来款
合计	59.67	--

资料来源: 公司提供

截至 2022 年底, 公司本部负债总额 150.73 亿元, 较上年底增长 5.55%。其中, 流动负债 89.60 亿元 (占 59.44%), 非流动负债 61.13 亿元 (占 40.56%)。从构成看, 流动负债主要由短期借款 (占 6.70%)、其他应付款 (占 74.64%) 和一年内到期的非流动负债 (占 17.54%) 构成; 非流动负债主要由长期借款 (占 30.83%)、应付债券 (占 58.79%) 和长期应付款 (占 10.38%) 构成。

截至 2022 年底, 本部全部债务 109.92 亿元, 较上年底下降 6.51%。公司本部资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 78.19%、58.84% 和 72.33%。

截至 2022 年底, 公司本部所有者权益为 42.05 亿元, 较上年底增长 4.45%。

2022 年, 公司本部实现营业总收入 0.26 亿元; 期间费用以财务费用 11.72 亿元为主; 其他收益为 12.00 亿元, 主要为政府补助, 对利润贡献大; 公司本部实现利润总额 0.39 亿元。

现金流方面, 2022 年, 公司本部经营活动现金流净额为 -2.84 亿元, 投资活动现金流净额 -3.35 亿元, 筹资活动现金流净额 7.27 亿元。

十、外部支持

1. 支持能力

咸阳市作为陕西省省辖地级市, 西安都市圈城市之一, 经济社会持续发展, 支持能力较强。

2022 年, 咸阳市地区生产总值 2817.55 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 4.4%。其中, 第一产业增加值 408.05 亿元, 增长 4.0%; 第二产业增加值 1336.67 亿元, 增长 5.2%; 第三产

业增加值 1072.83 亿元, 增长 3.8%。第一产业增加值占生产总值的比重为 14.5%, 较上年下降 0.4 个百分点; 第二产业增加值比重为 47.4%, 提高 1.3 个百分点; 第三产业增加值比重为 38.1%, 下降 0.9 个百分点。2022 年, 咸阳市公共财政一般预算收入 115.58 亿元, 较上年同口径增长 12.5%。其中, 税收收入 85.18 亿元, 增长 7.0%; 非税收入 30.40 亿元, 增长 35.3%。全市财政支出 492.76 亿元, 同比增长 14.9%。其中, 一般公共服务支出增长 22.8%、交通运输支出增长 17.6%、社会保障和就业支出增长 7.7%。

2. 支持能可能性

公司作为咸阳市人民政府设立的为重大产业项目筹集资金和提供投后管理的国有资本投资公司, 持续获得包括专项补贴资金、地方性奖励资金和研发补助资金等多项补助。

2022 年, 咸阳市政府拨付公司本部财政贴息、专项补助资金及政府补助等 12.00 亿元, 彩虹股份地方获得奖励性补贴 5.68 亿元。

2022 年 5 月, 咸阳市国资委将所持有的陕西如意广电科技有限公司 (以下简称“如意广电”) 90% 国有股权划转至公司。如意广电持有彩虹股份 108884454 股, 占彩虹股份总数的 3.03%。此次无偿划转后, 公司直接和间接持有彩虹股份 34.04% 的股权。

十一、债券偿还能力分析

“23 咸金 01”由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保; 三峡担保的担保实力极强, 其担保有效提升了“23 咸金 01”本息偿还的安全性。

截至 2023 年 3 月底, 公司存续期担保债券“23 咸金 01”, 金额 4.00 亿元。“23 咸金 01”由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司, 是经国家发改委批准组建的大型国有担保公司, 于 2006 年 9 月挂牌成立。截

至 2021 年末，三峡担保注册资本及实收资本均为 48.30 亿元，其中重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）、三峡资本控股有限责任公司和国开金融有限责任公司分别持有三峡担保 50.00%、33.33%和 16.67%的股权。三峡担保控股股东为渝富控股，实际控制人为重庆市国资委。

2019—2021 年末，三峡担保所有者权益基本持平，年均复合减少 1.81%。截至 2021 年末，三峡担保所有者权益 66.85 亿元，较上年末减少 1.55%；实收资本 48.30 亿元，占比 72.25%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占比 93.71%。近三年，三峡担保现金分红规模稳定；2021 年，三峡担保对全部股东分红额占上年净利润的比例为 47.92%，维持了较好的分红力度，同时保持了利润留存对股东权益的补充效果。

根据三峡担保 2021 年末的资产状况，联合资信估算出公司 2021 年末三峡担保净资产余额为 26.69 亿元，公司净资产/净资产比率为 39.92%，处于一般水平。

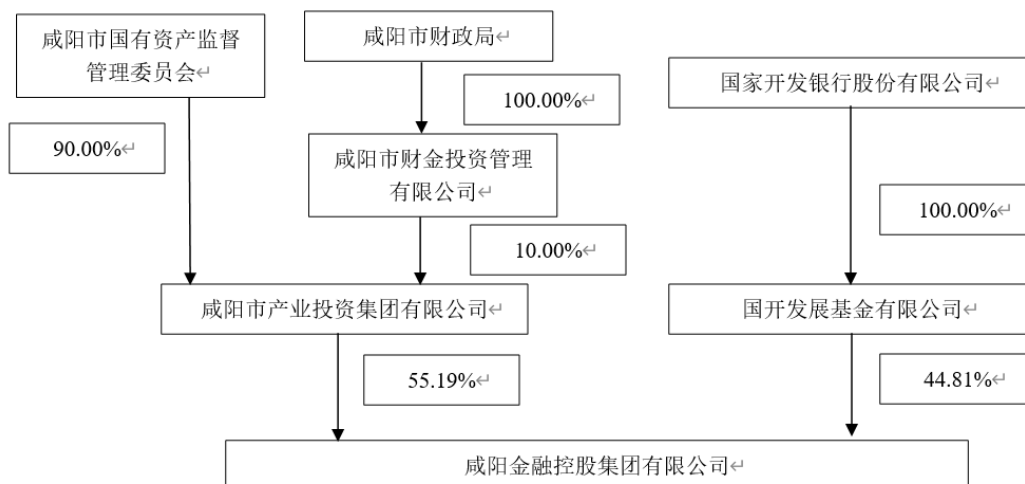
三峡担保股东均为实力很强的央企和地方国企，控股股东渝富控股是由重庆市国资委直接指导的投融资平台公司。三峡担保在资金、政策和风险管理方面能够获得股东的大力扶持，具有很强的股东背景。经联合资信评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

“23 咸金 01”债券余额 4.00 亿元，占三峡担保 2021 年底净资产的 14.99%，占担保责任余额的 0.83%，所占比例低；占 2021 年利润总额的 75.18%，立即偿还此笔担保债务对三峡担保影响较小。三峡担保的担保实力极强，其担保有效提升了“23 咸金 01”本息偿还的安全性。

十二、结论

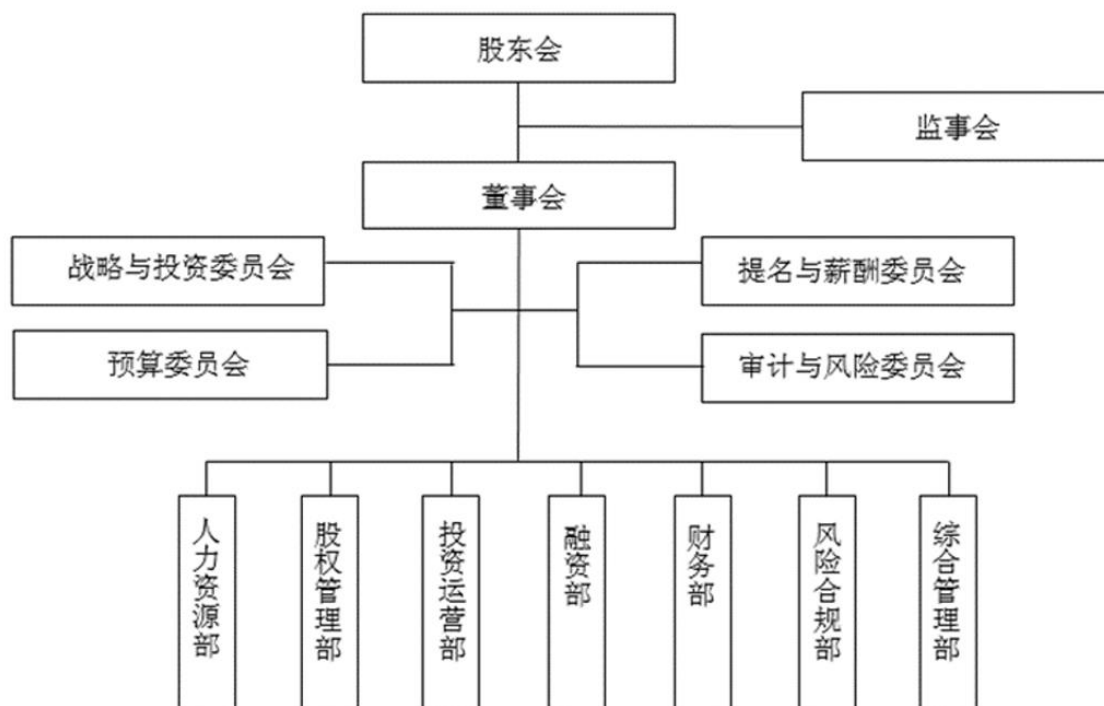
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“23 咸金 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	85.67	110.47	111.97	117.28
资产总额（亿元）	511.64	555.43	546.94	550.91
所有者权益（亿元）	173.52	201.35	168.08	160.64
短期债务（亿元）	95.93	120.65	141.17	134.27
长期债务（亿元）	173.15	165.58	177.98	202.32
全部债务（亿元）	269.07	286.23	319.15	336.60
营业总收入（亿元）	118.02	169.75	117.22	28.35
利润总额（亿元）	-5.20	31.45	-26.88	-7.40
EBITDA（亿元）	24.22	71.21	19.46	--
经营性净现金流（亿元）	29.76	62.32	7.66	4.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.96	6.78	5.12	--
存货周转次数（次）	11.76	7.24	5.59	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.32	0.21	--
现金收入比（%）	93.20	99.06	115.56	110.39
营业利润率（%）	11.68	27.02	-15.77	-4.01
总资本收益率（%）	0.56	8.77	-2.26	--
净资产收益率（%）	-3.06	13.58	-16.41	--
长期债务资本化比率（%）	49.95	45.13	51.43	55.74
全部债务资本化比率（%）	60.79	58.70	65.50	67.69
资产负债率（%）	66.06	63.72	69.24	70.84
流动比率（%）	117.94	130.17	117.39	129.27
速动比率（%）	112.50	116.26	105.54	115.83
经营现金流动负债比（%）	18.73	34.22	3.96	--
现金短期债务比（倍）	0.89	0.92	0.79	0.87
EBITDA 利息倍数（倍）	3.02	4.57	1.15	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.11	4.02	16.40	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他应付款和其他流动负债中的有息债务计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息债务计入长期债务；资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.76	5.09	6.28	7.50
资产总额（亿元）	171.66	183.07	192.79	198.99
所有者权益（亿元）	39.35	40.26	42.05	39.32
短期债务（亿元）	37.77	70.68	49.81	53.63
长期债务（亿元）	62.72	46.90	60.11	62.38
全部债务（亿元）	100.49	117.58	109.92	116.02
营业总收入（亿元）	0.44	0.06	0.26	0.00
利润总额（亿元）	4.04	0.86	0.39	-2.73
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-9.81	-5.19	-2.84	9.08
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	51.85	5.11	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	55.46	106.00	89.78	--
营业利润率（%）	94.61	80.66	95.39	--
总资产收益率（%）	2.82	0.59	0.26	--
净资产收益率（%）	10.01	2.32	0.94	--
长期债务资本化比率（%）	61.45	53.81	58.84	61.34
全部债务资本化比率（%）	71.86	74.49	72.33	74.69
资产负债率（%）	77.07	78.01	78.19	80.24
流动比率（%）	69.38	76.83	85.96	79.74
速动比率（%）	69.38	76.83	85.96	79.74
经营现金流动负债比（%）	-10.68	-5.54	-3.17	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.07	0.13	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他应付款和其他流动负债中的有息债务计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息债务计入长期债务；公司本部 2020 年有息债务及相关债务指标较此前报告有调整。

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持