

# 信用等级公告

联合[2019] 263 号

---

联合资信评估有限公司通过对山西能源交通投资有限公司及其拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定山西能源交通投资有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，山西能源交通投资有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一九年一月三十一日



# 山西能源交通投资有限公司

## 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

本期中期票据信用等级: AA<sup>+</sup>

评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 基础发行规模 10 亿元,  
发行金额上限 18 亿元

本期中期票据期限: 3+2 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

募集资金用途: 补充流动资金和偿还到期债务

评级时间: 2019 年 1 月 31 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	119.77	142.28	139.39	214.18
资产总额(亿元)	779.27	851.06	911.92	1042.32
所有者权益(亿元)	217.67	248.13	265.03	267.56
短期债务(亿元)	73.23	161.48	134.49	197.54
长期债务(亿元)	380.35	324.30	390.43	433.49
全部债务(亿元)	453.58	485.78	524.92	631.02
营业收入(亿元)	212.54	217.25	256.03	186.13
利润总额(亿元)	2.20	1.64	2.11	1.58
EBITDA(亿元)	50.12	41.98	39.76	--
经营性净现金流(亿元)	11.11	7.64	9.70	21.49
营业利润率(%)	5.69	5.14	5.62	5.49
净资产收益率(%)	0.79	0.51	0.34	--
资产负债率(%)	72.07	70.84	70.94	74.33
全部债务资本化比率(%)	67.57	66.19	66.45	70.22
流动比率(%)	165.38	119.33	127.47	130.55
经营现金流流动负债比(%)	6.40	2.84	3.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.16	1.14	1.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.05	11.57	13.20	--

注: 1.其他应付款中有息部分到期日在一年以内的计入短期债务, 到期日在一年以上的计入长期债务; 其他流动负债中有息部分计入短期债务; 长期应付款中有息部分计入长期债务。

2.公司 2018 年前三季度合并报表未经审计。

### 分析师

张依 马玉丹

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

### 评级观点

山西能源交通投资有限公司(以下简称“公司”)是山西省人民政府批准并出资设立的省属国有大型企业, 承担山西省政府赋予的代表山西省与中国铁路总公司合资新建省级铁路项目出资人职责。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司外部发展环境良好且在政府支持及区域竞争实力等方面具备优势。同时, 联合资信也关注到, 公司债务负担较重, 整体盈利能力弱, 存在一定或有负债风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

“十三五”期间, 山西省计划打造覆盖全省的综合交通网络, 加快构建大能力运输通道, 加大土地综合开发力度, 提高铁路利用率和铁路经济效益, 为公司提供了广阔的发展空间。未来, 公司将在积极完成合资铁路投资任务的同时, 着力建设物流旗舰企业集团, 培育高新技术产业群, 为公司可持续发展奠定基础。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很高。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 山西是中国煤炭能源生产及输出大省, 2017 年以来, 山西省地方经济增速回升, 财政实力持续增强, 公司外部发展环境良好。
2. 公司是山西省唯一的地方省级铁路投资建设与运输企业, 公司运营管理铁路专用线在山西省内运力及区位优势显著, 公路运输领域行业地位突出, 具备较强的竞争实力。

3. 公司参与投资山西省内国家重点铁路项目建设工作，并持续得到山西省政府在政府补助、项目资本金和政府债转贷资金拨付等方面的大力支持。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很高。

#### 关注

1. 公司债务规模快速增长，债务负担较重，2020 年面临较大集中兑付压力；未来持续参与省内铁路建设项目，存在较大筹资压力。
2. 公司主业盈利空间小，期间费用对利润侵蚀明显，公司整体盈利能力弱。
3. 公司对外担保企业主要集中在煤炭行业，存在一定行业集中风险，且部分企业被列入法院失信执行人名单，公司存在一定或有债务风险。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由山西能源交通投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 山西能源交通投资有限公司

## 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

山西能源交通投资有限公司（以下简称“公司”）系经山西省人民政府“晋政函【2009】91号”文件批准于2009年9月16日成立的国有独资公司，山西省人民政府授权山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）履行出资人职责，对公司的国有资产实施监管。公司初始注册资本60亿元，其中30亿元由山西省人民政府通过财政资金注资，另外30亿元由公司先行发行等额信托产品并将募集资金拆借给山西省国资委再作为注册资本金注入公司。根据山西省人民政府【2009】32次常务会议纪要精神、山西省财政厅“晋财建【2009】500号”、“晋财建【2009】501号”、“晋财建【2009】28号”文件，山西省财政厅同意公司委托中国银行发行信托资金理财计划（期限1年），以信托方式筹集30亿元注册资金，用于山西省铁路项目建设（该信托产品已由公司清偿）。2010~2012年，山西省国资委通过划拨国有资产、土地出让金返还及注入项目资本金等方式陆续冲抵公司其他应收款挂账，将上述30亿元资本金夯实。2010年7月14日，山西省国资委通过财政资金向公司注资3.30亿元，公司注册资本增加至63.3亿元。2017年8月18日，根据山西省人民政府《关于同意成立山西省国有资本投资运营有限公司的批复》（晋政函【2017】80号）及山西省国资委《关于将持有的省属22户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国资发【2017】35号）文件，公司控股股东由山西省国资委变更为山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”）。截至2018年9月底，公司注册资本和实收资本为63.30亿元，山西国投持有公司100%股权，山西省国资委系

公司实际控制人。

公司经营范围：铁路、交通基础设施及能源项目的投资和资产管理；铁路沿线货物仓储设施的建设与经营；政府划拨资产的管理和运营；房地产开发。（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2018年9月底，公司本部设党群工作部、纪委（监察）办公室、董事会秘书处、综合管理部、人力资源部、财务部、法律审计部、战略规划部、资本运营部、经营管理部、投资管理部、安全生产监督管理局、信息化管理部共13个职能部门，合并范围内共有14家二级子公司。

截至2017年底，公司资产总额911.92亿元，所有者权益265.03亿元（含少数股东权益23.66亿元）；2017年，公司实现营业收入256.03亿元，利润总额2.11亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额1042.32亿元，所有者权益267.56亿元（含少数股东权益26.89亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入186.13亿元，利润总额1.58亿元。

公司注册地址：太原市万柏林区长风西街1号丽华大厦A座15-16层；法定代表人：武强。

### 二、本期中期票据概况

公司计划于2019年注册总金额为18亿元的中期票据，本期计划在注册额度内发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模10亿元，发行金额上限18亿元，其中8亿元用于补充公司本部及子公司流动资金，10亿元用于偿还公司到期债务。本期中期票据期限为3+2年，第三个计息年度末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期中期票据每年付息一次，到期一次还本。

### 三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1~6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济

转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1~6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新

兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 铁路投资建设行业

###### （1）行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

根据国家铁路局发布的《2017年铁道统计公报》，2017年全国铁路旅客发送量完成30.84亿人，比上年增加2.70亿人，增长9.6%；全国铁路旅客周转量完成13456.92亿人公里，比上年增加877.63亿人公里，增长7.0%。2017年全国铁路货运总发送量完成36.89亿吨，比上年增加3.57亿吨，增长10.7%；全国铁路货运总周转量完成26962.20亿吨公里，比上年增加3169.94亿吨公里，增长13.3%。从铁路建设方面看，2017年，全国铁路行业固定资产投资完成8010亿元，其中国家铁路完成7606亿元；新开工项目35个，新增投资规模3560亿元。

根据国家铁路局发布的《2018年6月份全国铁路主要指标完成情况》，2018年1~6月，全国铁路旅客发送量完成16.18亿人，同比增长8.0%；旅客周转量完成6868.23亿人公里，同比增长4.1%；货运总发送量完成19.58亿吨，同比增长7.7%；货运总周转量完成13880.54亿吨公里，同比增长5.5%。2018年1~6月，全国铁路固定资产投资完成3127.12亿元，同比增长0.1%。

###### （2）运输价格调整

目前中国铁路货运价格调整幅度主要参照上年综合运输成本及盈亏情况。近年来，为弥补因成品油价格调整而增加的铁路运输成本，国家发展与改革委员会分别于2011年4月、2012年5月、2013年2月、2014年2月和2015年1月出台了相关文件调整铁路货运

价格。

依据《中国铁路总公司关于调整煤炭运价有关事项的通知》，自 2016 年 2 月 4 日起，中国铁路总公司对全路实行统一运价的营业线的整车煤运输，基价每吨公里下调 1 分，即：洗精煤的基价由每吨公里 10.3 分降为 9.3 分；原煤及其他煤炭的基价由每吨公里 9.8 分降为 8.8 分。2016 年 10 月 10 日，受四季度取暖季煤炭需求增加影响，多地铁路局（包括太原铁路局、郑州铁路局、乌鲁木齐铁路局、西安铁路局等）对货运价格均有不同幅度的提价。近十年来，铁路货运价格基本每年调整一次，经过 12 次运价上调之后，2016 年第一次下调，幅度为 10%。考虑到铁路货运价格已经转变为政府指导价，并且设置了上下浮机制，可由运输企业根据市场运营情况调节。

依据国家发展改革委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，决定扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，并自 2018 年 1 月 1 日起执行。通知明确，铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。铁路货运价格已经开始尝试由政府指导价向运输企业市场化自主定价转变。铁总和下属的铁路局在经营上有了更大的自主权，货运价格在逐步朝市场化靠拢。

客运方面，2016 年 2 月国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，对在中央管理企业全资及控投铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定。制定公布票价应当在售票前对外公告，调整公布票价应当提前 30 天对外公告。2017 年 4 月起，中国铁路总公司对东南沿海高铁开行的时速 200 公里至 250 公

里动车组列车的公布票价进行优化调整，沪杭、杭甬段时速 300 公里高铁动车组票价不在调整范围。从上限票价来看，二等座涨幅在 25%~30% 区间，一等座涨幅在 65%~70% 区间。同时，具体票价将根据季节、客流的变化，依据市场供求关系制定。为适应新形势下加强垄断行业监管的新要求，2017 年底国家发展改革委修订了《政府制定价格成本监审办法》，加强垄断行业监管，规范成本监审行为，标志着政府成本监管进入科学监管、制度监管的新阶段，必将对健全政府定价规则、提升政府制定价格的科学性、透彻度发挥重要作用。综合看来，短期内铁路客运主要以提高运输能力运营效率、增加客运量为主要任务，整体票价水平将保持相对稳定，未来还有较大上升空间。

### （3）铁路投融资改革

2015 年 7 月 30 日，发改委、财政部、国土部、银监会、国家铁路局联合发布《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》提出，全面放开铁路投资与运营市场，推进投融资方式多样化，完善社会资本投资的实施机制，进一步改善社会资本投资环境，加大对社会资本投资的政策支持。

2015 年 8 月 11 日，济青高铁先期工程青阳隧道破土动工，这标志着济青高铁工程建设正式开工。济青高铁项目由山东省、中国铁路总公司分别出资 80%、20%，是国内第一条由地方为主导投资建设的高速铁路。为缓解济青高铁建设资金压力，山东大力开拓融资渠道，先后引进了中建公司、中车四方、新加坡淡马锡公司等境内外投资者。截至 7 月份，社会投资已达 40 亿元，占到项目资本金总额的六分之一。

2015 年 9 月 7 日，铁路总公司出台《中国铁路总公司关于规范非控股合资铁路建设项目管理的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）。铁总不再要求对项目绝对控股，而是由各方出资人或其授权的出资人代表依法



组建铁路建设项目合资公司。项目公司作为铁路建设项目法人，对铁路建设项目的策划、前期工作、资金筹集、建设管理、运输经营、还本付息、资产保值增值全过程负责。这无疑对民资有着巨大的吸引力，项目公司可根据需要依法决策项目建设管理方式，既可委托铁路局或铁路专业管理机构代建，也可由项目公司自行组织建设，充分保证了投资人的权利。此外，对于合资铁路项目建成后的运输方式，《指导意见》给出了较大选择空间，可委托铁路运输企业进行运输管理，以发挥铁路运输企业的专业管理优势，提高运输效率；也可由项目公司自管自营，铁路总公司在列车运行图编制、运输组织等方面给予支持，投资人的话语权得到了充分保护，有利于提高民资的积极性。

2016年12月，中央经济工作会议首次将铁路纳入混改重点领域，2017年铁路改革持续推进，并取得实质性进展，主要在铁路土地开发和公司制改革方面。铁路土地开发方面，2017年8月铁总公司分别委托上海联合产权交易所、北京联合产权交易所举办铁路土地综合开发项目推介会，铁路土地开发迈出实质性的一步，铁路土地开发将逐渐规范化和常态化。公司制改革方面，2017年11月铁路总公司所属的18个铁路局均已完成公司制改革工商变更登记，2018年起全面按照新的体制机制运行。在组织机构改革上，机关部门、内设机构、定员编制分别精简10.3%、26.6%和8.1%；运输业劳动生产率和职工工资收入稳步增长。

同年，为彻底落实《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》和《中长期铁路网规划》及铁路改革发展的要求，国家发展改革委员会、交通运输部、国家铁路局和铁路总公司联合印发实施《铁路“十三五”发展规划》。推进投融资体制改革，实施分类分层建设新模式，杭绍台等项目吸引社会投资建设取得新进展。强化建设为运输服务的理念，提高项目前期工作质量，有序推进项目组织实施，加大运

输部门介入力度，保证铁路重点工程顺利推进。改革建设管理体制，整合建设管理力量，质量安全监管责任得到进一步明确和落实。坚持对工程质量安全问题“零容忍”，实施质量安全红线管理，加强施工过程控制和监督检查，严肃进行了追责问责。

## 2. 大宗商品贸易行业

### (1) 行业概况

大宗商品具有交易量巨大、同质化程度强、流通性强、价格波动受供需状况影响显著等特征，且可设计为期货、期权作为金融工具，更好的实现价格发现功能并规避价格波动风险。现阶段，大宗商品市场与国家的经济发展呈现出密切的关系。近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。2016年，中国出台一系列供给侧改革政策，随着去产能政策的实施，主要大宗商品价格回暖，部分贸易品种量价齐升，国内贸易有所复苏。2017年，在供给侧结构性改革的持续推进下，大宗商品价格普遍有较大幅度上涨。据中国大宗商品研究中心数据，2017年，大宗商品价格环比上升的商品共138种，集中在化工板块（共59种）和有色板块（共16种），涨幅在5%以上的商品主要集中在化工板块；环比下降的商品共47种，集中在化工（共13种）和农副（共11种），跌幅在5%以上的商品亦主要集中在化工板块。

具体来看，2017年，中国基建投资额维持了13.86%的增速，同比呈现小幅下降态势；固定资产投资额增速虽有所放缓，仍保持较大规模；房地产开发投资规模增速较上年基本持平，下游投资规模的稳定发展对大宗商品生产资料的需求提供一定支撑，加之主要大宗商品延续了2016年供给侧结构改革以及居民消费意愿的回升，均一定程度上拉动内贸市场的发展。从生产资料市场运行情况来看，2017年全年生产资料销售总额达到67.3万亿元，可比价同比增长5.3%，较上年同期收窄2个百分点。受供

需关系影响与成本增加推动，生产资料市场价格呈现波动上扬态势，从全年走势来看，大宗商品价格总指数、钢铁类指数、矿产类指数和有色类指数受阶段性供需错配影响均呈现不同程度 V 字形走势，说明国内大宗商品仍面临较大的价格波动风险。

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型、产能优化、促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

### (2) 行业政策

继2015年在江苏省、浙江省、吉林省、北京市、天津市等多个省、市、自治区出台相应的管理办法和实施细则的基础上，对大宗商品市场的整顿行动还在持续，监管力度不断加强。以上海为例，在推动内贸流通体制改革发展综合试点的过程中，通过改革市场准入制度和退出机制，加强商贸流通标准化建设、健全流通关键领域法规规章，推动建立适应内贸流通创新发展、覆盖流通全过程的市场规则体系。加强市场建设方面，部分省市以健全跨境电子商务的监管服务体系或依托当地资源优势的大宗商品电子商务平台为发展重点。总体来看，未来大宗商品行业发展将更加有序规范。

围绕流通升级战略，《国内贸易流通“十三五”发展规划》（以下简称“《规划》”）提出了消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，积极推进流通创新发展。《规划》全面总结了“十二五”期间内贸流通发展取得的显著成就，分析了“十三五”期间内贸流通发展面临的机遇和挑战，并根据对流通发展趋势的研判，提出了流通升级战略，消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，9项主要任务和17个重点项目，对于完善内贸流通体制机制，建设法治化营商

环境，加快构建现代流通体系，推动从流通大国向流通强国转变具有重要意义。

### 3. 区域经济环境

山西省是典型的资源依赖型经济，作为中国重要的能源大省，省内拥有丰富的煤炭、铝土、铁等自然资源，同时，山西省地处中西部能源经济圈的中心，是蒙西、陕北、宁夏煤炭的主要运输通道，拥有四条西气东输主干管道穿越省境，也是煤炭能源输出大省，其交通网络承担着全国60%以上的煤炭外运任务，并以铁路运输和公路运输为主。货物运输以煤炭为主，铁路运输的煤炭与其他货物比例为8:2，全省铁路货运总量和煤炭运量均居全国第一位。

近年来，山西省在推动传统以煤炭为主的资源型经济转型的同时，大力培育文化旅游、装备制造、新材料、新能源、节能环保、食品医药、现代服务业等七大产业。2017年第三产业增加值8013.90亿元，同比增长7.8%，占比近53.5%，山西省地区经济增速有所提高。

2015~2017年，山西省地方经济增速逐年上升，但经济规模持续在全国31个省份中排名靠后。2015~2016年，公共财政收入、全社会固定资产投资等主要经济指标增速均处于较低水平。山西省是中国重要的煤炭能源生产及输出大省，经济结构难以在短期内得到有效调整，产业结构调整的压力较大。2016年以来，受煤炭供给侧改革及下游市场需求改善的双重影响，山西省地方经济增速有所回升。2017年，地区生产总值为14973.50亿元，同比增长7.0%，高于全国同期增速0.1个百分点。

表1 山西省主要经济指标

项目	2015年	2016年	2017年
地区生产总值（亿元）	12802.60	12928.30	14973.50
人均地区生产总值（元）	35018.00	35199.00	40557.00
规模以上工业增加值（亿元）	--	--	1412.00
全社会固定资产投资（亿元）	14137.20	14285.00	6140.90

社会消费品零售总额（亿元）	6030.00	6480.50	6918.10
---------------	---------	---------	---------

资料来源：2015~2017年山西省国民经济和社会发展公报

注：2017年国家统计局确定山西为投资统计改革试点省份，固定资产投资额的统计方法由原来的以形象进度法为主改为以财务支出法为主；如以同样的方法对同期基数进行统计，2017年山西省全社会固定资产投资同比增长6.2%。

铁路运输方面，2015~2017年，山西省铁路客运量及铁路旅客周转量均呈增长趋势，2017年分别为7664.00万人及223.29亿人公里；2015~2016年受煤炭行业不景气等宏观因素影响，铁路货运量有所下降，该趋势在2017年得以好转，2017年，山西省实现铁路货运量和铁路货运周转量74616.00万吨和2426.27亿吨公里，同比分别增长15.04%和14.81%；2017年底，山西省铁路营业里程达5316.82公里。公路运输方面，2015~2017年，山西省公路货运量及公路货运周转量均呈增长趋势，2017年分别为114880万吨和1758.66亿吨公里，同比分别增长12.41%和21.11%；受多元化出行方式分流影响，2015~2017年山西省经营性公路客运量呈快速下降趋势，同比降幅分别为18.48%、15.32%和7.32%。2017年底，山西省公路里程达142855公里，其中高速公路5335公里，一级公路2638公里。

表2 山西省主要运输指标

项目	指标	2015年	2016年	2017年
铁路	铁路客运量（万人）	7417.66	7529.69	7664.00
	铁路旅客周转量（亿人公里）	215.42	219.31	223.29
	铁路货运量（万吨）	70509.00	64861.01	74616.00
	铁路货物周转量（亿吨公里）	2063.73	2113.32	2426.27
公路	公路客运量（万人）	22085.00	18701.85	17333.00
	公路旅客周转量（亿人公里）	164.53	141.14	150.36
	公路货运量（万吨）	91240.00	102199.65	114880.00
	公路货物周转量（亿吨公里）	1374.76	1452.06	1758.66

资料来源：Wind 资讯

近年来，山西省财政实力逐年增强，2015~2017年，山西省地方综合财力分别为

3438.65亿元、3563.75亿元和4138.61亿元，其中公共预算收入分别为1642.21亿元、1556.96亿元和1866.80亿元，税收收入占比均在64%以上。2015~2017年，山西省地方政府性债务规模逐年增长，分别为2025.21亿元、2290.93亿元和2578.56亿元，均为负有偿还责任的债务，地方政府债务率分别为58.89%、64.28%和62.30%。

表3 山西省地方财力及债务（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年
1.公共财政收入	1642.21	1556.96	1866.80
1.1 税收收入	1056.46	1036.63	1397.20
1.2 非税收入	585.75	520.33	469.60
2.政府性基金收入	524.08	534.88	760.11
3.转移性收入	1272.36	1471.91	1511.70
地方政府综合财力	3438.65	3563.75	4138.61
地方政府性债务余额	2025.21	2290.93	2578.56
地方政府债务率	58.89	64.28	62.30

资料来源：山西省财政厅

注：地方政府债务率=（地方政府性债务余额÷地方政府综合财力）×100%。

根据《山西省“十三五”综合交通运输体系规划》，“十三五”期间，山西省交通基础设施建设在继续推进国家干线铁路、高速公路和支线机场建设的基础上，将地方和城际铁路、普通国道省道县乡道改造和通用机场建设作为建设重点，力争综合交通运输网络总里程达到15.75万公里，逐步建成以连通乡镇、通达建制村的普通公路为基础，以铁路、高速公路为骨干，与民航、水路共同组成覆盖全省的综合交通网络，发挥运输的整体优势和集约效能。到2020年，力争铁路运营里程达到6400公里，其中高速客运铁路运营里程力争达到1300公里，加快构建大能力运输通道，加大土地综合开发力度，提高铁路利用率和铁路经济效益。

总体来看，山西省作为中国重要的煤炭能源生产及输出大省，是蒙西、陕北、宁夏煤炭的主要运输通道；2017年以来，山西省地方经济增速回升，财政实力持续增强，为地区企业发展提供了良好的外部环境。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至 2018 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 63.30 亿元，山西国投持有公司 100% 股权，山西省国资委系公司实际控制人。

### 2. 企业规模和竞争力

公司是山西省人民政府批准并出资设立的省属国有大型企业，承担山西省政府赋予的代表山西省与中国铁路总公司合资新建省级铁路项目出资人职责，在山西省铁路建设领域具有垄断优势。

公司全资子公司山西地方铁路有限责任公司（以下简称“山西地铁”）是山西省内唯一的地方铁路运输企业，其所经营的地方铁路线路主要分布在霍西煤田、河东煤田、宁武煤田和沁水煤田的腹地，均与国铁干线连接，也是陕西省、内蒙古自治区等地煤炭入境山西铁路运输的纽带。2018 年 9 月底，公司实际控制并运营的地方铁路专用线合计运营里程 293 公里，总设计年运力 4100 万吨。除实际控制的铁路外，山西地铁还与太原市铁路局共同出资成立大同地方铁路公司，代为管理包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线等 100 余条地方铁路专用线。

公司全资子公司山西汽车运输集团有限公司（以下简称“山西汽运”）下属 30 个子分公司遍布山西省各地市，多年位列中国汽车运输行业企业 10 强，作为山西省唯一国家 5A 级综合型物流企业，在山西省内汽运行业居主导地位。

总体看，公司运营管理铁路专用线在山西省内运力及区位优势显著，公路运输领域行业地位突出；依托铁路和公路运输的资源优势，公司在铁路运营、现代物流和现代服务等业务领域具备较强的竞争实力。

### 3. 人员素质

截至2018年9月底，公司高管人员包括董事长兼党委书记1名、党委副书记1名、总经理1名、副总经理6名、总会计师1名。

武强先生，1962年生，中共党员，研究生学历；历任山西省政府办公厅正处级秘书；山西经济建设投资总公司副总经理；山西煤炭运销集团党委副书记；山西省质量技术监督局副局长；公司董事、党委委员、总经理；2012年6月起至今任公司党委书记、董事长。

于喜东先生，1960年生，中共党员，研究生学历；历任西山矿务局官地矿地测科科长，西山矿务局地测处副处长，西山煤电（集团）公司地测处处长，山西焦煤集团公司地质处处长，山西焦煤集团西山煤矿总公司地质处处长，山西焦煤集团副总工程师、安全生产监督管理局副局长，山西省煤炭运销集团有限公司党委委员、总工程师、副总经理；2012年6月至今任公司副董事长、党委委员、总经理。

截至2017底，公司在职工27973人。从文化程度上看，公司员工中有本科及以上学历人员占23%，专科学历人员占71%，高中及以下学历人员占6%；从年龄构成看，35岁以下的人员占11%，35~54岁的占88%，55岁及以上人员占1%；从岗位构成看，管理人员占26%，研发人员占7%，生产人员占61%，销售人员占6%。

总体看，公司高管人员行业管理经验丰富，员工构成合理，能满足公司日常经营管理需要。

### 4. 外部支持

公司承担了山西省主要合资新建铁路项目的资本金筹集和相关投资工作。近年来，山西省政府在政府补助、项目资金、政府债券转贷资金等多方面持续给予公司大力支持。

#### 政府补助

2015~2017 年，公司收到政府补助分别为 38.58 亿元、30.97 亿元和 27.57 亿元，其中财政贴息分别为 33.21 亿元、28.84 亿元和 25.52 亿元，2015~2016 年计入营业外收入，2017 年

直接冲减财务费用。

#### 项目资金

2015年，公司收到山西省财政厅拨付的铁路项目建设专项资金、产业扶贫项目奖励资金合计0.43亿元，增加资本公积。

2017年，山西省财政厅将孝柳铁路、武沁铁路省级挂账资金无偿划转至公司，合计4.05亿元，增加公司资本公积。同期，山西省财政厅拨付公司2.44亿元，用于投资阳大铁路的省级资本金，计入公司资本公积。

#### 政府债转贷资金

2015~2017年及2018年1~9月，山西省财政厅分别向公司下达政府债转贷资金20亿元、14.70亿元、20亿元和20亿元，用于铁路项目建设、置换公司债务及偿还到期政府债券，期限5~10年，利率3.02%~4.00%。政府债券发行利率低，期限较长，有助缓解公司投资压力，降低公司综合资金成本。

### 5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码为G1014010901177230P），截至2018年11月2日，公司本部无未结清关注类或不良类信贷信息记录，存在一笔未结清的欠息记录（2018年10月23日），金额8.40亿元，根据太原市城区农村信用合作联社朝阳信用社提供的说明，公司于2011年12月28日向该社申请项目贷款18亿元，到期日为2021年12月12日，共有77家联社参与发放贷款，该社为牵头社，贷款自发放以来，公司均按照合同约定归还利息，从未出现欠息；上述欠息系参与社记账不及时形成，非公司恶意欠息行为。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国企业国有资产法》《企业国有资产监督管理暂行条例》《中共中央国务院关于

深化国有企业改革的指导意见》等有关法律法规并结合公司实际情况制定了公司章程，建立了由党委、董事会、监事会和经理层组成的法人治理结构。

公司坚持中国共产党的领导，设立党委开展党的活动。党组织是公司法人治理结构的有机组成部分，在公司发挥领导核心和政治核心作用，围绕把方向、管大局、保落实开展工作。公司党委的组成人员和人数按照上级党组织的规定和要求配置，设书记1名，副书记2名，每届任期4年，期满应及时换届。坚持和完善双向进入、交叉任职的领导体制，符合条件的公司党委领导班子成员通过法定程序进入董事会、监事会、经理层，董事会、监事会、经理层成员中符合条件的党员依照有关规定和程序进入公司党委领导班子；经理层成员与公司党委领导班子成员适度交叉任职；公司党委书记、董事长由一人担任。公司党委要保证监督党和国家的路线方针政策在公司的贯彻执行，参与公司重大问题决策，落实党管干部和党管人才原则，加强对公司领导人员的监督，领导公司思想政治工作和工会、共青团等群众组织，支持职工代表大会工作。

公司不设股东会，由山西国投行使股东会职权。公司建立出资人制度，山西省人民政府授权山西省国资委履行出资人职责，山西省国资委授权山西国投履行出资人职责，对公司国有资产实施监管。出资人职权主要包括了解公司经营状况和财务状况；决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案及决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；修改公司章程等。

公司设董事会，系公司的决策机构。公司董事会由11名董事组成，其中省国资委委派董事10名，职工代表出任董事1名，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事长1名，副董事长若干名，由省国资委从董事会成员中指定。董事任期三年，任期届满，

可连派（选）连任。董事会职权主要包括向出资人报告工作；执行出资人的决定；决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案及决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案、增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；决定公司内部管理机构的设置；制定公司的基本管理制度、决定公司对外投资、融资、对外担保、以公司资产设置抵押（或质押）、购买及处置资产等事项。

公司设监事会，监事会成员 4 名，其中监事会主席 1 名，专职监事 2 名，职工监事 1 名。监事会成员由国资委委派，其中监事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举产生。监事会行使职权主要包括检查公司财务；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、公司章程决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正等。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，总会计师 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，总理由董事兼任的，须经出资人同意。总经理职权主要包括主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案、公司基本管理制度；制定公司具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司副总经理、总会计师及应由董事会聘任或者解聘以外的其他负责管理的人员等。

根据公司章程，公司董事会应由 11 名董事组成，其中省国资委委派董事 10 名，职工代表董事 1 名。公司实际到位董事数量少于公司章程规定，但不违反法律的强制性规定，对公司日常经营活动影响不大。总体看，公司法人治理结构基本健全。

## 2. 管理水平

公司本部下设综合管理部、人力资源部、财务部、法律审计部、战略规划部、资本运营

部等 13 个职能部门，部门设置能较好满足目前管理需要。

公司严格执行国家及行业的相关规范，按照自身的管理需要制定了包括党委议事规则、董事会议事规则等在内的基础管理制度；包括党委和纪委工作制度在内的党群系统管理制度；包括战略规划与计划管理类、产权管理类和经营管理类在内的经营业务管理制度；包括人力资源类、安全生产管理类等在内的综合管理制度。

财务管理方面，公司制定了财务管理办法、会计核算办法、对外担保规范系列通知、大额资金使用管理办法、全面预算管理办法等一系列规章制度，建立了健全的财务管理制度，以规范下属子公司和集团本部的财务决策权限和具体流程。

投资管理方面，公司制订了招标管理办法、投资管理办法、铁路项目投资管理办法、重点项目项目调度会议等多项制度，对规范下属子公司和集团本部的财务决策权限和具体流程投资项目的组织、资金审批以及其他投资项目的申报、审核与决策、投资过程的招投标及投资项目管理等各项程序进行规定，以强化投资管理，规范投资行为。

融资管理方面，公司制定了资本运作类管理办法，对公司本部及各级子公司的融资权限，各类融资方式的内部审批程序及融资风险控制进行规定，规范了公司融资管理，以降低公司融资成本，防范融资风险以及提高资金运作效益。

对下属子公司管理方面，公司不参与下属子公司实际经营管理，通过董事会决议决定公司下属子公司董事会及主要领导的任命和重要决策，同时对重大项目实施审批，对下属子公司实行绩效指标考核，在公司整体发展战略的框架内给予子公司相对的决策自由，以充分激发子公司的经营活力。

总体看，公司管理部门设置合理，制度建设完善，整体管理水平较高。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司作为山西省内合资铁路、地方铁路建设的出资人代表，主要承担山西省合资新建省级铁路项目的资本金筹集并根据协议对铁路及附属设施进行后续经营管理等，形成了围绕铁路资源开展的铁路运营、现代物流和现代服务三大业务板块。2015~2017年，公司营业收入不断增长，年均复合增长9.75%。

从收入情况看，铁路运营、现代物流业和现代服务业一直是公司营业收入的主要来源，近三年对公司营业收入贡献合计均在95%以上。铁路运营收入主要系公司下属地方铁

路专用线的运输费收入，2015~2017年受煤炭行业去产能及铁路煤炭运输价格提升的共同影响有所波动，三年分别为10.89亿元、10.34亿元和12.44亿元。现代物流业收入主要是煤炭、非煤矿产、化工、钢材等贸易收入，2015~2017年不断增长，分别为166.84亿元、167.05亿元和178.74亿元。现代服务业收入主要来源于汽车运输收入，2015~2017年呈快速增长趋势，分别为30.20亿元、35.29亿元和56.16亿元。新能源板块收入主要来源于煤气层开发及新材料应用等业务收入，金融服务业收入主要来源于子公司担保服务收入，2015~2017年新能源板块和金融服务业收入均波动增长，但整体收入规模较小，对公司收入贡献不大。

表4 2015~2017年及2018年1~9月公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018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
铁路运营	10.89	5.12	12.92	10.34	4.76	14.21	12.44	4.86	15.27	20.10	10.80	6.87
现代物流	166.84	78.50	2.90	167.05	76.89	2.44	178.74	69.81	2.05	133.46	71.70	2.03
现代服务业	30.20	14.21	19.91	35.29	16.24	12.09	56.16	21.93	14.41	24.59	13.21	19.78
新能源产业	3.68	1.73	19.53	3.45	1.59	28.11	7.71	3.01	13.62	7.20	3.87	20.50
金融服务业	0.57	0.27	109.78	0.39	0.57	84.46	0.98	0.38	85.71	0.79	0.42	73.42
其他	0.36	0.17	100.00	0.29	0.13	100.00	--	--	--	--	--	--
合计	212.54	100.00	5.97	217.23	100.00	5.41	256.03	100.00	6.07	186.13	100.00	5.97

资料来源：公司提供

注：合计数不等于100%系四舍五入。

毛利率方面，2015~2017年，公司铁路运营毛利率平稳增长，主要系山西省内铁路煤炭运输价格提高和煤炭市场回暖运输规模效应所致；现代物流业主要系大宗商品贸易，毛利率一直维持较低水平；现代服务业毛利率有所波动，2016年降幅明显主要系当期人工成本等运输成本增长所致；新能源产业受不同新能源产品推广应用价值高低，整体毛利率有较大幅度波动；金融服务业成本较低，毛利率维持在较高水平。2015~2017年，公司综合毛利率保持相对稳定，分别为5.97%、5.41%和6.07%，由于毛利率较低的现代物流业收入占比较高，公司综合毛利率处于较低水平。

2018年1~9月，公司实现营业收入186.13亿元，相当于2017年的72.70%，其中铁路运

营业务收入增幅明显，主要系运输收入的计算口径发生改变。同期，公司综合毛利率5.97%。

### 2. 业务经营分析

#### (1) 铁路投资与运营

铁路投资方面，公司作为山西省出资人代表参与国家级重点铁路的建设与运营。具体方式为：公司与中国铁路总公司（以下简称“国铁总公司”）合资建设经国家发改委和原铁道部批复的山西境内铁路项目，共同出资成立由国铁总公司控股的合资铁路公司负责具体铁路项目的建设和运营；在铁路建设过程中，项目资本金由公司和国铁总公司按照铁路建设投资计划同步按比例出资，总投资中剩余的资金需求由各项目公司自行筹资解决；相关铁路项目完工

投运后，公司按持股比例获得投资收益。截至2018年9月底，公司已参与投资建设10条铁路及太原南站枢纽，总投资3350.45亿元，需

由公司代表山西省政府直接投入资金559.98亿元。

表5 截至2018年9月底公司参与的重大铁路建设项目情况(单位:亿元、%)

项目名称	项目总投资额	山西省总投资额	公司计划出资	持股比例	公司已完成投资	项目状态
大西铁路	963.30	755.55	151.11	31.37	151.11	已完工
中南铁路	1037.91	573.38	103.80	20.00	103.80	已完工
吕临支线	22.10	22.10	4.42	40.00	4.81	已完工
太兴铁路	85.94	85.94	12.89	30.00	12.89	已完工
黄韩侯铁路	22.04	22.04	1.50	7.50	1.50	已完工
太原南站枢纽	99.35	99.35	16.08	--	15.80	已完工
太中银铁路	303.20	--	11.55	--	11.55	已完工
阳大铁路	45.79	45.79	10.00	38.46	12.44	在建
大张铁路	180.50	152.76	61.40	40.19	24.00	在建
太焦铁路	431.30	392.22	123.10	61.78	46.20	在建
大原铁路	171.00	171.00	64.13	75.00	10.00	在建
<b>合计</b>	<b>3350.45</b>	<b>1564.58</b>	<b>559.98</b>	<b>-</b>	<b>394.10</b>	<b>--</b>

资料来源:公司提供

注:1.南站项目并未成立项目公司,各方按照约定比例出资,项目完工结算后太原南站项目股权将被划分至大西铁路等项目公司名下,出资方以获得项目公司股权的方式实现对南站的投入,所以在表中未体现各方股权占比;

2.太中银铁路项目公司已投入资本金11.55亿元,已完成计划投资,但该项目仍未最终核算,各方股权占比仍待核算之后确定;

3.公司已按持股比例完成了对阳大铁路出资。

截至2018年9月底,大西铁路、中南铁路、太兴铁路、吕临铁路、黄韩侯铁路、太原南站枢纽等项目已完工,阳大铁路公司已按持股比例完成出资,公司已累计投入资本金313.90亿元;尚需参与投资的重大铁路建设项目有大张(大同-张家口)铁路、太焦(太原-焦作)铁路和大原(大同-太原)铁路,公司对上述项目已完成投资80.20亿元,未来尚需投资168.43亿元。由于山西省政府铁路投资资本金到位具有一定滞后性,实际操作上铁路投资前期资金主

要来源于公司自有资金和外部借款融资,后期山西省政府将通过资本金注入、财政贴息、建安及运输营业税返还等方式对公司进行支持。2015~2017年及2018年1~9月,公司分别收到山西省政府铁路投资建设的各项资金17.52亿元、16.16亿元、28.70亿元和27.94亿元。总体来看,公司受托参与投资山西省国家重点铁路项目建设工作,公司未来铁路投资项目规模较大,面临较大的资金支出压力。

表6 截至2018年9月底公司在投铁路项目情况

指标	大同~张家口	太原~焦作	大同~原平
总里程(公里)	141.52	362.10	147.15
其中:山西	126.44	328.18	147.15
开工工期(年月)	2015年11月	2016年6月	2016年8月
计划完工日期(年月)	2019年	2020年12月	2022年1月
货运能力(亿吨)	--	--	--
客运能力(万人)	4500	--	3500
计划总投资(亿元)	180.50	431.30	171.00
其中:山西	152.76	392.22	171.00
资本金分配(亿元)	国铁(中国铁路总公司)	91.36	77.36
	公司	61.40	123.10
	其他	--	--
已完成投资(普能交投)	24.00	46.20	10.00
2019年计划出资	17.00	40.00	15.00
2020年计划出资	0.40	18.10	9.13



资料来源：公司提供

注：1.公司根据山西省政府财政资金拨付进度完成对大张铁路的投资，太焦铁路投资计划暂缓；2.未取得部分运输数据。

铁路运营方面，公司铁路运营业务主要由全资子公司山西地铁运营。山西地铁是山西省内唯一的地方铁路运输公司，在铁路运输领域具有明显的竞争优势。

截至 2018 年 9 月底，公司实际控制并运营的地方铁路包括孝柳（孝义-柳林）铁路、宁静

（宁武-静乐）铁路和武左（武乡-左权）铁路，合计运营里程 293 公里，总设计年运力 4100 万吨。上述三条铁路均为地方铁路专用线，连接宁武煤田、沁水煤田、霍西煤田、西山煤田、汾东煤田与国家铁路专用线。

表7 近年公司地方铁路运营情况

铁路名称	运营里程 (公里)	实际发运量(万吨)				营业收入(万元)			
		2015年	2016年	2017年	2018年1-9月	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
孝柳铁路	116	1506	1366	1299	1294.88	47448	44817	48009	130066.60
宁静铁路	93	352	309	209	204.07	5773	3776	3229	3030.50
武左铁路	84	225	309	375	243.83	3330	4413	7384	4569.40
<b>合计</b>	<b>293</b>	<b>2083</b>	<b>1984</b>	<b>1883</b>	<b>1742.78</b>	<b>56551</b>	<b>53006</b>	<b>58622</b>	<b>137666.5</b>

资料来源：公司提供

公司控制铁路线和车头、煤炭集运站等运营资产，省内煤炭如通过地方铁路运往干线铁路，需向公司支付相应费用。公司铁路运营业务收入包括运输费用、货车占用费、综合服务费，其中以运输费用为主。2015~2017 年，受经济下行及煤炭等需求低迷影响，公司实际发运量呈现下降趋势，分别为 2083 万吨、1984 万吨和 1883 万吨。由于煤炭行业去产能和 2016 年及 2017 年铁路货运价格连续调升的共同影响，2015~2017 年公司铁路运营业务收入波动上升，分别为 5.66 亿元、5.30 亿元和 5.86 亿元。2018 年 1~9 月，公司铁路运营业务收入大幅上升至 13.77 亿元，主要源自孝柳铁路。根据中国铁路总公司铁总财[2017]333 号《铁路货物运输进款结算办法（试行）》的文件精神，承运企业取得运距内全过程货物运输进款（即代收其他铁路运输企业运费等，含集装箱使用费和篷布使用费，不含外企业运价高出部分，下同）按计费工作量和对应清算单价，按票向提供服务企业付费。孝柳铁路运输收入的计算口径发生改变，统一收费然后再向中国太原铁路局集团有限公司（以下简称“太原局集团”）结算，造成运输收入变动较大。

除上述孝柳、武左、宁静三条铁路之外，山西地铁与太原局集团共同设立了大同地方铁路公司，大同地方铁路公司组建于 1989 年 7 月，经济性质为全民所有制企业，注册资本 1000 万元。按照中国铁路总公司及山西省国资委要求，目前正在对该公司进行改制，太原局集团公司和山西地铁同意协商对大同地铁公司进行股份制改造，双方已确定各持 50% 股比，由山西地铁合并报表，目前正在办理中。从事地方专用铁路代管业务。截至 2018 年 9 月底，公司代为经营管理的主要铁路线路包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线、山西晋鑫煤炭运销有限责任公司专用线、胡会煤站专用线等 100 余条。具体经营模式为：公司与各个铁路专用线产权人根据各铁路专用线的规模、托管范围等要素协商确定运费分成比例；公司收到下游客户的运费，计入营业收入，扣除一定比例的管理费用后，将剩余的运费付给铁路产权人，并记为营业成本。

## （2）现代服务业

公司现代服务业业务主要由山西汽运负责经

营。现代服务业主要包括公路的客运业务、货运业务和汽车维修及配件销售业务，客运及货运业务是公司现代服务业务的收入主要来源。

表 8 现代服务业主要收入构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客运	8.20	38.05	8.39	28.95	7.17	20.96	4.51	22.79
货运	8.51	39.49	11.42	39.41	15.56	45.50	9.23	46.64
汽车修理及配件销售	4.84	22.46	9.17	31.64	11.47	33.54	6.05	30.57
合计	21.55	100.00	28.98	100.00	34.20	100.00	19.79	100.00

资料来源：公司提供

注：公司现代服务业除上述业务外，还包括驾培、汽车租赁和房地产开发。

客运方面，公司客运业务在山西省内具有很强的垄断优势，其收入主要来源于自有车辆的客运收入和社会车辆管理费收入。截至 2018 年 9 月底，公司拥有运营车辆 6601 辆，客运站 111 个，实现对山西省内各地市的全覆盖；同时公司以山西省为核心，客运路线辐射全国 23 个省，形成了客运网络经营优势，行业竞争力明显。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司实现公路客运量分别为 1.46 亿人、1.31 亿人、1.24 亿人和 0.55 亿人，实现旅客周转量分别为 178 亿人公里、153 亿人公里、154 亿人公里和 45 亿人公里，均呈现下降趋势；社会车辆管理费收入为公司通过为社会车辆提供服务（包括进

站、出站及其他管理），收取车票价格的 8~10% 作为管理费。2015~2017 年及 2018 年 9 月，公司实现客运业务收入分别为 8.20 亿元、8.39 亿元、7.17 亿元和 4.51 亿元。2015 年以来，公路客运量和旅客周转量均出现不同程度下降，进而导致公路客运业务收入下降，主要是受宏观经济下行和高铁分流等因素影响。受客运量影响，公司对班线进行调整，减少公司化经营班线，相应增加市际班线结合区内及农村班线，截至 2018 年 9 月底，公司拥有公司化经营班线 1331 班次、市际班线 1356 班次、区内及农村班线 1835 班次。

表 9 2015-2017 年及 2018 年 1~9 月公司主要客运经营指标情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
客运车辆（辆）	6915	6962	7297	6601
公司化经营班线（班次）	1512	1686	1373	1331
市际班线（班次）	1129	1166	1498	1356
区内及农村班线（班次）	1512	1807	1922	1835
旅游班线（班次）	201	167	297	268
客运站（个）	110	110	111	111
公路客运量（亿人）	1.46	1.31	1.24	0.55
旅客周转量（亿人公里）	178	153	154	45

资料来源：公司提供

货运方面，由于山西省内货运市场个体工商户较多，业务类型相对分散，竞争较为激烈，山西汽运在货运方面的市场份额占比较低。截至 2018 年 9 月底，公司拥有货运车辆 5722 辆，大型货运站 8 个，小件快运网点 63 个，大中型

货源基地 113 个。货运业务主要承接省内短途货运业务。结算方式有两种，第一种为下游客户预付部分运费，第二种为货到付款；货运费率主要参考市场价格议定；支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，尾款一般在 1-2 个月内付

清。下游客户主要有同煤集团、侯马方略国际物流有限公司、河北兴县铸管有限公司等；此外，公司与隆力奇、爱立信、德克士、沃尔玛等商家展开合作，拓展第三方物流业务。2015~2017年及2018年1~9月，公司实现公路货运量分别为2266万吨、2109万吨、2078万吨和

1389万吨，实现货物周转量分别为52亿吨公里、47亿吨公里、45亿吨公里和22亿吨公里，均呈现下降趋势；同期，由于货源结构调整，白货比重上升，公司实现货运业务收入呈现上升趋势，分别为8.51亿元、11.42亿元、15.56亿元和9.23亿元。

表10 2015~2017年及2018年1~9月公司主要货运经营指标情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
货运车辆(辆)	6444	6415	5895	5722
公路货运量(万吨)	2266	2109	2078	1389
货物周转量(亿吨公里)	52	47	45	22

资料来源：公司提供

汽车维修及配件销售主要包括汽车维修、检修与配件销售等全套服务。截至2018年9月底，公司已拥有69个汽车维修厂站，遍布山西省各地市，其中一类维修企业8个，二类维修企业7个，各类特约维修服务站54个，相关从业人员665人。近年来，公司还拓展了汽车4S店业务，建设了包含标致、雪铁龙、江淮、众泰、解放、东风等国内知名品牌在内的4S店共计11个，在山西省内的汽车维修及配件销售领域具有一定地位。2015~2017年，公司实现汽车维修及配件销售收入分别为4.84亿元、9.17亿元和11.47亿元，主要系汽车销售业务持续增长。2018年1~9月，公司实现汽车维修及配件销售收入6.05亿元，相当于上年的52.75%，主要系亏损4S店关停、商用车市场需求下降等原因所致。

### (3) 现代物流业

公司现代物流业务主要以煤炭、非煤矿产业、化工产品和钢材贸易为主，主要由子公司山西能源产业集团有限责任公司(以下简称“山西能产”)、山西省物资产业集团有限责任公司(以下简称“山西物产”)、山西国际物流有限公司(以下简称“山西物流”)及山西能投国际贸易有限公司(以下简称“山西能投”)经营。其中，四家子公司均涉及煤炭贸易业务，化工产品贸易主要由山西物产经营，非煤矿产业由其余三家经营。依托于公司在山西省铁路运输和公路运输等方面的垄断优势，特别是地方铁路专用线与许多大型煤炭企业相连接的覆盖优势，公司大力发展以煤炭物流为主，化工、钢材等多种生产物资为辅的综合物流服务。

表11 2015~2017年及2018年1~9月公司主要贸易品种情况(单位:万吨、亿元)

项目	2015年		2016年		2017年		2018年1-9月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
煤炭	1817.66	82.19	1877.22	96.99	1718.62	126.47	1509.39	76.03
钢材	2.26	4.61	4.37	3.23	28.37	9.96	56.85	19.08
化工	20.52	20.60	17.03	18.86	19.42	10.01	4.79	3.31
非煤矿产	679.96	48.79	580.85	42.53	348.81	15.40	160.52	26.08
合计	—	156.19	—	161.61	--	161.84	--	124.50

资料来源：公司提供

公司子公司山西能产、山西物产、山西物流及山西能投四家子公司均有涉及煤炭贸易业

务，其中山西能产是山西省煤炭发运计划单列单位。公司现有23个煤炭发运站点，分布在山

西省境内 10 个地市，在煤炭运销领域拥有一定优势。公司煤炭贸易采取自营与代发相结合的方式。自营模式为公司自行组织上游煤源和下游客户并承担发运工作，公司将承担煤炭采购与销售价格变动带来的风险；代发模式为下游客户已经组织好上游煤源，由公司代为发运并收取一定发运费用，此种模式公司不承担市场风险；两种模式的煤炭贸易量占比基本各占 50%。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司煤炭销量分别为 1817.66 万吨、1877.52 万吨、1718.62 万吨和 1509.39 万吨；实现煤炭销售收入 82.19 亿元、96.99 亿元、126.47 亿元 76.03 亿元。

除煤炭贸易外，公司还涉及非煤矿产、钢材和化工产品贸易，非煤矿产主要贸易品种为铁矿砂、钢铁等，钢材主要贸易品种为线材、螺纹钢、焊管等，化工产品主要贸易品种为工业萘、纯苯等。公司非煤矿产、钢材和化工产品贸易主要采取“以销定购”、赚取差价的模式，下游客户需向公司支付一定比例的预付款，支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，尾款一般在 1~2 个月内付清。公司在进行上游采购时，主要采用预付结算的方式控制因市场供给带来的价格波动风险。2015~2017 年，非煤矿产贸易销量及收入呈现下降趋势，主要系公司为了控制风险收缩相关业务规模所致；2017 年以来，钢材贸易收入大幅上升，化工品贸易持续下降。

整体看，公司现代物流业以煤炭、非煤矿产、化工产品和钢材贸易为主，依托于公司在山西省运输及煤炭资源等方面的优势，贸易规模较大。同时，联合资信也关注到，现代物流业对公司资金形成一定占用；相关贸易品种易受宏观政策和市场供求影响大，其收入及利润的实现具有一定不确定性。

#### （4）新能源业务

公司新能源业务板块主要由山西能产负责，主要包含煤层气项目、生物质能源和新材料。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司新能源业务收入不断增长，分别为 3.68 亿元、3.45

亿元、7.71 亿元和 7.20 亿元，2017 年大幅增长，主要系煤层气项目产能大幅上升所致。

煤层气项目方面，公司先后实施了亚行贷款沁水煤田煤层气长输管网项目、世行贷款煤层气地面开采和煤层气液化项目、汽车 CNG 加气站项目等一批在国内外具有示范意义的煤层气项目；2017 年，煤层气项目实现收入 4.92 亿元。2018 年 7 月，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将相关资产注入山西大地环境投资控股有限公司的意见》（晋国资产函【2018】321 号），山西国投将相关业务所在子公司山西省地产投资有限公司 100% 股权无偿划转至山西大地环境投资控股有限公司，公司未来将不再产生相关收入。

生物质能源方面，公司着力发展以垃圾焚烧和秸秆直燃为主的生物质发电，目前推进晋北生物质天然气项目建设。该项目建设用地面积 130 亩，利用原平市区域范围内的废弃秸秆资源以及养殖业废弃物，建设大型混合原料沼气综合利用生产区，将沼气提纯后制成甲烷含量高于 95% 的生物天然气，主要用于车用燃气、罐装销售等。项目预计总投资 2.5 亿元，截至 2018 年 9 月底已投资 1.80 亿元，预计到 2020 年，该项目销售收入可达 3600 万元，利润约 930 万元。

新材料产业主要包括玄武岩和大麻纺织。玄武岩业务由子公司山西晋投玄武岩开发有限公司负责，已达到年产能 5000 吨，是目前世界最大的玄武岩纤维生产企业之一，产品应用于军工（如制作导弹包装箱、装甲防护材料）、高端工程建设（如海湾工程、岛礁建设）等。大麻纺织业务由子公司山西绿洲纺织有限责任公司负责，拥有国内目前惟一一条从大麻原麻脱胶制成品加工生产线，主要生产和经营纯大麻、亚麻及混纺纱线、布，有机棉纱线、布，服装、服饰、家纺等系列产品。年产能达到麻及混纺纱线 5000 吨，坯布及面料 1000 万米，服装、家纺 150 万件套。

### （5）金融服务业务

金融服务板块主要由子公司山西企业再担保有限公司（以下简称：山西再担保）负责，以担保业务为主。截至 2017 年底，山西再担保公司资产总额 5.31 亿元，净资产 5.05 亿元，在保责任余额约为 2.00 亿元，2017 年实现营业收入 0.23 亿元，担保企业以中、小型企业为主，山西再担保设有反担保措施（动产、不动产等可办理抵质押的标的），未发生担保代偿。

### 3. 未来发展

未来公司将按照“一主三辅两新”的战略定位开展工作。一主即现代物流为主业，打造成为产融结合的现代物流旗舰企业集团，三辅即交通基础设施投资运营、物流装备制造和现代服务，两新即发展新材料和新能源。目前公司着力于完成好“两大战略任务”：一个任务是全面完成山西省政府和国铁总公司共同签署的合资铁路投资任务；另一个任务是建设物流旗舰企业集团。

综合来看，公司未来将形成全新的产业板块规划，将以铁路、公路等运力资源带动综合物流产业发展，并积极发展交通基础设施投资运营、物流装备制造、现代服务、新能源开发和利用等业务，逐步形成以煤炭物流、商品物流、新能源和现代产业等几大主导产业为主的大型物流集团企业。但是，公司在开展现代化物流服务业务及全新业务领域等诸多方面欠缺成熟的经验，业务整合重组工作将面临一定的压力。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年度合并财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见；公司提供的 2018 年三季度合并财务报表未经审计。

截至 2018 年 9 月底，公司共有纳入合并范围的二级子公司 14 家。从合并范围变化来看，2016 年公司合并范围新增 45 家子公司，处置 1 家子公司；2017 年公司合并范围新增 22 家子公司，处置 3 家子公司，关闭 2 家子公司；2018 年 1~9 月公司合并范围减少 1 家子公司，新增 1 家子公司，系投资新设。总体看，近三年公司合并范围新增或减少子公司数量较多，但多为四级、五级子公司且绝大部分均未实现盈利且净资产规模较小，对公司财务报表的可比性影响很小。

截至 2017 年底，公司资产总额 911.92 亿元，所有者权益 265.03 亿元（含少数股东权益 23.66 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 256.03 亿元，利润总额 2.11 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 1042.32 亿元，所有者权益 267.56 亿元（其中少数股东权益 26.87 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 186.13 亿元，利润总额 1.58 亿元。

公司收入主要来自下属子公司，母公司主要承担铁路投资及下属子公司的管理工作。

截至 2017 年底，母公司资产总额 659.76 亿元，所有者权益 230.87 亿元；2017 年，母公司实现营业收入 0.35 亿元，利润总额 0.28 亿元。

### 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模稳步增长，年均复合增长 8.18%。2017 年底，公司资产总额 911.92 亿元，同比增长 7.15%，主要系交易性金融资产、长期股权投资和在建工程增长所致。构成中，流动资产占 34.34%，非流动资产占 65.66%，主要资产构成详见表 12。

表 12 2015~2017 年底及 2018 年 9 月底公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	59.46	7.63	84.26	9.90	54.05	5.93	99.56	9.55
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	52.71	6.76	50.81	5.97	78.17	8.57	111.45	10.69
应收账款	24.54	3.15	29.74	3.49	24.06	2.64	28.95	2.78
预付款项	31.85	4.09	25.36	2.98	20.30	2.23	31.91	3.06
其他应收款	74.25	9.53	82.51	9.70	83.69	9.18	100.15	9.61
存货	35.21	4.52	39.39	4.63	42.46	4.66	42.03	4.03
<b>流动资产合计</b>	<b>287.00</b>	<b>36.83</b>	<b>321.00</b>	<b>37.72</b>	<b>313.14</b>	<b>34.34</b>	<b>420.30</b>	<b>40.32</b>
可供出售金融资产	341.96	43.88	357.37	41.99	365.41	40.07	366.45	35.16
长期股权投资	2.19	0.28	6.49	0.76	42.88	4.70	52.55	5.04
固定资产	62.86	8.07	72.17	8.48	77.35	8.48	93.10	8.93
在建工程	53.70	6.89	58.56	6.88	72.57	7.96	66.28	6.36
其他非流动资产	17.28	2.22	19.64	2.31	18.15	1.99	18.45	1.77
<b>非流动资产合计</b>	<b>492.27</b>	<b>63.17</b>	<b>530.05</b>	<b>62.28</b>	<b>598.78</b>	<b>65.66</b>	<b>622.02</b>	<b>59.68</b>
<b>资产总计</b>	<b>779.27</b>	<b>100.00</b>	<b>851.06</b>	<b>100.00</b>	<b>911.92</b>	<b>100.00</b>	<b>1042.32</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

### 流动资产

2015~2017 年, 公司流动资产波动中有所增长, 年均复合增长 4.45%。2017 年底, 公司流动资产 313.14 亿元, 同比下降 2.45%, 主要因货币资金下降所致。

2015~2017 年, 公司货币资金波动中有所下降, 年均复合下降 4.66%。2017 年底, 公司货币资金 54.05 亿元, 同比下降 35.85%, 主要是公司购入结构性存款、长期股权投资增加和在建工程持续投入所致。公司货币资金以银行存款 (占 85.29%) 为主, 使用受限资金 2.68 亿元, 主要是保证金。

2015~2017 年, 公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动增长, 年均复合增长 21.78%, 主要系公司购入结构性存款所致。2017 年底, 公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 78.17 亿元, 多为结构性存款 (占 99.86%)。公司结构性存款均为银行结构性存款, 期限均在 3 个月以内。

2015~2017 年, 公司应收账款有所波动, 分别为 24.54 亿元、29.74 亿元和 24.06 亿元。2017 年底, 公司应收账款同比下降 19.10%, 系客户结算所致; 应收账款账面余额 26.64 亿元, 公司计提坏账准备 2.58 亿元, 计提比例 9.61%。

从账龄看, 公司应收账款账龄在 1 年以内的占 60.89%, 1~2 年的占 10.53%, 5 年以上的占 11.65%, 大部分已计提坏账准备。2017 年底, 公司应收账款前五大客户合计金额占 15.00%, 集中度较低。

表 13 2017 年底公司应收账款前五名情况

(单位: 万元、%)

名称	金额	占比
垣曲县五龙镁业有限责任公司	8937.78	3.71
黄陵县南川一号煤炭实业有限公司	8227.14	3.42
大同煤矿天建钢铁有限公司	7129.17	2.96
中机国能电力工程有限公司	6535.92	2.72
山西中太统配煤炭销售有限公司	5270.36	2.19
<b>合计</b>	<b>36100.37</b>	<b>15.00</b>

资料来源: 公司审计报告

2015~2017 年, 公司预付款项快速下降, 年均复合下降 20.18%。2017 年底, 公司预付账款账面余额 22.53 亿元, 主要是预付煤炭采购款及运杂费。从账龄看, 公司预付款项账龄 1 年以内的 (占 59.93%) 和 3 年以上的 (占 28.89%) 为主, 共计提坏账准备 2.24 亿元。

2015~2017 年, 公司其他应收款有所增长, 年均复合增长 6.16%。2017 年底, 公司其他应收款 83.69 亿元, 主要是政府贴息 (占 34.22%)、

暂付南站投资款（占 18.88%）和外部单位往来款（占 31.78%）。提取坏账准备的其他应收款账面余额 36.55 亿元，账龄 1 年以内占 70.14%，1~2 年占 5.21%，2~3 年占 2.16%，3 年以上占 22.49%，共计提坏账准备 3.21 亿元。2017 年底，公司其他应收款前五大客户合计金额占 64.23%，集中度较高。

表 14 2017 年底公司其他应收款前五名情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	性质	账龄	占比
山西省财政厅	28.64	政府贴息	1 年以内	34.22
太原铁路局太原枢纽建设指挥部	15.80	暂付南站投资款	1-2 年	18.88
山西蓝图化工有限公司	5.05	预付房款	4-5 年	6.04
山西宏盛能源开发投资集团有限公司	3.74	预付货款	3-4 年	4.47
山西晋投夏工水泥有限公司	0.52	借款及利息	1-2 年	0.63
<b>合计</b>	<b>53.76</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>64.23</b>

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 9.81%。2017 年底，存货账面价值为 42.46 亿元，同比增长 7.79%，主要系房地产开发成本增长所致；公司存货主要是库存商品（占 34.59%）和房地产开发成本（占 48.45%）；合计计提跌价准备 910.14 万元。

#### 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 10.29%，主要源于长期股权投资快速增长。2017 年底，公司非流动资产 598.78 亿元，主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产有所增长，年均复合增长 3.37%。2017 年底，公司可供出售金融资产 365.41 亿元，同比增长 2.25%，均为可供出售的权益工具。其中按公允价值计量的合计 8.78 亿元，主要是二级子公司山西省建设投资集团有限公司持有的山西三维集团股份有限公司、太原煤气化股份有限公司、山西关铝股份有限公司、太原狮头水泥股份有

限公司、山西亚宝药业集团股份有限公司 5 家公司的股票和山西汽车运输集团有限公司持有交通银行的股票；按成本计量的合计 356.62 亿元，主要是公司对大西铁路客运专项有限责任公司、晋豫鲁铁路通道股份有限公司等铁路公司投资。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 342.05%，2017 年底为 42.88 亿元，同比增加 36.39 亿元，主要系公司新增对联营企业太焦城际铁路山西有限责任公司（以下简称“太焦城际”）的投资。从投资企业类型看，公司投资的联营企业主要分布在铁路运输、煤炭贸易及房地产开发领域，行业景气程度受宏观经济环境影响较大。

2015~2017 年，公司固定资产不断增长，年均复合增长 10.93%。2017 年底，公司固定资产 77.35 亿元，同比增长 7.17%，主要因购置车辆资产所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和运输工具构成。

2015~2017 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 16.25%。2017 年底，公司在建工程 72.57 亿元，同比增长 23.93%，主要在建项目包括长子南煤炭发运站铁路专用线项目、世行煤层气开发利用示范项目、静乐至静游地方铁路项目等。

2015~2017 年，公司其他非流动资产有所波动，分别为 17.28 亿元、19.64 亿元和 18.15 亿元，2017 年底主要由 11.57 亿元太中银铁路项目投资款及 6.03 亿元委托贷款构成。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 1042.32 亿元，较 2017 年底增长 14.30%；其中流动资产占 40.32%，非流动资产占 59.68%。公司流动资产 420.30 亿元，较 2017 年底增长 34.22%，主要系货币资金及结构性存款等现金类资产增长所致。流动资产中，货币资金 99.56 亿元，较 2017 年底增长 84.18%；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 111.45 亿元，较 2017 年底增长 42.58%；应收账款 28.95 亿元，较 2017 年底增长 20.34%，系应收业务合作方

煤炭等产品销售款增长所致；预付款项 31.91 亿元，较 2017 年底增长 57.25%，主要系新增预付征拆款及对大原铁路预付工程款；其他应收款 100.15 亿元，较 2017 年底增长 19.66%。2018 年 9 月底，公司非流动资产 622.02 亿元，较 2017 年底增长 3.88%。非流动资产中，长期股权投资 52.55 亿元，较 2017 年底增长 22.55%，主要系新增对太焦城际投资款；固定资产 93.10 亿元，较 2017 年底增长 20.36%，主要系国际物流蔡家崖集运站、山西煤层气世行项目等项目完工转至固定资产核算。

截至 2018 年 9 月底，公司受限资产账面价值合计 13.06 亿元（包括货币资金 1.93 亿元，主要系银行保证金；固定资产 8.13 亿元，系抵押融资；长期应收款 3.00 亿元，系融资租赁应收账款保理），占公司资产总额的 1.25%，受限比例低。

总体看，近年来公司资产规模有所增长，以非流动资产为主，资产构成相对稳定。流动资产中，货币资金及结构性存款等现金类资产及其他应收款占比较大，非流动资产以铁路投资形成的可供出售金融资产和在建工程为主。公司整体资产流动性一般，质量尚可。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 10.34%，主要因其他权益工具增长所致。2017 年底，公司所有者权益 265.03 亿元，其中实收资本占 23.88%、资本公积占 39.75%、其他权益工具占 22.64%、少数股东权益占 8.93%。

2015~2017 年，公司资本公积有所增长，年均复合增长 6.99%。2016 年底，公司资本公积 101.27 亿元，较 2015 年底增长 10.04%，主要系国开发展基金向公司资本性投入 10 亿元<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 2015 年 8 月，国务院决定由国家开发银行设立国开发展基金，专项支持中西部铁路等重大基础设施建设，山西省的大张、太焦等铁路列入国家发改委专项基金项目清单。经山西省政府批复，由山西省财政厅、国开发展基金同公司签署三方投资合同。经山

2017 年底，公司资本公积 105.35 亿元，较 2016 年底增长 4.03%，主要因山西省财政厅向公司拨付铁路项目建设资本金。2017 年底，公司资本公积中因国开发展基金向公司投资形成的金额合计 19.00 亿元。

公司其他权益工具系公司发行的永续债，2015~2017 年快速增长，年均复合增长 41.42%，2017 年底为 60.00 亿元，构成详见下表。

表 15 2017 年底公司其他权益工具情况

(单位：%、亿元)

债券简称	发行时间	期限	利率	余额
15 晋交投 MNT001	2015-10-28	5+N	5.50	30.00
16 晋交投 MNT001	2016-2-26	5+N	5.80	20.00
17 山西交投 MTN001	2017-5-3	5+N	6.70	10.00
合计	--	--	--	60.00

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司少数股东权益分别为 16.51 亿元、20.17 亿元和 23.66 亿元，呈快速增长趋势，主要系少数股东增加投资所致。

2018 年 9 月底，公司所有者权益 267.56 亿元，规模及构成较 2017 年底变化不大。

整体看，近年来，公司发行永续债券带动所有者权益不断增长，构成中资本公积、实收资本和其他权益工具占比较高。公司权益稳定性一般。

#### 负债

2015~2017 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 7.33%，主要系借款增加所致。近年来，公司负债结构相对稳定，均以非流动负债为主，2017 年底，公司负债合计 646.89 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 37.98% 和 62.02%。

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 18.98%，主要受一年内到期的非流动负债波动影响。2017 年底，公司流动负债 245.67 亿元，以短期借款（占 11.14%）、应付

西省国资委批复，同意国开发展基金以公司为投资目标公司，投资金额计入公司股东权益，其中计入注册资本金额累计不超过 7 亿元，剩余金额计入资本公积；基金不参与公司内部管理，不参与额外分红，投资期 20 年，年化收益 1.2%，投资到期后，由山西省财政厅分期回购后基金从公司股东权益中退出。



账款（12.29%）、其他应付款（占 23.28%）和一年内到期的非流动负债（占 38.58%）为主。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 8.82%，2017 年底 27.37 亿元，以信用借款（占 61.05%）和保证借款（占 35.73%）为主。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 8.11%，2017 年底为 30.20 亿元，主要是应付煤炭采购款。公司应付账款账期普遍较短，近三年应付账款账龄均集中在 1 年以内。

2015~2017 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 4.12%。2017 年底，公司其他应付款 57.18 亿元，主要由应付工程款及工程保证金、押金构成，合计占 49.58%，此外，公司其他应付款中有外部借款及利息 7.04 亿元，为公司有息债务，到期日在一年以内的部分计入短期债务，到期日在一年以上的部分计入长期债务。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 55.80%，2017 年底为 94.77 亿元，其中一年内到期的长期借款 35.65 亿元，一年内到期的应付债券 58.82 亿元，一年内到期的长期应付款 0.30 亿元。

2015~2017 年，公司非流动负债有所波动，年均复合增长 1.68%，2017 年底为 401.23 亿元，以长期借款（占 56.68%）和应付债券（占 40.50%）为主。

2015~2017 年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长 5.53%。2017 年底，公司长期借款 227.40 亿元，同比增长 38.99%，主要系公司考虑到未来经营及债务兑付需求扩大融资规模所致，以信用借款和保证借款为主。

2015~2017 年，公司应付债券波动中有所下降，年均复合下降 3.70%，2017 年底为 162.49 亿元，详情如表 16 所示。

表 16 2017 年底公司应付债券情况  
(单位: 亿元)

债券简称	余额	到期日
------	----	-----

12 晋汽运债	1.20	2019-11-05
13 晋能交	1.29	2020-03-08
14 山西交投 MTN001	30.00	2021-06-19
15 晋交 01	15.00	2020-12-11
15 晋交 02	10.00	2020-12-30
16 晋交 01	10.00	2021-05-31
16 晋交 02	25.00	2021-08-23
16 晋交 03	15.00	2021-09-05
17 晋交 01	15.00	2022-05-03
17 山西交投 PPN001	15.00	2020-07-10
17 山西交投 PPN002	15.00	2020-07-14
17 山西交投 PPN003	10.00	2020-07-21
<b>合计</b>	<b>162.49</b>	<b>--</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

2018 年 9 月底，公司负债总额 774.76 亿元，较 2017 年底增长 19.77%，源于一年内到期的非流动负债及应付债券增长；公司负债总额中，流动负债占比较 2017 年底上升至 41.56%。2018 年 9 月底，公司一年内到期的非流动负债 160.75 亿元，主要是一年内到期的应付债券和长期借款；长期借款 234.64 亿元，较 2017 年底增长 3.19%；应付债券 191.20 亿元，较 2017 年底增长 17.67%，系公司新发行中期票据、私募债及定向融资工具所致。考虑公司永续债的最近一次赎回日及含权债券的下一行权日，2019~2021 年公司应付债券到期金额分别为 75.00 亿元、155.40 亿元、94.60 亿元，未来三年公司债券到期金额较大。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务有所增长，年均复合增长 7.58%。2017 年底，公司全部债务 524.92 亿元，其中短期债务占 25.62%，长期债务占 74.38%。债务指标方面，2015~2017 年，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均波动下降，2017 年底分别为 70.94%、66.45%和 59.57%，公司债务负担较重。

2018 年 9 月底，公司全部债务 631.02 亿元，较 2017 年底增长 20.21%，其中短期债务和长期债务占比分别为 31.30%和 68.70%，短期债务占比有所提升。债务指标方面，2018 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 74.33%、70.22%和

61.83%，公司债务负担较 2017 年底有所加重。若将所有者权益中的其他权益工具纳入有息债务计算，公司债务负担将进一步加重。

表 17 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
短期债务	73.23	161.48	134.49	197.54
长期债务	380.35	324.30	390.43	433.49
全部债务	453.58	485.78	524.92	631.02
资产负债率	72.07	70.84	70.94	74.33
全部债务资本化比率	67.57	66.19	66.45	70.22
长期债务资本化比率	63.60	56.65	59.57	61.83

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

整体看，近年来受公司铁路建设项目投入增加的影响，公司债务规模快速增长，有息债务规模较大，2020 年公司面临较大集中兑付压力，整体债务负担较重。

#### 4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入有所增长，年均复合增长 9.75%，2017 年，公司实现营业收入 256.03 亿元，同比增长 17.85%，主要系现代服务业板块收入增长所致。同期，公司营业成本与营业收入呈同步变动趋势，年均复合增长 9.69%，2017 年为 240.51 亿元，同比增长 17.05%。

2015~2017 年，公司期间费用分别为 50.64 亿元、41.13 亿元和 14.52 亿元，其中 2017 年大幅下降，主要系根据最新会计准则将政府给予公司的贴息补助直接冲减财务费用所致。同期，公司管理费用有所增长，年均复合增长 6.05%，主要系公司合并范围增加及管理层薪酬、办公费用增长所致。近三年，公司期间费用占营业收入比重逐年下降，分别为 23.83%、18.93%和 5.67%，仍对公司利润有较大侵蚀。

2015~2017 年，公司投资收益波动中有所下降，年均复合下降 12.49%，2017 年为 1.57 亿元，主要来源于持有联营企业股权带来的投资收益和处置股权收益。2015~2017 年，除贴息支持外，公司收到并计入损益的其他政府补

助分别为 5.38 亿元，1.19 亿元和 2.05 亿元。同期，公司利润总额有所波动，分别为 2.20 亿元、1.64 亿元和 2.11 亿元，政府补贴为公司利润的重要来源。

表 18 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	212.54	217.25	256.03
期间费用	50.64	41.13	14.52
营业利润	-37.14	-30.25	1.63
计入损益的政府补助	38.58	30.97	2.05
利润总额	2.20	1.64	2.11
营业利润率	5.69	5.14	5.62
总资本收益率	6.65	4.99	4.11
净资产收益率	0.79	0.51	0.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

注：上表中 2017 年计入损益的政府补助不含与财务费用冲减的政府贴息 25.52 亿元。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司营业利润率保持相对稳定，分别为 5.69%、5.14%和 5.62%。近三年，公司总资本收益率不断下降，分别为 6.65%、4.99%和 4.11%；同期，公司净资产收益率不断下降，分别为 0.79%、0.51%和 0.34%。公司整体盈利能力弱。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 186.13 亿元，完成上年营业收入的 72.70%，营业利润率 5.49%，利润总额 1.58 亿元。

总体看，近年来，公司营业收入保持增长，但大宗商品贸易、汽车客运和铁路运输等主业盈利空间小且期间费用对利润侵蚀较大，公司利润主要来源于政府补助及投资收益，整体盈利能力弱。

#### 5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，公司销售商品、提供劳务收到现金波动增长，分别为 224.66 亿元、222.14 亿元和 240.30 亿元；现金收入比逐年下降，分别为 105.70%、102.25%和 93.86%，公司收入实现质量尚可。同期，公司购买商品、接受劳务支付现金保持相对稳定，分别为 196.69 亿元、192.95 亿元和 197.74 亿元。公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主

要是与外部单位的往来款，2015~2017 年均呈快速下降趋势。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 11.11 亿元、7.64 亿元和 9.70 亿元。

2015~2017 年，公司投资活动以购建固定资产、无形资产支付现金和投资支付现金等支出项为主，主要是对铁路建设项目的持续投入。同期，公司投资活动现金流入快速增长，以收到其他与投资活动有关现金（政府贴息、国开基金注资、试运营收款、税收返还）为主。2015~2017 年，公司投资活动现金流量体现为大额净流出，且净流出规模快速增长。

2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量快速增长，主要为满足公司项目投资及到期债务偿付的资金需求。其中，吸收投资收到现金快速下降，分别为 39.61 亿元、24.01 亿元和 15.00 亿元；取得借款收到现金快速增长，分别为 77.61 亿元、114.21 亿元和 204.07 亿元。同期，公司筹资活动现金流出波动增长，分别为 100.15 亿元、97.99 亿元和 206.88 亿元，以偿还债务支付现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 29.10 亿元、40.26 亿元和 19.14 亿元。

表 19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	325.05	289.58	289.97
现金收入比	105.70	102.25	93.86
经营活动现金流出量	313.94	281.95	280.32
经营活动现金流量净额	11.10	7.62	9.65
投资活动现金流量净额	-14.27	-24.53	-32.20
筹资活动现金流量净额	29.10	40.26	19.14

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额 214.85 亿元；投资活动现金流量净额-30.54 亿元；筹资活动现金流量净额 87.72 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动获现能力尚可，投资支出规模较大，主要依靠债务融资筹集资金，未来公司参与铁路项目的计划投资金额大，存在较大的融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2017 年底分别为 127.47%和 110.18%；公司经营现金流动负债比分别为 6.40%、2.84%和 3.95%，经营性现金流量净额对流动负债保障弱。2018 年 9 月底，公司流动比率、速动比率分别为 130.55%和 117.49%，均较 2017 年底有所提升；公司现金类资产 214.18 亿元，为短期债务的 1.08 倍。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 不断下降，分别为 50.12 亿元、41.98 亿元和 39.76 亿元；同期，公司全部债务快速增长，公司全部债务/EBITDA 攀升，分别为 9.05 倍、11.57 倍和 13.20 倍。考虑到公司在山西省铁路建设投资领域的重要地位以及山西省政府对公司持续的大力支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2018 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 686.40 亿元，已使用额度 378.74 亿元，未使用额度 307.66 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

或有负债方面，截至 2018 年 9 月底，公司对外担保余额合计 18.36 亿元（见附件 1-4），担保比率 6.86%。公司担保对象均为山西国投子公司（国有控股或国有实际控制），其中，山西寿阳潞阳瑞龙煤业有限公司（以下简称“瑞龙煤业”）于 2015~2017 年均被列入全国法院失信被执行人名单。瑞龙煤业、山西寿阳潞阳麦捷煤业有限公司、山西潞安集团潞宁煤业有限责任公司及山西潞安集团和顺李阳煤业有限责任公司均系山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）下属煤企，此类担保系公司早期同潞安集团互保形成。潞安集团是山西省五大国有特大型煤炭生产集团企业之一，主营煤炭生产与销售，并涉及建材、房地产、煤化工、工程、电力等延伸产业，控股股东为山西国投，实际控制人为山西省国资委，

2017 年底，潞安集团资产总额 2417.79 亿元，所有者权益 495.88 亿元，2017 年实现营业收入 1607.50 亿元，利润总额 29.30 亿元。山西省旅游投资控股集团有限公司、山西能源煤层气有限公司及山西建设投资集团有限公司均系山西国投实际控制企业，公司未对被担保企业进行过代偿。总体看，公司的被担保企业行业及区域集中度较高，且个别被担保单位被列入全国法院失信被执行人名单，公司存在一定或有负债风险。

## 九、本期中期票据偿还能力分析

### 1. 本期中期票据对现有债务影响

本期中期票据计划基础发行规模 10 亿元，发行规模上限 18 亿元。本期中期票据拟发行规模上限 18 亿元，相当于 2018 年 9 月底公司长期债务的 4.15%，全部债务的 2.85%。本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。

2018 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 74.33%、70.22% 和 61.83%。以 2018 年 9 月底财务数据为基础，考虑公司于 2018 年 11 月 23 日发行的 5 亿元“18 山西交投 MTN002”，不考虑其他因素，以本期中期票据拟发行规模上限 18 亿元计算，本期中期票据发行后公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 74.88%、70.97% 和 63.05%，考虑到本期中期票据部分募集资金将用于偿还公司到期债务，预计其发行后公司债务指标将低于上述模拟值。

### 2. 本期中期票据偿债能力分析

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行规模上限的 18.06 倍、16.09 倍和 16.11 倍，经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行规模上限的 0.62 倍、0.42 倍和 0.54 倍，公司 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行规模上限的 2.78 倍、2.33 倍和 2.21 倍。公司经营活动现金流入量对本期中

期票据发行规模上限的保障程度很高，EBITDA 对本期中期票据发行规模上限的保障程度较好，经营活动流量净额对本期中期票据的保障能力弱。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度很高，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

## 十、结论

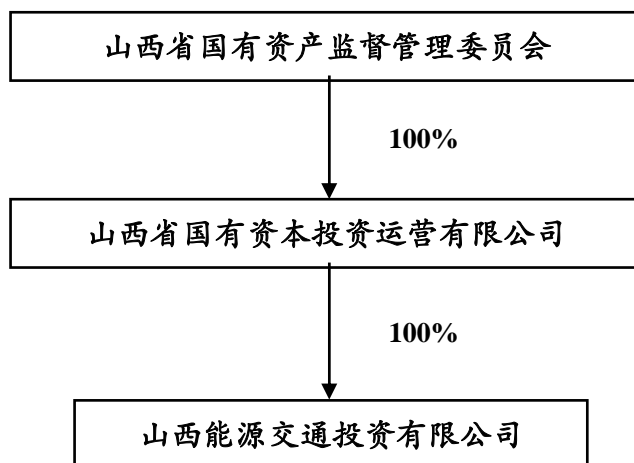
铁路在国民经济和社会发展中具有重要地位，属于国家重点扶持和发展的产业。公司作为山西省人民政府省级铁路建设项目出资人代表，业务具有区域垄断优势。

2017 年以来，山西省地方经济增速回升，财政实力持续增强，为地区企业发展提供了良好的外部环境。公司在政府补助、项目资本金和政府债转贷资金拨付等方面持续获得山西省政府大力支持。公司是山西省唯一的地方省级铁路投资建设与运输企业，公司运营管理铁路专用线在山西省内运力及区位优势显著，公路运输领域行业地位突出，具备较强的竞争实力。近年来，公司资产规模、营业收入保持稳定增长，整体资产质量尚可，但公司主业盈利空间小且期间费用对利润侵蚀较大，整体盈利能力弱，公司债务规模快速增长，债务负担较重，外部融资压力较大。

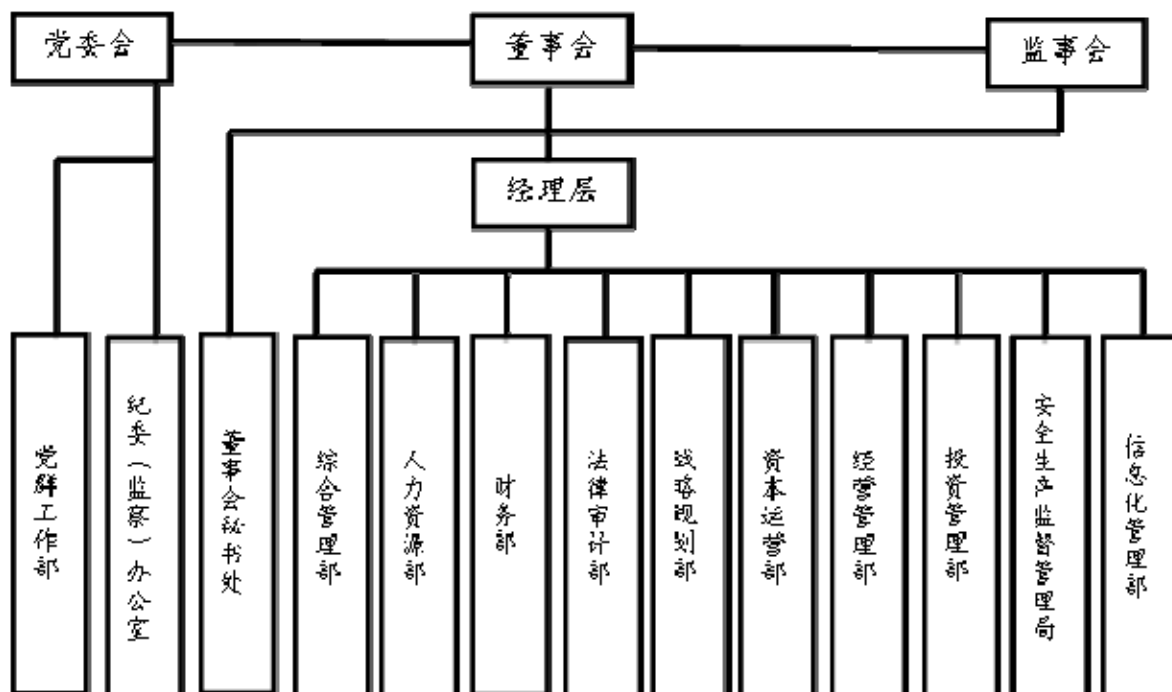
“十三五”期间，山西省计划打造覆盖全省的综合交通网络，加快构建大能力运输通道，提高铁路利用率和铁路经济效益，为公司提供了广阔的发展空间。未来，公司将在积极完成合资铁路投资任务的同时，着力建设物流旗舰企业集团，培育高新技术产业群，为公司可持续发展奠定基础。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度很高。整体看，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织机构图



### 附件 1-3 截至 2018 年 9 月底公司二级子公司情况

(单位: 万元、%)

序号	公司名称	注册资本	持股比例	主要经营范围
1	山西省物资产业集团有限责任公司	22899.15	100	物资内外贸易、仓储物流
2	山西汽车运输集团有限公司	73180.00	100	公路客货运输、物流配送
3	山西地方山西地铁有限责任公司	40000.00	100	铁路基本建设、客货运输管理
4	山西国际物流有限公司	50000.00	100	物流仓储、贸易
5	山西能投国际贸易有限公司	15000.00	100	物资贸易
6	山西能源产业集团有限责任公司	34886.90	100	能源、煤化工生产、煤炭等销售
7	山西省经济建设投资集团有限公司	347257.30	100	投资管理
8	晋鲁国际能源投资有限公司	10000.00	100	煤炭销售、物流仓储
9	山西企业再担保有限公司	50000.00	100	再担保
10	山西能投汇丰实业有限责任公司	5000.00	100	其他农业服务
11	山西商品电子交易中心股份有限公司	10000.00	100	互联网信息服务
12	山西太原铁路客运专线有限责任公司	855000.00	75	铁路工程建设
13	山西能投基础设施投资开发有限公司	50000.00	100	土地及地产开发
14	山西能投科技有限公司	5000.00	70	光伏电站项目的开发、设计、建设

附件 1-4 截至 2018 年 9 月底公司对外担保情况

(单位: 亿元)

被担保单位	余额	企业性质	担保方式	担保期限
山西寿阳潞阳瑞龙煤业有限公司	1.90	国有控股	连带责任保证	2013.12.11-2027.12.11
山西寿阳潞阳麦捷煤业有限公司	1.75	国有控股	连带责任保证	2013.12.11-2023.12.11
山西寿阳潞阳麦捷煤业有限公司	0.36	国有控股	连带责任保证	2014.12.15-2019.10.15
山西省旅游投资控股集团有限公司	2.00	国有控股	连带责任保证	2017.10.20-2018.10.19
山西省旅游投资控股集团有限公司	2.00	国有控股	连带责任保证	2018.02.02-2019.02.12
山西省旅游投资控股集团有限公司	2.00	国有控股	连带责任保证	2018.03.23-2019.03.22
山西省旅游投资控股集团有限公司	2.00	国有控股	连带责任保证	2018.08.30-2019.08.29
山西能源煤层气有限公司	0.57	国有控股	连带责任保证	2008.9.17-2028.12.15
山西潞安集团潞宁煤业有限责任公司	2.43	国有控股	连带责任保证	2015.2.16-2020.2.16
山西潞安集团和顺李阳煤业有限责任公司	0.35	国有控股	连带责任保证	2014.12.15-2019.10.15
山西建设投资集团有限公司	1.00	国有实际控制	一般保证	2018.08.24-2019.06.15
山西建设投资集团有限公司	1.00	国有实际控制	一般保证	2018.02.07-2019.02.06
山西建设投资集团有限公司	1.00	国有实际控制	一般保证	2018.02.09-2019.02.09
<b>合计</b>	<b>18.36</b>	--	--	--

**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	119.77	142.28	139.39	214.18
资产总额(亿元)	779.27	851.06	911.92	1042.32
所有者权益(亿元)	217.67	248.13	265.03	267.56
短期债务(亿元)	73.23	161.48	134.49	197.54
长期债务(亿元)	380.35	324.30	390.43	433.49
全部债务(亿元)	453.58	485.78	524.92	631.02
营业收入(亿元)	212.54	217.25	256.03	186.13
利润总额(亿元)	2.20	1.64	2.11	1.58
EBITDA(亿元)	50.12	41.98	39.76	--
经营性净现金流(亿元)	11.11	7.64	9.70	21.49
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	6.61	6.29	7.51	--
存货周转次数(次)	5.68	5.51	5.88	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.27	0.29	--
现金收入比(%)	105.70	102.25	93.86	98.95
营业利润率(%)	5.69	5.14	5.62	5.49
总资本收益率(%)	6.65	4.99	4.11	--
净资产收益率(%)	0.79	0.51	0.34	--
长期债务资本化比率(%)	63.60	56.65	59.57	61.83
全部债务资本化比率(%)	67.57	66.19	66.45	70.22
资产负债率(%)	72.07	70.84	70.94	74.33
流动比率(%)	165.38	119.33	127.47	130.55
速动比率(%)	145.09	104.69	110.18	117.49
经营现金流动负债比(%)	6.40	2.84	3.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.16	1.14	1.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.05	11.57	13.20	--

注：1.其他应付款中有息部分计入全部债务，到期日在一年以内的计入短期债务，到期日在一年以上的计入长期债务；其他流动负债中有息部分计入短期债务；长期应付款中有息部分计入长期债务。

2.公司 2018 年前三季度合并报表未经审计。



### 附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
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%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	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	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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

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。

## 联合资信评估有限公司关于 山西能源交通投资有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等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。

山西能源交通投资有限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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

山西能源交通投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山西能源交通投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山西能源交通投资有限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山西能源交通投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山西能源交通投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山西能源交通投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山西能源交通投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对山西能源交通投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山西能源交通投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。