

信用评级公告

联合〔2023〕1231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拟发行的2023年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)的信用状况进行综合分析和评估,确定咸阳金融控股集团有限公司主体长期信用等级为AA,咸阳金融控股集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)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:

二〇二三年三月三日

咸阳金融控股集团有限公司2023年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA
担保方主体长期信用等级：AAA
本期公司债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过4亿元
(含4亿元)
本期公司债券期限：5(3+2)年
担保方：重庆三峡融资担保集团股份有限公司
担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：偿还到期债务

评级时间：2023年3月3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

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“咸阳金控”）的评级反映了公司作为咸阳市人民政府设立，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。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”）平板显示业务产业链布局合理，在液晶面板和基板细分行业具备较强竞争实力。同时，联合资信也关注到彩虹股份所处行业技术更迭较快且竞争激烈，产品价格受供需关系影响波动显著，进而对公司盈利稳定性产生冲击；公司所有者权益结构稳定性弱；整体债务负担较重等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后的长期债务保障能力较强。本期公司债券由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（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，有效提升了本期公司债券本息偿付的安全性。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA，本期公司债券信用等级为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，在政府支持和产业链布局等方面具有竞争优势。2019—2021年，公司获得与政府补助相关的收益金额分别为21.68亿元、11.00亿元和11.13亿元，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，2019—2021

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	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aa+
个体调整因素：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。公司盈利稳定性受产品价格影响大。				-1
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
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

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

年，彩虹股份液晶面板和玻璃基板销量持续攀升，2021 年两者销量同比增长 46.73%和 10.70%。

3.本期公司债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了本期公司债券本息偿付的安全性。本期公司债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。三峡担保是全国性的大型担保机构之一，资本实力极强，有效提升了本期公司债券本息偿付的安全性。

关注

1. 彩虹股份所处行业技术更新迭代较快，竞争激烈，产品价格波动显著，对公司盈利稳定性冲击影响大。半导体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；此外，该行业技术更新迭代较快，玻璃基板产业对技术、工艺水平要求较高，液晶面板产业竞争激烈，公司盈利稳定性受产品价格影响大。2022 年前三季度，受产品价格大幅下降影响，彩虹股份亏损 20.59 亿元（上年同期盈利 40.44 亿元）。
2. 公司受限资产占比高，对外往来款规模大，资产质量有待提升。截至 2022 年 9 月底，公司所有权或使用权受限的资产合计 183.27 亿元，占总资产的 31.74%，资产受限比例高；公司其他应收款为 71.18 亿元，主要系对咸阳市地方国企的往来款，对资金形成大额占用，需关注回收风险。
3. 公司债务负担较重，所有者权益稳定性有待提升。截至 2022 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 71.26%和 67.95%；公司所有者权益中少数股东权益占比为 83.11%，稳定性弱。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产(亿元)	61.47	85.67	110.47	134.30
资产总额(亿元)	482.27	511.64	555.43	577.36
所有者权益(亿元)	177.77	173.52	201.35	165.94
短期债务(亿元)	62.38	95.93	120.65	144.49
长期债务(亿元)	178.08	173.15	165.58	194.83
全部债务(亿元)	240.46	269.07	286.23	339.32
营业总收入(亿元)	69.06	118.02	169.75	83.74
利润总额(亿元)	1.52	-5.20	31.45	-29.74
EBITDA(亿元)	24.04	24.22	71.21	--
经营性净现金流(亿元)	17.01	29.76	62.32	27.58
营业利润率(%)	-10.11	11.68	27.02	-18.76
净资产收益率(%)	1.23	-3.06	13.58	--
资产负债率(%)	63.12	66.09	63.75	71.26
全部债务资本化比率(%)	57.49	60.79	58.70	67.16
流动比率(%)	118.53	117.94	130.17	125.43
经营现金流动负债比(%)	14.02	18.73	34.22	--
现金短期债务比(倍)	0.99	0.89	0.92	0.93
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	3.02	4.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.00	11.11	4.02	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额(亿元)	143.76	171.66	183.07	202.38
所有者权益(亿元)	35.43	39.35	40.26	33.19
全部债务(亿元)	75.37	100.49	117.58	130.40
营业总收入(亿元)	0.09	0.44	0.06	0.18
利润总额(亿元)	2.26	4.04	0.86	-8.50
资产负债率(%)	75.35	77.07	78.01	83.60
全部债务资本化比率(%)	68.02	71.86	74.49	79.71
流动比率(%)	77.63	69.38	76.83	100.66
经营现金流动负债比(%)	0.66	-10.68	-5.54	--

注：1. 公司 2022 年三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 2019 及 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

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2022/09/16	闫力、李明	一般工商企业信用评级方法；一般工商企业主体信用评级模型（打分表） (V3.1.202204)	--
AA	稳定	2019/09/4	宁立杰、高佳悦	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） (V3.0.201907)	--

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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、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 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

咸阳金融控股集团有限公司（以下简称“公司”或“咸金控”）的前身为咸阳市金融控股集团有限公司（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责任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 年及 2022 年，咸阳市国资委依据《国开发展基金投资合同》对国开基金持有的咸金控的合计 7 亿股权实施回购。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%。公司实际控制人为咸阳市国资委（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）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。截至本报告出具日，公司对彩虹股份直接持股 31.01%，质押率 76.69%。

公司经营范围：股权投资，资本运作，资产管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2022 年 9 月底，公司设置了人力资源部、股权管理部、投资运营部、战略发展部、融资部、财务部、风险合规部及综合管理部 8 个职能部门（附件 1-2）。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 555.43 亿元，所有者权益 201.35 亿元（含少数股东权益 158.17 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 169.75 亿元，利润总额 31.45 亿元。

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额 577.36 亿元，所有者权益 165.94 亿元（含少数股东权益 137.91 亿元）；2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 83.74 亿元，利润总额 -29.74 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。

二、本期公司债券概况

公司已于 2022 年批复发行总额不超过 15 亿元的公司债券，采用分期方式发行。本期拟发行 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期公司债券”），金额不超过人民币 4 亿元（含 4 亿元）。本期公司债券期限为 5 年（3+2 年），在第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期公司债券按年付息、到期一次还本，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期债务。

本期公司债券由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（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、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额(万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速(%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速(%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速(%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速(%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速(%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速(%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速(%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速(%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速(%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅(%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅(%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速(%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速(%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速(%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率(%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投

资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史

新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022年，全国居民消费价格指数(CPI)上涨2.00%，涨幅比上年扩大1.10个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心CPI走势平稳。2022年，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)上涨4.10%，涨幅比上年回落4.00个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022年，全国新增社融规模32.01万亿元，同比多增6689亿元；2022年末社融规模存量为344.21万亿元，同比增长9.60%，增速比上年同期下降0.70个百分点。分项看，2022年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增1074亿元和9746亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增5275亿元、少减1.41万亿元和少减1505亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022年，全国一般公共预算收入20.37万亿元，同比增长0.60%，扣除留抵退税因素后增长9.10%。2022年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约4.20万亿元。支出方面，2022年全国一般公共预算支出26.06万亿元，同比增长6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022年，全国一般公共预算收支缺口为5.69万亿元，较上年(3.90万亿元)显著

扩大，是除2020年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022年，全国各月城镇调查失业率均值为5.58%，高于上年0.46个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022年，全国居民人均可支配收入3.69万元，实际同比增长2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022年12月，中央经济工作会议指出2023年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、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。近两年,中国内地面板出货量占全球比重不断提升,行业地位提升明显,同时向产业链上下游延展;2020年6月-2021年上半年,随着市场需求增长以及全球产能出清,液晶电视面板价格持续走高,生产企业盈利能力明显改善;2021年下半年以来,受需求疲软及库存增加影响,面板行业价格持续下滑。

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。

洛图科技(RUNTO)发布的《全球TV液晶面板月度市场追踪》报告中显示:全球TFT-LCD电视面板出货面积从2019年的1.62亿平方米增长到2020年的1.64亿平方米,同比微增1.10%。

电视面板厂商的格局在2020年发生较大变化。以出货面积计,2020年,京东方基本维持榜首;TCL华星由2019年的第四位升至2020年的第二位,群创升至第三位;韩国厂商战略调整,SDC跌出前三,LGD排名第五。另一方面,二线厂商抓住机遇积极扩产,提升市场份额,2020年惠科电视面板出货面积同比增长75%,中电熊猫增长35%,彩虹股份增长32%。

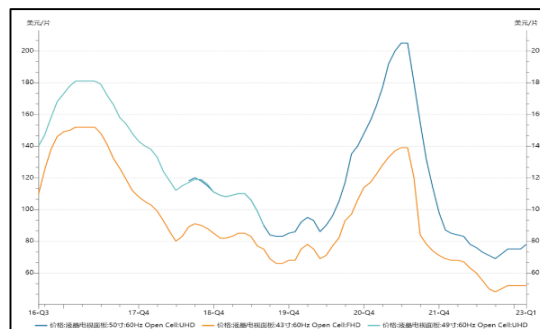
2020年,中国内地电视面板厂商出货量接近1.50亿片,综合占有率从2019年的48%增长到2020年的55%,内地厂商产能调整对整体供需将起主导作用。此外,中国内地的面板厂商战略布局OLED、MiniLED、MicroLED等显示技术以及玻璃基板和其他上游显示材料领域,增强产

业链话语权。同年,电视面板厂商的格局发生较大变化,以出货面积计,京东方基本维持榜首;TCL华星由2019年的第四位升至2020年的第二位,群创升至第三位;韩国厂商战略调整,SDC跌出前三,LGD排名第五。

2020年一季度受疫情影响,面板厂、供应链及整机厂开工率不足,市场需求不旺,电视面板价格稳中有降。2020年6月开始,疫情导致居家时间延长,电视需求大增,加上零售端的库存处于低位,出口市场快速回暖,电视面板价格快速上升。另外,韩国厂商调整产品结构,以及IT面板需求增大,部分电视面板的产能转移至IT应用,导致电视面板供应减少。

2021年下半年以来,面板行业价格持续下滑。从需求端来看,在俄乌战争、海外通胀及国内新冠疫情反复的背景下,TV、PC、平板及手机等消费电子产品需求疲软,拖累面板需求。从供给端来看,主要面板厂商稼动率仍维持相对高位,中国大陆、中国台湾等地区8.5代线新建产能也将逐步释放,导致下游客户面板库存仍然较高。展望2023年,随着行业传统旺季到来,叠加供给端韩国主要厂商已经全面退出LCD市场,中国及台湾地区各主要面板厂也采取了减产措施,面板价格有望逐步回暖。

图1 近年来液晶电视面板价格走势



资料来源: Wind

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了一定压力，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较大

半导体显示行业属于高投入、高技术行业，且其下游的电视、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。

3. 未来发展

未来大尺寸液晶面板行业短期内仍将保持较旺盛的市场需求，OLED方向形成新的技术导向；伴随着物联网技术的发展、5G牌照的正式发放，中国大尺寸平板显示产业将开启更大市场，同时龙头企业的竞争优势将更加明显。

随着大尺寸显示屏生产技术的改进以及产品应用的多元化，全球TFT-LCD行业的大尺寸产品发展势头强劲，并且迅速进入广阔的消费市场，广泛应用于多种移动设备、消费性电子产品以及新兴的公共显示领域。随着韩系厂商将生产线转移至OLED方向，未来中国面板厂商在LCD领域的市场份额可能会进一步增长。由于新技术、新工艺的持续推出，技术实力较强、经营规模较大的龙头企业竞争优势将更加明显。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年1月6日，咸阳市国资委持有公司55.19%股权，国开基金持有公司44.81%股权，公司控股股东和实际控制人均为咸阳市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司是咸阳市工业金融服务基础性平台类金融控股集团，下属核心产业经营实体为彩虹股份。彩虹股份研发投入逐年提升，具备相对成熟的生产、设计及装备技术，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子公司彩虹股份，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。

彩虹股份玻璃基板的主要产品为G5、G6、G7.5和G8.5液晶玻璃基板，产品规格有0.7mm/0.5mm/0.4mm，实现了液晶玻璃基板产品全覆盖。

液晶面板方面，彩虹股份募集资金投资的G8.6液晶面板项目于2018年底达产。截至2022年9月底，G8.6液晶面板生产线产能已提升至170K/月，2021年全年生产线满载运行。

彩虹股份建设有液晶玻璃基板国家工程实验室，紧跟显示行业技术发展趋势。2019—2021年，彩虹股份研发投入分别为2.60亿元、3.08亿元和3.47亿元。2021年，液晶面板业务方面，彩虹股份申请提报专利100件以上，其中发明专利60件以上；液晶玻璃基板业务方面，彩虹股份申请提报专利649件，其中发明专利111件。

3. 人员素质

公司高层管理人员具备丰富的管理经验；员工岗位符合公司业务设置，能够满足公司发展需要。

公司现有董事、监事、总经理等高级管理人员共 11 名，公司高管人员大多在行业内从事经营和管理工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长杨隆丰先生，1972年生，研究生学历，经济学博士。历任陕西省发改委投资处副主任科员、主任科员、财金处副处长；陕西省西咸办规划协调处处长；陕西省西咸新区开发建设管理委员会规划土地环保局局长、陕西省西咸研究院副院长；中共泾阳县委书记、代县长、县长；大西安（咸阳）文化体育功能区党工委委员、管委会副主任；2020年5月起任公司党委书记、董事长。

截至 2021 年底，公司拥有员工 4523 人，其中生产人员占 57.71%，技术人员占 1.08%，销售人员占 28.50%，行政人员占 8.09%，其他人员 4.62%；从教育程度来看，公司研究生及以上学历员工占 4.49%，大学本科学历员工占 26.60%，本科以下占 68.91%。

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2月2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 2 月 20 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司已基本建立了符合现代企业制度要求的法人结构和内部组织结构，但存在董事、监事和总经理人员缺位情况。

1. 法人治理结构

公司已按照《公司法》等法律法规的规定建立了符合现代企业制度要求，较为规范的法人治理框架，完善了股东会、董事会、经营层相互制衡的管理体制；确保所有股东能够充分行使自己的权利。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司设立董事会，董事会是公司的决策机构，负责召集股东会会议以及决定公司的经营计划和投资方案等。公司董事会成员 5 人，对股东会负责，其中 4 名董事由咸阳市国资委委派，职工董事 1 名，由公司职工大会选举产生，任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事长由董事会全体成员过半数选举产生。

公司设立监事会，由 5 名监事组成，设有监事会主席 1 人，其中职工代表监事 2 人，由公司职工代表大会选举产生，其他监事由咸阳市国资委委派，任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。监事会主要职责有检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责，负责日常经营管理工作以及组织实施董事会决议。

截至本报告出具日，公司暂缺董事 1 名、监事 2 名、总经理 1 名。公司已向咸阳市国资委申请委派及任命相关人员，待获得批复后公司将及时进行工商信息变更。公司经营情况受实际控制人咸阳市国资委的监管，上述情况不影响公司治理及正常生产经营。

2. 管理水平

公司已建立起适合自身特点的管理模式和制度体系，内部管理较为完善，运作规范，为公司可持续发展提供了内部保障。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在内部管理方面建立了独立的运作体系。公司不断完善内部控

制制度,进一步强化内控规范的执行和落实,强化日常监督和专项检查的基础上,对公司的关键业务流程、关键控制环节内部控制的有效性加大监督检查力度,提高公司内部控制体系运作效率。

根据自身经营管理需要,公司分别设置了融资部、财务部和风险合规部等职能部门,各职能部门之间职责划分较为明确,在业务开展中既保持了应有的独立性,也保持了协作的顺畅。

安全生产方面,公司制定了安全管理制度,其中明确各生产经营单位总经理是生产经营单位第一安全负责人,对本单位(部门)的安全生产负全责。公司成立安全生产委员会,由各生产经营单位总经理直接领导,全面负责公司安全生产、消防安全和环保工作,制定年度安全生产与环保目标。同时也明确对员工进行安全生产教育,提高员工的安全意识和安全生产技能。

对外投资方面,公司为规范投资行为,降低投资风险,提高投资收益,制定对外投资相关规定。公司成立投资决策委员会,负责投资方向、投资战略及投资项目的最终审议决策。公司于年初拟定年度投资业务计划,报投资决策委员会核准,经董事会批准后由公司投资运营部组织实施。

资金管理方面,公司为加强资金管理,提高资金使用效率,制定资金集中管理暂行办法。规定了公司资金执行统一归集、管理、使用和拨付,公司实行统一融资,银行贷款由公司统借统还。子公司在出现现金缺口时,应先向公司提报申请,未经公司层面许可不得自行对外融资,同时对未纳入资金统一管理的子公司,公司不再提供信贷担保和资金支持。

对子公司管理方面,公司对所属全资子公司及控股公司实行财务经理委派制,委派财务人员列席派驻子公司董事会、监事会及领导班子经营会;参与拟订派驻子公司年度及中长期经营计划、方案,负责组织年度预、决算方案、资金筹措和使用方案;参与派驻子公司对外投资、产权转让、资产重组等重大决策活动;负责资金使用与调度、办理融资;对派驻子公司重大经营计划、方案的执行情况实行监督。公司委派

财务经理归属公司财务部管理。

关联交易方面,公司规定关联交易应遵循诚实信用的原则,定价方法主要以市场独立第三方的价格为准。决策程序及机制方面,公司拟进行的关联交易由公司职能部门提出议案,交由董事会决议。公司董事会审议关联交易事项时,关联董事应当回避表决,也不得代理其他董事行使表决权。除《公司章程》另有规定的事项外,董事会会议所作决议须经非关联董事过半数通过。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021 年,受益于彩虹股份 G8.6 液晶面板项目投产后产能效益逐步释放以及单位成本相应回落、产品价格上涨,公司营业收入规模大幅增长,毛利率快速提升。2022 年前三季度,液晶面板终端价格持续下滑拖累收入和综合毛利率下降明显,主业盈利受产品价格变化影响呈现宽幅波动。

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。

2019—2021 年,公司营业收入持续增长,年均复合增长 56.78%,主要系彩虹股份 G8.6 代液晶面板项目投产后产能效益逐步释放,产品价格上涨,平板业务收入规模快速增长所致。

分板块看,2019—2021 年,受益于液晶玻璃基板和液晶面板销量大幅增长,公司平板显示业务收入持续增长,2021 年实现收入 151.74 亿元,同比增长 45.23%,收入占比为 89.39%,为公司第一大收入来源;显示器业务经营较为稳定,2021 年实现收入 11.82 亿元,同比变化不大;其他业务收入持续增长,2021 年实现收入 6.19 亿元,同比增长明显,主要系 2021 年公司新增供应链业务所致。

从毛利率的情况来看,2019—2021 年,公司综合毛利率快速提升,2021 年为 27.56%,同比提升 15.35 个百分点。其中平板显示业务毛利率为 28.82%,同比提升 16.06 个百分点,主要

系液晶面板、玻璃基板生产效率提升，单线产能大幅提升，单位产品成本较上年显著降低所致；显示器业务毛利率较为稳定，2021 年为 8.54%，同比变化不大；2021 年，其他业务毛利率下滑至 32.90%，主要系新增毛利率低的供应链业务所致。

2022 年前三季度，受经济放缓、疫情反复对市场需求的抑制，液晶面板终端价格下跌，公司实现营业收入 83.74 亿元，同比下降 36.83%，综合毛利率同比大幅下滑至-18.06%。

表 2 公司 2019—2022 年前三季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1-9 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	58.60	84.86	-13.03	104.48	88.53	11.76	151.74	89.39	28.82	64.96	77.57	-25.63
显示器	9.52	13.78	8.29	11.80	10.00	8.62	11.82	6.96	8.54	5.33	6.36	10.13
其他	0.94	1.36	51.57	1.73	1.47	63.91	6.19	3.65	32.90	13.45	16.06	7.36
合计	69.06	100.00	-9.22	118.02	100.00	12.21	169.75	100.00	27.56	83.74	100.00	-18.06

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

公司平板显示业务具有较为完善的生产和技术体系。2019—2021 年，随着公司对玻璃基板产线进行升级改造、G8.6 液晶面板项目投产后产能效益逐步释放，以及产品价格上涨，公司平板显示业务收入快速提升，产品产销率均维持在高位。2022 年前三季度，受液晶面板终端价格持续下滑影响，平板显示业务当期发生大额亏损。

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。

截至 2021 年底，彩虹股份资产总计 431.48 亿元，所有者权益合计 224.62 亿元（含少数股东权益 1.38 亿元）。2021 年，彩虹股份实现营业收入 151.74 亿元，利润总额 30.44 亿元。

2021 年下半年以来，受终端市场需求萎缩影响，面板销售价格持续探底，导致彩虹股份收入及利润下滑明显。2022 年前三季度，彩虹股份实现营业收入 64.96 亿元，同比下降 47.11%；利润总额-20.59 亿元，同比下降 61.03 亿元（上年同期 40.44 亿元）。

根据彩虹股份 2022 年业绩预告，预计 2022 年年度实现归属于母公司所有者的净利

润为-25.50 亿元到-28.50 亿元；归属于母公司所有者扣除非经常性损益的净利润为-33.00 亿元到-36.00 亿元。

（1）原材料采购

原材料采购方面，彩虹股份玻璃基板的成本构成中，直接材料成本占生产成本的 60%~70%以上，原材料的价格波动是影响产品生产成本的重要因素；其次是人工成本，占 15%左右。液晶面板主要原材料有玻璃基板、彩膜、彩色滤光片、偏光板和液晶等，其中玻璃基板占比超过 30%。

彩虹股份液晶面板生产所需玻璃基板需向康宁（中国）及咸阳虹宁显示玻璃有限公司采购。2021 年，彩虹股份前五大供应商采购金额（包括设备采购等工程款）为 34.24 亿元，占当年采购总额的 29.91%，原材料采购集中度一般。玻璃基板业务原材料主要为国内采购，结算方式主要为电汇，账期约 60 天。

（2）产品生产

从技术工艺来看，玻璃基板的研发生产具有很高的技术壁垒，对设备、配方和工艺等方面都有非常高的要求。通过多年的液晶玻璃基板研发、生产和运营，在工艺方面，彩虹股份掌握了熔解、成型、切割、传输、检验、贴膜包装等

关键生产工艺，在液晶玻璃基板领域形成了较完善的自主知识产权体系。彩虹股份 TFT-LCD 液晶玻璃基板生产线主要由原料系统、熔窑系统、料道系统、成型加工系统、退火炉末端系统、后加工系统等组成。彩虹股份液晶玻璃基板主要采用溢流熔融法生产，该工艺通过一条长条型的溢流槽将熔融的玻璃液输送到溢流槽内，再利用溢流的方式，将两股向外溢流的玻璃于该溢流槽的下方再结合成超薄平板玻璃。由于溢流熔融技术只与空气接触，所以生产出的玻璃具有良好的光平面，为玻璃基板生产的主流工艺。彩虹股份是世界范围内少数几具备该工艺生产能力的玻璃基板厂商。

彩虹股份液晶面板工艺主要采用国际主流液晶面板生产技术，包括阵列的非晶硅制程技术（a-Si）、氧化物制程技术（IGZO）、铜制程技术（Cu）、GOA 技术（Gate driver On Array），彩膜的 COA 技术（Color filter On Array），成盒的 PSVA 技术（Polymer-Stabilized VA）等关键技术。其中一期 60K 采用非晶硅制程技术（a-Si），二期 60K 采用氧化物制程技术（IGZO），均使用 G8.6 玻璃基板，工艺处于国际领先水平。液晶面板主要生产设备对自控设计和精度要求都达到微电子级，主要生产设备目前依赖进口。

截至 2022 年 9 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、2 条 G8.6+（尺寸为 2300mm*2500mm）后加工生产线（冷端）以及 4 条 G8.5（尺寸为 2500*2200mm）生产线。“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。彩虹光电液晶面板一期生产线于 2017 年 12 月点亮并开始试生产，截至 2022 年底，液晶面板一二期生产线已全部转固运营，G8.6 项目产能提升至 170K/月。

生产方面，2019—2021 年，受益于 G8.6 液晶面板项目投产及扩产改造，彩虹股份液晶面板产量实现较快增长，2021 年面板产量为 1589.12 万片¹，同比增长 15.89%；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，2021 年累计生产玻璃基板 414.96 万片，同比增长 46.98%。

表 3 公司平板显示业务产量情况

（单位：万片）

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年同比增长率 (%)
玻璃基板	生产量	187.13	282.32	414.96	46.98
液晶面板	生产量	1134.10	1371.19	1589.12	15.89

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。

液晶面板主要销售客户有冠捷电子（福建）有限公司、创维数码控股有限公司和青岛海信电器股份有限公司等平板显示器及平板电视生产厂商。

结算方式上，平板显示业务下游结算主要为现金结算，结算周期不超过 90 天。

表 4 公司平板显示业务销量情况

（单位：万片）

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年同比增长率 (%)
玻璃基板	销售量	178.43	281.16	412.54	46.73
	产销率 (%)	95.35	99.59	99.42	--
液晶面板	销售量	1177.51	1399.00	1548.75	10.70
	产销率 (%)	103.83	102.03	97.46	--

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。

表 5 2021 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 (%)	毛利率同比增长
玻璃基板	7.96	75.99	32.90	16.26 个百分点
液晶面板	135.93	39.08	29.44	17.97 个百分点

资料来源: 彩虹股份年报

从销量来看, 2019—2021 年, 彩虹股份玻璃基板销售量快速增长, 2021 年玻璃基板销量 412.54 万片, 同比增长 46.73%。同期, 玻璃基板销售收入 7.96 亿元, 同比增长 75.99%。随着 G8.6 液晶面板项目扩产, 2019—2021 年, 彩虹股份液晶面板销量同样呈现快速增长态势, 2021 年液晶面板销量 1548.75 万片, 同比增长 10.70%。同期, 彩虹股份液晶面板销售收入 135.93 亿元, 同比增长 39.08%。2019—2021 年, 彩虹股份玻璃基板和液晶面板产销率均维持在高位, 2021 年分别为 97.46%和 99.42%。2021 年, 彩虹股份前五大客户销售额为 92.93 亿元, 占当年销售总额的 60.93%, 集中度较高。

根据彩虹股份 2022 年业绩预告, 2022 年, 彩虹股份的液晶面板产品产销量保持同比增长, 但由于面板价格下滑导致收入大幅度下滑, 经营业绩亏损; 液晶玻璃基板各产线整体稳定, 产品产销量及收入均保持较大幅度增长。

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, 目前国内多条产线相继建设投产, 未来将面临一定产能集中释放局面, 行业竞争或将加剧; 显示行业技术更迭较快, 该项目投运后经济效益实现情况有待观察。

3. 显示器业务

公司显示器业务客户资源优质, 产销率维持高位。

公司显示器销售业务由一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。2019—2021 年, 显示器业务分别实现收入 9.52 亿元、11.80 亿元和 11.82 亿元。2022 年 1-9 月, 公司显示器业务实现收入 5.33 亿元, 同比下降 43.12%, 主要系受疫情影响, 产品销量下滑所致。

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%。2021 年, 显示器前五大供应商采购金额 5.56 亿元, 占全部采购额的 51.44%, 集中度较高。

生产方面, 2019—2021 年末, 显示器产能无变动。截至 2021 年底, 显示器产能为 100 万台/年, 2021 年产销率为 100.00%。偏转电子计划通过银行融资的形式扩大生产线规模, 预计在 2023 年显示器产能将达 150 万台/年。上述扩产线预计资金需求 1800.00 万元, 资本投入需求规模不大。

销售方面, 偏转电子拓展国内外市场, 客户资源较为优质。2021 年, 显示器前五大客户销售金额 6.31 亿元, 占全部销售总额的 53.36%, 集中度较高。

表 6 2021 年公司显示器业务前五大客户

(单位: 亿元)

公司名称	销售金额	占比 (%)
华硕 ASUSTekComputerInc.	2.08	17.64
LENOVO.PC.HK.LTD.	1.83	15.47
威海高新大字电子有限公司	1.10	9.33
杭州海康威视科技有限公司	0.81	6.88
AcerIncorporated	0.48	4.04
合计	6.31	53.36

资料来源: 公司提供

4. 供应链业务

2021 年公司新增供应链业务, 上下游集中度很高, 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 2.00 亿元。公司本部对融信易邦银行融资进行担保。截至 2022 年 9 月底，公司本部对融信易邦在保余额为 6.05 亿元；同期，公司本部对融信易邦拆拆借款合计 600 万元。

截至 2022 年 9 月底，融信易邦资产总额为 17.54 亿元，主要为货币资金 6.69 亿元、其他应收款 7.79 亿元；负债总额 15.54 亿元，主要为短期借款 5.80 亿元、应付票据 5.19 亿元和长期借款 2.23 亿元；所有者权益合计 2.00 亿元；2022 年前三季度，融信易邦实现营业收入 11.11 亿元，利润总额 87.20 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。2021 年，铝锭收入占比为 94.87%，为公司主要贸易品种。

融信易邦主要开展国内贸易，采用以销定采、赚取上下游差价的贸易模式，与上下游同时签订购销合同，锁定利润；通过锁价模式交易，向上下游核心企业或终端客户进行采销，同时对优质核心企业给予一定的账期，通过上下游价差获取利润。贸易区域主要为陕西、河南巩义、天津及江浙地区等，2021 年，陕西地区销售收入占比为 61.40%，天津收入占比为 28.30%。

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，集中度很高。2021 年，融信易邦上游前三大供应商集中度为 97.51%，下游前三大客户集中度为 95.19%。

5. 在建项目

公司在建项目主要为子公司彩虹股份的平板显示业务在建工程。考虑到未来平板显示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。

合肥 TFT 玻璃基板项目主要为升级改造项目 G6 生产线至 G7.5 生产线，以及新增 G8.5+ 生产线项目。截至 2022 年 9 月底，该项目已投资 8.22 亿元，尚需投资 9.86 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 51.00%）负责经营。截至 2022 年 9 月底，该项目已投入 7.28 亿元，其中拿地成本 6.25 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。和樾溪谷项目已经开始预售，2022 年已实现回款 4.77 亿元，预计 2023 年实现回款 3.09 亿元。

表 7 截至 2022 年 9 月底公司主要在建项目情况

(单位：亿元)

项目名称	预计投资(合同投资额)	已投资	尚需投资
合肥 TFT 玻璃基板项目	18.08	8.22	9.86
和樾溪谷项目	8.03	7.28	0.75
合计	26.11	15.50	10.61

资料来源：公司提供

6. 经营效率

总体看，公司经营效率尚可。

从经营效率指标看，2019—2021 年，公司销售债权周转次数分别为 5.97 次、6.96 次和 6.78 次；存货周转次数分别为 8.07 次、11.76 次和 7.24 次；总资产周转次数分别为 0.15 次、0.24 次和 0.32 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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021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，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2019年，公司合并范围新增和减少各1家；2020年，合并范围新增和减少各1家；2021年，合并范围新增8家；2022年前三季度，合并范围新增2家。截至2022年9月底，公司

纳入合并范围的子公司共计52家。公司合并范围变动较小，财务可比性强。

截至2021年底，公司合并资产总额555.43亿元，所有者权益201.35亿元（含少数股东权益158.17亿元）；2021年，公司实现营业收入169.75亿元，利润总额31.45亿元。

截至2022年9月底，公司合并资产总额577.36亿元，所有者权益165.94亿元（含少数股东权益137.91亿元）；2022年1—9月，公司实现营业总收入83.74亿元，利润总额-29.74亿元。

2. 资产质量

2019—2021年末，随着平板显示业务生产线持续投入，公司资产规模保持增长，资产构成以非流动资产为主，其中固定资产占比高。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，规模较大且持续增长，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，资产质量有待提升。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长7.32%。截至2021年底，公司合并资产总额555.43亿元，较上年底增长8.56%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占42.68%，非流动资产占57.32%。公司资产结构以非流动资产为主，流动资产占比持续上升。

表 8 2019—2021 年及 2022 年 9 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 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	143.80	29.82	187.33	36.61	237.04	42.68	258.32	44.74
货币资金	60.69	42.21	83.06	44.34	109.93	46.38	133.20	51.56
其他应收款	49.06	34.12	58.74	31.36	66.83	28.19	71.18	27.55
应收账款	10.57	7.35	22.69	12.11	26.27	11.08	18.00	6.97
存货	8.99	6.25	8.63	4.61	25.34	10.69	26.90	10.41
非流动资产	338.47	70.18	324.31	63.39	318.39	57.32	319.03	55.26
在建工程	66.14	19.54	88.42	27.26	17.58	5.52	30.77	9.65
固定资产	220.57	65.17	186.55	57.52	252.52	79.31	240.74	75.46
资产总额	482.27	100.00	511.64	100.00	555.43	100.00	577.36	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2019—2021 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 28.39%。截至 2021 年底，流动资产 237.04 亿元，较上年底增长 26.54%，主要系货币资金和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 46.38%）、应收账款（占 11.08%）、其他应收款（合计）（占 28.19%）和存货（占 10.69%）构成。

2019—2021 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 34.58%。截至 2021 年底，公司货币资金 109.93 亿元，较上年底增长 32.36%，主要系彩虹股份销售回款增加所致。货币资金中有 19.98 亿元受限资金，主要为票据保证金及定期存款质押。

2019—2021 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 57.63%。截至 2021 年底，公司应收账款 26.27 亿元，较上年底增长 15.79%，主要系彩虹股份销售规模增长，应收账款相应增长所致。应收账款账龄以一年内为主，累计计提坏账 0.93 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 11.00 亿元，占比为 40.45%，集中度较高。

2019—2021 年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 16.71%。截至 2021 年底，公司其他应收款 66.83 亿元，较上年底增长 13.77%，主要系应收代垫款项增长所致。从构成看，公司其他应收款中，往来款共计 49.72 亿元，应收代垫款项 13.96 亿元，其余包括保证金、备用金等；往来款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 1.45 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 59.93 亿元，占其他应收款总额 87.78%，集中度很高。公司其他应收款规模较大且增长较快，需关注回收风险。

表 9 截至 2021 年底按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款（单位：亿元、年）

单位名称	账面余额	占其他应收款余额的比例（%）
咸阳市财政投资控股有限责任公司	26.25	38.45
咸阳市国有资产监督管理委员会	13.95	20.42
陕西秦星汽车有限责任	12.42	18.19

公司		
咸阳市国有资产投资管理建设集团有限公司	6.91	10.13
信达金融租赁有限公司	0.40	0.59
合计	55.93	87.78

资料来源：公司审计报告

2019—2021 年末，公司存货波动增长，年均复合增长 67.91%。截至 2021 年底，公司存货 25.34 亿元，较上年底增长 193.50%，主要系房地产开发产品增加及彩虹股份库存商品及原材料增长所致。存货主要由房地产开发产品、材料及库存商品构成，累计计提跌价准备 0.95 亿元。

2019—2021 年末，公司其他流动资产持续下降，年均复合下降 36.32%。截至 2021 年底，公司其他流动资产为 4.62 亿元，较上年底下降 41.70%，以增值税留抵税额和预缴税费为主。

(2) 非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续下降，年均复合下降 3.01%。截至 2021 年底，公司非流动资产 318.39 亿元，较上年底下降 1.83%，公司非流动资产主要由固定资产（占 79.31%）、在建工程（占 5.52%）和无形资产（占 7.21%）构成。

2019—2021 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 7.00%。截至 2021 年底，公司固定资产 252.52 亿元，较上年底增长 35.37%，主要系彩虹股份在建工程转固所致。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 6.91 亿元。

2019—2021 年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降 48.44%。截至 2021 年底，公司在建工程 17.58 亿元，较上年底下降 80.12%，主要系转入固定资产所致。在建工程构成为合肥 TFT 玻璃基板生产线（6.79 亿元）、8.5 代液晶基板玻璃生产线（3.73 亿元）以及其他小额在建项目，累计计提跌价准备 4.14 亿元（张家港 TFT 玻璃基板计提 2.20 亿元，合肥 TFT 玻璃基板生产线计提 1.94 亿元）。

2019—2021 年末，公司无形资产持续下降，年均复合下降 3.03%。截至 2021 年底，公司无

形资产 22.94 亿元，较上年底下降 3.21%。公司无形资产主要由土地使用权构成，累计摊销 7.72 亿元。

2019—2021 年末，公司商誉较为稳定。截至 2021 年底，公司商誉账面价值 11.82 亿元，较上年底变化不大，主要由彩虹股份商誉 9.01 亿元构成，累计计提减值准备 2.45 亿元（本期计提 0.88 亿元），主要是对彩虹（张家港）平板显示有限公司资产组进行的减值计提。公司商誉规模较大，若被投资单位经营业绩未达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额 577.36 亿元，较 2021 年底增长 3.95%，主要系在建工程增长所致。其中，流动资产占 44.74%，非流动资产占 55.26%。截至 2022 年 9 月底，公司在建工程 30.77 亿元，较 2021 年底增长 75.02%，主要系 8.5 代液晶基板玻璃生产线项目增加投入所致。公司资产结构相对均衡，资产结构较 2021 年底变化不大。

截至 2022 年 9 月底，公司受限资产规模总计 183.27 亿元，占资产总额的 31.74%。其中，受限货币资金 9.61 亿元，受限固定资产和无形资产分别为 165.63 亿元和 8.03 亿元，主要为彩虹股份用于取得借款而进行抵押的资产。

3. 资本结构

2019—2022 年 9 月末，随着公司经营规模的扩大和在建项目的持续投入，公司对外融资规模持续增加，负债和债务规模有所上升，整体债务负担较重。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

2019—2021 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 6.43%。截至 2021 年底，公司所有者权益 201.35 亿元，较上年底增长 16.04%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 21.44%，少数股东权益占比为 78.56%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 12.96%、

0.36%和 7.45%。所有者权益结构稳定性弱。

截至 2022 年 9 月底，公司所有者权益 165.94 亿元，较 2021 年底下降 17.59%，主要系未分配利润大幅下滑以及少数股东权益回落所致。

（2）负债

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 7.85%。截至 2021 年底，公司负债总额 354.08 亿元，较上年底增长 4.72%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 51.43%，非流动负债占 48.57%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 22.51%。截至 2021 年底，公司流动负债 182.10 亿元，较上年底增长 14.65%，主要系短期借款及其他应付款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 22.23%）、应付票据（占 8.65%）、应付账款（占 19.77%）、其他应付款（合计）（占 25.63%）和一年内到期的非流动负债（占 20.54%）构成。

2019—2021 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 40.77%。截至 2021 年底，公司短期借款 40.48 亿元，较上年底增长 65.66%，主要系彩虹股份和本部短期借款增长所致。其中保证借款 21.37 亿元，信用借款 11.00 亿元以及组合借款 7.00 亿元。

2019—2021 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 185.12%。截至 2021 年底，公司应付票据 15.74 亿元，较上年底增长 76.09%，主要系彩虹股份业务规模扩大所致。

2019—2021 年末，公司应付账款持续下降，年均复合下降 12.90%。截至 2021 年底，公司应付账款 36.00 亿元，较上年底下降 12.14%，主要系项目应付生产性物资及设备工程款较上年减少所致。

2019—2021 年末，公司其他应付款（合计）持续增长，年均复合增长 54.67%。截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）46.68 亿元，较上年底增长 13.29%，主要系往来款增长所致。

表 10 截至 2021 年底前五名的其他应付款

(单位: 亿元)

单位名称	账面余额
咸阳市城市建设投资控股集团有限公司	22.91
咸阳市国土资源局	5.31
咸阳市新兴投资控股集团有限公司	1.10
咸阳市汽车产业发展有限公司	0.55
咸阳高新产业发展投资有限公司	0.50
合计	30.37

资料来源: 公司审计报告

2019—2021 年末, 公司一年内到期的非流动负债波动增长, 年均复合增长 10.61%。截至 2021 年底, 公司一年内到期的非流动负债 37.40 亿元, 较上年底下降 9.99%, 主要系一年内到期的长期借款减少所致。

2019—2021 年末, 公司非流动负债持续下降, 年均复合下降 3.08%。截至 2021 年底, 公司非流动负债 171.97 亿元, 较上年底下降 4.08%, 主要系长期借款下降所致。公司非流动负债主要由长期借款(占 59.04%)、应付债券(占 15.65%)、长期应付款(合计)(占 6.82%)和其他非流动负债(占 15.76%)构成。

2019—2021 年末, 公司长期借款持续下降, 年均复合下降 7.00%。截至 2021 年底, 公司长期借款 101.53 亿元, 较上年底下降 6.31%, 主要偿还组合借款所致。长期借款主要由组合借款 71.91 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。

2019—2021 年末, 公司应付债券持续增长, 年均复合增长 128.68%。截至 2021 年底, 公司应付债券 26.91 亿元, 较上年底变化不大。

表 11 截至 2021 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	2019-06-12	5 年	4.99

20 咸金 01	2020-01-15	5 年	5.76
20 咸阳金控 PPN001	2020-11-13	5 年	9.97
XIANYANGB2306	2020-06-21	3 年	6.19
合计	--	--	26.91

资料来源: 公司审计报告

2019—2021 年末, 公司长期应付款(合计)持续下降, 年均复合下降 37.92%。截至 2021 年底, 公司长期应付款(合计) 11.73 亿元, 较上年底下降 8.56%, 主要构成为售后回租款 10.04 亿元。

2019—2021 年末, 公司其他非流动负债无变化。截至 2021 年底, 公司其他非流动负债 27.10 亿元, 为附回购约定的股权投资款。其中, 公司于 2017 年 8 月与西部信托有限公司(以下简称“西部信托”)签署了合计金额为 25.00 亿元的资金信托计划, 根据信托合同, 信托计划以货币向公司控股子公司咸阳市产业发展投资管理有限公司(以下简称“咸阳产发”)增资合计 25.00 亿元, 增资完成后, 西部信托不向咸阳产发委派董事、监事和高级管理人员, 信托计划期满后, 以回购方式实现投资回收²。

截至 2022 年 9 月底, 公司负债总额 411.42 亿元, 较 2021 年底增长 16.19%, 一方面系彩虹股份液晶面板及基板玻璃业务生产运营需要, 流动贷款增加, 另一方面系本部资金拆借及对外投资增加, 长期借款增加所致。其中, 流动负债占 50.06%, 非流动负债占 49.94%, 负债结构较 2021 年底变化不大。

有息债务方面, 2019—2021 年末, 公司全部债务持续增长, 年均复合增长 9.10%。截至 2021 年底, 公司全部债务 286.23 亿元, 较上年底增长 6.38%。债务结构方面, 截至 2021 年底, 公司短期债务占 42.15%, 长期债务占 57.85%, 结构相对均衡。从债务指标来看, 截至 2021 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 63.75%、58.70%和 45.13%, 较上年底分别下降 2.34 个百分点、2.09 个百分点和 4.82 个百分点。

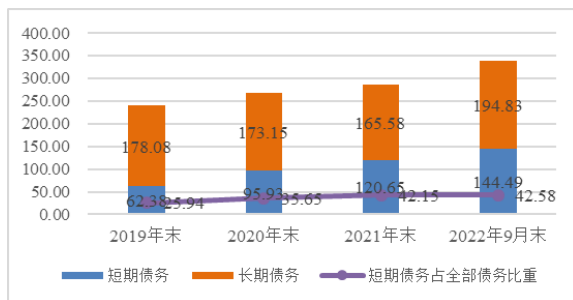
² 2022 年 6 月, 信托计划期满, 公司已按约定完成股

权回购。

截至 2022 年 9 月底，公司全部债务 339.32 亿元，较 2021 年底增长 18.55%，主要系长短期借款增长所致。债务结构方面，短期债务占 42.58%，长期债务占 57.42%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2022 年 9 月底，公司资

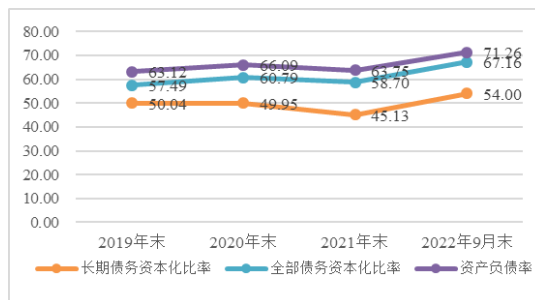
产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.26%、67.16%和 54.00%，较 2021 年底分别提高 7.51 个百分点、8.45 个百分点和 8.88 个百分点，债务负担有所加重。

图 2 2019—2021 年末及 2022 年 9 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

图 3 2019—2021 年末及 2022 年 9 月末公司债务杠杆水平



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

2019—2021 年，随着液晶面板价格回暖及产品产能效益逐步释放，公司经营业绩快速提升，主业盈利能力显著增强。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，近年来持续获得的产业相关补贴对利润总额形成有力补充。2022 年前三季度，受液晶面板价格持续下跌影响，公司业绩下滑明显并发生经营亏损。总体看，公司盈利稳定性受液晶面板产品价格波动影响大。

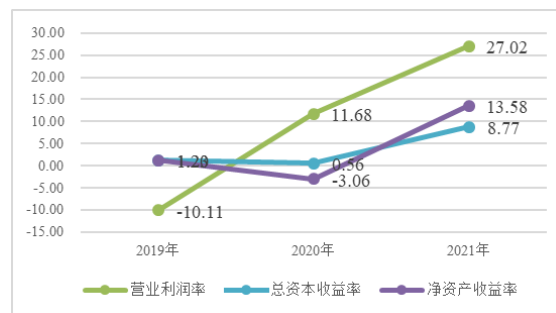
2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 56.78%。2019—2021 年，公司营业成本持续增长，年均复合增长 27.69%。2019—2021 年，公司营业利润率分别为 -10.11%、11.68% 和 27.02%。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 47.58%。2019—2021 年，公司期间费用率分别为 15.67%、18.22% 和 13.88%。2021 年期间费用为 23.57 亿元，同比增长 9.60%。其中，管理费用为 5.65 亿元，同比增长 31.26%；财务费用为 13.28 元，同比变化不大；研发费用 3.67 亿元，同比增长 10.14%。公司期间费用对利润侵蚀影响持续减弱。

非经常性损益方面，2019—2021 年，公司投

资收益分别为 1.05 亿元、0.79 亿元、0.31 亿元，持续下降，主要来自权益法核算的长期股权投资收益；其他收益分别为 21.68 亿元、11.96 亿元和 11.11 亿元，主要为政府奖励金或补助。2021 年，公司资产减值损失为 1.73 亿元，主要系对商誉减值 0.88 亿元和存货减值 0.53 亿元。

图 4 2019—2021 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，2019—2021 年，公司总资本收益率分别为 1.20%、0.56% 和 8.77%；净资产收益率分别为 1.23%、-3.06% 和 13.58%。

2022 年 1—9 月，受液晶面板业务产品价格持续下探，公司收入及利润规模同比大幅下降，实现收入 83.74 亿元，同比下降 36.83%；实现利润总额 -29.74 亿元。

5. 现金流

2019—2021 年，随着彩虹股份液晶面板销量提升，公司经营活动现金流入量快速增长，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净额影响较大。考虑到在建项目未来尚需资金投入，公司仍存在一定融资需求。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	115.10	164.33	243.59	158.19
经营活动现金流出小计	98.10	134.58	181.27	130.61
经营现金流量净额	17.01	29.76	62.32	27.58
投资活动现金流入小计	28.43	41.81	5.63	4.76
投资活动现金流出小计	71.09	70.99	47.21	41.08
投资活动现金流量净额	-42.66	-29.18	-41.58	-36.31
筹资活动前现金流量净额	-25.65	0.58	20.73	-8.73
筹资活动现金流入小计	69.39	115.80	82.85	149.35
筹资活动现金流出小计	48.03	96.92	82.38	116.06
筹资活动现金流量净额	21.37	18.88	0.47	33.29
现金收入比（%）	100.00	93.20	99.06	118.34

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021 年，受彩虹股份经营规模扩大影响，公司经营活动现金流入规模持续增长，年均复合增长 45.47%；经营活动现金流出规模亦持续增长，年均复合增长 35.94%。其中 2021 年收到和支出其他与经营活动有关的现金分别为 54.87 亿元和 55.26 亿元，主要系公司与关联企业间的往来款。2019—2021 年，公司经营活动现金净额呈现逐年增长趋势，年均复合增长 91.41%。同期，公司现金收入比波动下降，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入波动下降。2021 年流入量大幅下滑，主要系收回理财产品规模下降所致；投资活动现金流出规模年均复合下降 18.51%，2021 年流出量大幅下滑，主要系购买理财产品规模下降所致。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的资金分别为 43.06 亿元、31.72 亿元和 42.39 亿元，持续大规模资本性投入导致投资活动现金净流出规模始终较高。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-25.65 亿元、0.58 亿元和 20.73 亿元，

存在一定对外融资需求。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入规模波动增长；筹资活动现金流出规模年均复合增长 30.97%。同期，公司筹资活动现金流量净额分别为 21.37 亿元、18.88 亿元和 0.47 亿元。

2022 年 1—9 月，公司经营活动现金净流入 27.58 亿元，现金收入比为 118.34%；投资活动现金净流出 36.31 亿元；公司筹资活动现金净流入 33.29 亿元。

6. 偿债指标

2019—2021 年，公司偿债指标有所提升。公司货币资金较为充裕；下属上市子公司具备直接融资渠道，本部间接融资有待拓宽。

表 13 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期 偿债 指标	流动比率（%）	118.53	117.94	130.17
	速动比率（%）	111.12	112.50	116.26
	经营现金/流动负债（%）	14.02	18.73	34.22
	经营现金/短期债务（倍）	0.27	0.31	0.52
	现金类资产/短期债务（倍）	0.99	0.89	0.92
长期 偿债 指标	EBITDA（亿元）	24.04	24.22	71.21
	全部债务/EBITDA（倍）	10.00	11.11	4.02
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	0.11	0.22
	EBITDA/利息支出（倍）	4.88	3.02	4.57
	经营现金/利息支出（倍）	3.45	3.70	4.00

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，2019—2021 年末，公司流动比率波动增长；速动比率持续增长。公司流动资产对流动负债的保障程度较好。2019—2021 年，公司经营现金流动负债比率分别为 14.02%、18.73% 和 34.22%。2019—2021 年，公司现金类资产对短期债务的保障程度尚可。截至 2022 年 9 月底，公司流动比率与速动比率分别为 125.43% 和 112.37%；公司现金短期债务比为 0.93 倍。整体看，公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 持续增长；EBITDA 对利息的覆盖程度较高；2021 年，EBITDA 对全部债务的覆盖能力显著改善；经营现金/利息支出分别为 3.45 倍、

3.70倍和4.00倍。整体看，公司长期债务偿债指标表现良好。

截至2022年9月底，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357.27亿元，尚未使用额度为58.22亿元，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2022年9月底，公司本部对外担保共计23.28亿元；子公司咸阳市企业融资担保有限公司对外担保3.04亿元。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，区域集中度高，存在一定或有负债风险。

表14 截至2022年9月底本部对外担保情况
(单位：万元)

被担保单位	担保余额	企业性质	担保到期日
咸阳市城市建设投资控股集团有限公司	25,000.00	国有企业	2025-5-30
	46,890.00	国有企业	2023-12-9
	4,875.00	国有企业	2023-1-28
	5,100.00	国有企业	2023-6-17
	5,420.00	国有企业	2024-6-29
	8,290.00	国有企业	2024-7-22
	5,520.00	国有企业	2024-7-8
	4,400.00	国有企业	2024-7-29
	3,060.00	国有企业	2024-7-15
	1,010.00	国有企业	2024-6-30
	12,290.00	国有企业	2024-8-5
	8,770.00	国有企业	2024-8-5
	5,750.00	国有企业	2024-8-19
	910.00	国有企业	2024-8-26
	7,450.00	国有企业	2024-6-30
	3,140.00	国有企业	2024-6-10
	1,890.00	国有企业	2024-7-8
	1,780.00	国有企业	2024-6-24
	610.00	国有企业	2024-6-17
咸阳高科建设开发有限责任公司	2,130.00	国有企业	2024-4-1
	2,000.00	国有企业	2023-6-30
	1,870.00	国有企业	2024-4-8
	1,750.00	国有企业	2023-7-22
	1,660.00	国有企业	2024-7-8
	1,580.00	国有企业	2023-7-8
	1,400.00	国有企业	2023-6-24
	1,360.00	国有企业	2024-6-24

	1,220.00	国有企业	2024-2-11
	700.00	国有企业	2023-7-29
	700.00	国有企业	2024-7-22
	610.00	国有企业	2024-6-10
	560.00	国有企业	2024-7-29
	350.00	国有企业	2024-6-30
	300.00	国有企业	2024-3-11
	2,130.00	国有企业	2024-4-15
咸阳纺织集团有限公司	14,062.50	国有企业	2026-4-2
	13,000.00	国有企业	2023-7-14
	6,848.62	国有企业	2024-6-15
	900.00	国有企业	2023-5-21
	4,000.00	国有企业	2023-1-3
	5,000.00	国有企业	2023-9-3
	1,500.00	国有企业	2023-5-30
咸阳市新兴投资控股集团有限公司	3,000.00	国有企业	2025-6-15
咸阳市公共交通集团公司	5,472.97	国有企业	2025-9-23
咸阳市汽车产业发展有限公司	2,800.00	国有企业	2023-6-21
	1,500.00	国有企业	2023-6-27
	1,000.00	国有企业	2023-6-27
一四五医院	1,690.09	事业单位	2026-8-5
	1,000.00	事业单位	2022-10-26
	500.00	事业单位	2022-9-27
合计	232819.18	--	--

资料来源：公司提供

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部债务持续增长，主要用于向咸阳市国有企业提供拆借款，债务负担有所加重。本部资产以其他应收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2021年底，公司本部资产总额183.07亿元，较上年底增长6.65%。其中，流动资产72.06亿元（占比39.36%），非流动资产111.01亿元（占比60.64%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占7.04%）和其他应收款（合计）（占92.84%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占97.26%）构成，其中对彩虹股份的股权投资为75.00亿元。截至2021年底，公司本部货币资金为5.07亿元，其他应收款66.89亿元，主要构成为对咸阳市区域内国有企业往来款。本部对外往来款规模大，需关注回收风险。

表 15 截至 2021 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	26.25	往来款
陕西秦星汽车有限责任公司	12.42	往来款
彩虹显示器件股份有限公司	3.00	往来款
咸阳市国有资产监督管理委员会	13.95	往来款
陕西沃德新能源汽车有限公司	1.85	往来款
合计	57.46	--

资料来源: 公司提供

截至 2021 年底, 公司本部负债总额 142.81 亿元, 较上年底增长 7.94%。其中, 流动负债 93.78 亿元 (占比 65.67%), 非流动负债 49.03 亿元 (占比 34.33%)。从构成看, 流动负债主要由短期借款 (占 8.56%)、其他应付款 (合计) (占 79.97%) 和一年内到期的非流动负债 (占 11.32%) 构成; 非流动负债主要由长期借款 (占 20.29%)、应付债券 (占 54.88%) 和长期应付款 (合计) (占 24.82%) 构成。

表 16 截至 2021 年底本部前五名的其他应付款 (单位: 亿元)

单位名称	账面余额
咸阳市产业发展投资管理有限公司	34.99
咸阳市城市建设投资控股集团有限公司	22.91
咸阳市企业融资担保有限公司	7.40
咸阳市新兴投资控股集团有限公司	1.10
咸阳纺织集团有限公司	0.30
合计	66.70

资料来源: 公司审计报告

截至 2021 年底, 公司本部所有者权益为 40.26 亿元, 较上年底增长 2.31%。

截至 2021 年底, 本部全部债务 117.58 亿元。其中, 短期债务占 60.11%, 长期债务占 39.89%; 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 78.01%、53.81% 和 74.49%。

2021 年, 公司本部实现营业收入 0.06 亿元; 期间费用以财务费用 8.76 亿元为主; 其他收益为 10.00 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 0.86 亿元。

现金流方面, 2021 年, 公司本部经营活动实现现金流入 65.23 亿元, 主要为收到其他与经营活动有关的现金; 经营活动现金流出 70.43 亿元, 以支付其他与经营活动有关的现金为主; 本部经营活动现金流量净额为-5.19 亿元。2021 年, 公司本部投资现金流入活动规模小, 投资活动产生的现金流量净额为-3.37 亿元, 主要为投资支出的现金 2.87 亿元; 2021 年, 公司本部筹资活动产生的现金流量净额为 6.47 亿元。其中筹资活动现金流入 27.65 亿元, 主要为取得借款收到的现金 19.00 亿元。筹资活动现金流出 21.18 亿元, 其中偿还债务支出的现金 8.79 亿元和支付其他与筹资活动有关的现金 9.25 亿元。

截至 2022 年 9 月底, 公司本部资产总额 202.38 亿元, 所有者权益为 33.19 亿元, 负债总额 169.19 亿元; 本部资产负债率 83.60%; 全部债务 130.40 亿元, 全部债务资本化比率 79.71%。2022 年 1—9 月, 本部营业总收入 0.18 亿元, 利润总额-8.50 亿元, 投资收益 0.01 亿元; 2022 年 1—9 月, 公司本部经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 11.99 亿元、-1.36 亿元和-2.00 亿元。

九、外部支持

公司作为咸阳市重要平台企业, 咸阳市国资委对公司持续进行财政补贴, 股东支持力度大。

2019—2021 年, 公司作为咸阳市工业金融服务基础性平台类金融控股集团, 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。

2019 年, 咸阳市政府给予彩虹股份地方奖励性补贴等 18.76 亿元, 公司本部收到财政贴息、专项补助资金及政府补助等 2.92 亿元; 2020 年, 咸阳市国资委拨付公司本部专项补贴资金 11.00 亿元, 用于工业产业项目建设; 2021 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 10.00 亿元, 彩虹股份地方奖励性补贴等 1.03 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108,884,454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、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券的发行对公司债务影响较小，公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后的长期债务保障能力较强。本期公司债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期公司债券本息偿付的安全性。

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期公司债券发行总额不超过4亿元(含4亿元)。按发行金额上限4亿元测算，本期公司债券分别占2021年底公司长期债务和全部债务的2.42%和1.40%，对公司现有债务规模影响较小。考虑到本期公司债券募集资金拟全部用于偿还到期债务，本期公司债券发行后对公司债务负担影响不大。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2021年，公司经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为243.59亿元和63.32亿元，分别为本期公司债券发行后长期债务(169.58亿元)的1.44倍和0.37倍。2021年，公司EBITDA为71.21亿元，本期公司债券发行后长期债务为EBITDA的2.38倍。

表 17 本期公司债券偿还能力测算

项目	2021年
发行后长期债务*(亿元)	169.58
经营现金流入/发行后长期债务(倍)	1.44
经营现金/发行后长期债务(倍)	0.37
发行后长期债务/EBITDA(倍)	2.38

注：发行后长期债务为将本期公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 债券条款及增信措施分析

本期公司债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三峡担保设立于重庆，是全国性的大型担保机构之一。三峡担保资本实力很强，截至2021年末，三峡担保实收资本48.30亿元，所有者权益66.85亿元，行业排名靠前。

三峡担保业务范围覆盖全国。近年来，三峡担保坚持“政策性目标、市场化运作”的原则，担保规模在全国同行业中位居前列，同时，依托股东的支持，三峡担保在重庆市具有很强的区域竞争优势；三峡担保担保规模在全国同行业中位居前列，截至2021年末，三峡担保期末担保余额为901.12亿元。三峡担保与多家政策性银行、国有银行、股份制商业银行和地方性商业银行建立了合作关系，截至2021年末，前十大银行授信总额327.00亿元，其中已使用授信128.70亿元，融资渠道畅通。

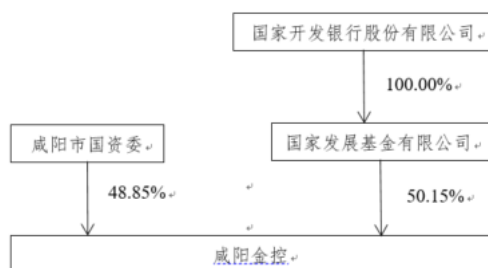
经联合资信评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

本期公司债券担保金额为不超过4.00亿元，占三峡担保2021年底所有者权益总额的5.98%，所占比例很低；截至2021年底，三峡担保的净资本为26.69亿元，对担保金额的覆盖程度高。

十一、结论

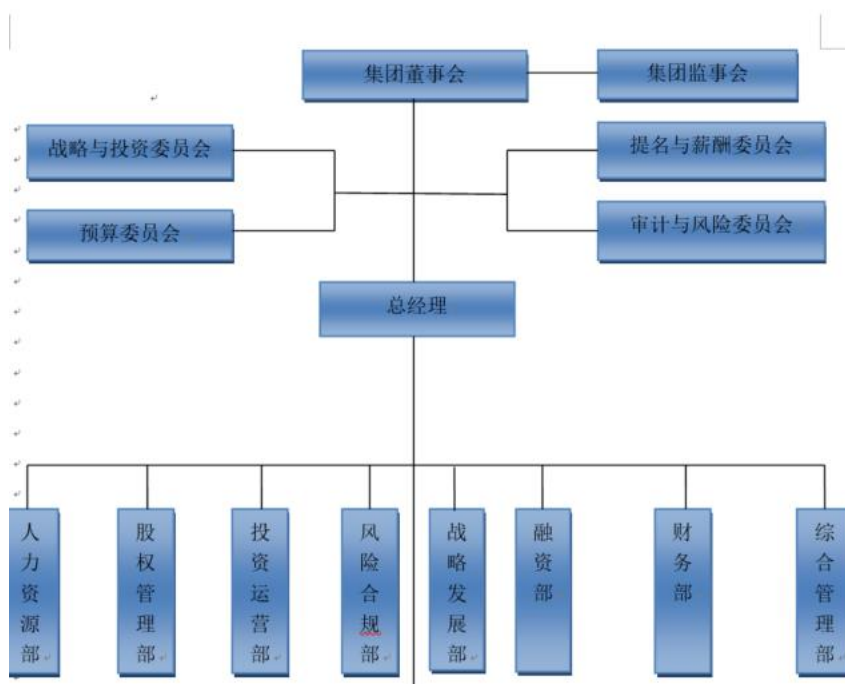
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA，本期公司债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 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 9 月底公司组织架构图



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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	61.47	85.67	110.47	134.30
资产总额（亿元）	482.27	511.64	555.43	577.36
所有者权益（亿元）	177.77	173.52	201.35	165.94
短期债务（亿元）	62.38	95.93	120.65	144.49
长期债务（亿元）	178.08	173.15	165.58	194.83
全部债务（亿元）	240.46	269.07	286.23	339.32
营业总收入（亿元）	69.06	118.02	169.75	83.74
利润总额（亿元）	1.52	-5.20	31.45	-29.74
EBITDA（亿元）	24.04	24.22	71.21	--
经营性净现金流（亿元）	17.01	29.76	62.32	27.58
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.97	6.96	6.78	--
存货周转次数（次）	8.07	11.76	7.24	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.24	0.32	--
现金收入比（%）	100.00	93.20	99.06	118.34
营业利润率（%）	-10.11	11.68	27.02	-18.76
总资本收益率（%）	1.20	0.56	8.77	--
净资产收益率（%）	1.23	-3.06	13.58	--
长期债务资本化比率（%）	50.04	49.95	45.13	54.00
全部债务资本化比率（%）	57.49	60.79	58.70	67.16
资产负债率（%）	63.12	66.09	63.75	71.26
流动比率（%）	118.53	117.94	130.17	125.43
速动比率（%）	111.12	112.50	116.26	112.37
经营现金流动负债比（%）	14.02	18.73	34.22	--
现金短期债务比（倍）	0.99	0.89	0.92	0.93
EBITDA 利息倍数（倍）	4.88	3.02	4.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.00	11.11	4.02	--

注：1. 公司 2022 年前三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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.74	6.76	5.09	13.83
资产总额（亿元）	143.76	171.66	183.07	202.38
所有者权益（亿元）	35.43	39.35	40.26	33.19
短期债务（亿元）	16.83	37.77	70.68	51.34
长期债务（亿元）	58.54	62.72	46.90	79.06
全部债务（亿元）	75.37	100.49	117.58	130.40
营业总收入（亿元）	0.09	0.44	0.06	0.18
利润总额（亿元）	2.26	4.04	0.86	-8.50
EBITDA（亿元）	2.26	4.04	0.86	--
经营性净现金流（亿元）	0.32	-9.81	-5.19	11.99
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	51.85	--
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（%）	0.00	55.46	106.00	67.14
营业利润率（%）	88.12	94.61	80.66	94.93
总资本收益率（%）	2.16	2.82	0.59	--
净资产收益率（%）	6.74	10.01	2.32	--
长期债务资本化比率（%）	62.29	61.45	53.81	70.43
全部债务资本化比率（%）	68.02	71.86	74.49	79.71
资产负债率（%）	75.35	77.07	78.01	83.60
流动比率（%）	77.63	69.38	76.83	100.66
速动比率（%）	77.63	69.38	76.83	100.66
经营现金流动负债比（%）	0.66	-10.68	-5.54	--
现金短期债务比（倍）	0.04	0.18	0.07	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	33.33	24.87	137.05	--

注：1. 公司 2022 年前三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；2019 及 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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(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

联合资信评估股份有限公司关于 咸阳金融控股集团有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

咸阳金融控股集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。