跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1776 号

华远国际陆港集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

华远国际陆港集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

华远国际陆港集团有限公司公开发行的“20 华港 Y1”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

华远国际陆港集团有限公司
公开发行公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：
跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定
债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 华港 Y1	10 亿元	3+N	AA+	AAA	2020/02/28

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日
主要财务数据：

合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,012.12	1,049.50	1,073.16
所有者权益（亿元）	341.07	381.17	382.36
长期债务（亿元）	370.32	320.86	329.66
全部债务（亿元）	517.06	529.57	546.91
营业收入（亿元）	248.68	239.96	38.11
利润总额（亿元）	2.48	4.17	0.29
EBITDA（亿元）	19.24	22.79	--
经营性净现金流（亿元）	28.20	10.55	-14.52
营业利润率（%）	6.19	5.42	4.62
净资产收益率（%）	0.42	0.71	--
资产负债率（%）	66.30	63.68	64.37
全部债务资本化比率（%）	60.25	58.15	58.85
流动比率（倍）	1.26	1.15	1.17
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.06	2.38	--
EBITDA/待偿本金（倍）	1.92	2.28	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	720.57	749.73	744.20
所有者权益（亿元）	302.85	335.53	335.79
全部债务（亿元）	399.69	397.16	393.28
营业收入（亿元）	0.38	0.34	0.00
利润总额（亿元）	-0.62	0.13	0.25
资产负债率（%）	57.97	55.25	54.88
全部债务资本化比率（%）	56.89	54.21	53.94

注：1．本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2．本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3．本报告将其他应付款、其他流动负债中付息部分计入短期债务核算，将长期应付款、其他非流动负债中付息部分计入长期债务核算；4．2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5．EBITDA/待偿本金（倍）=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金

评级观点

跟踪期内，华远国际陆港集团有限公司（以下简称“公司”）作为山西省重要的地方铁路运输及建设投资运营主体，区域竞争优势显著，并继续获得政府大力支持，资本实力提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司建设完成的铁路投资回报率很低、存在较大的短期偿付压力等因素对其信用水平带来不利影响。

未来，随着公司转型升级和现代物流业务多元化发展，公司的经营实力或将进一步增强。

综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时上调“20 华港 Y1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**外部发展环境良好。**山西省是我国重要的煤炭能源生产及输出大省，经济实力稳步增长，为公司提供了良好的外部发展环境。

2．**区域竞争优势显著。**公司作为山西省重要的地方铁路运输和建设投资运营主体，区域竞争优势显著。

3．**继续获得政府大力支持。**公司参与投资的山西省内国家重点铁路项目，继续获得政府在贷款贴息、专项建设资金及政府债券资金偿付等方面的大力支持。

4．**资本实力提升。**得益于资本公积及政府债券转增实收资本，公司资本实力提升。截至 2019 年末，公司实收资本较上年末增加 118.67 亿元至 181.97 亿元。

关注

1．**铁路投资回报率依然很低。**公司建设完成的铁路大部分处于亏损状态，投资回报率依然很低。

2．**短期偿付压力较大。**跟踪期内，公司债务规模继续扩大，且存在较大的短期偿付压力。

分析师

黄旭明　登记编号（R0040218040012）
杨廷芳　登记编号（R0040219010001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

公司原名山西能源交通投资有限公司，2020 年 4 月经晋国资运营函〔2020〕36 号文件批复，公司更为现名，并修改了公司经营范围和办公地址。跟踪期内，公司股东及实际控制人均未发生变化。经山西省财政厅批准，公司将部分资本公积转增实收资本，截至 2019 年末公司实收资本由年初的 63.30 亿元增至 181.97 亿元。截至 2020 年 5 月末，公司注册及实收资本均为 181.97 亿元，唯一股东为山西省国有资本运营有限公司（以下简称“晋国资”），实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）。

公司经营范围变更为：资本运营、再担保业务（非金融类）；国际陆港、物流园区建设及运营、仓储（危化品除外）、配送服务；道路货运、旅客运输、城市公共交通运输；多式联运服务；国内水路、沿海货物运输；集装箱业务；远洋货物运输、航空货运；道路旅客运输站、货物运输站经营；进出口货物及保税货物的装卸、储存、加工、装配、改装、展示、运输、贸易、寄售业务以及经营免税商店；跨境电子商务（不含支付结算）；进出口贸易及货物运输代理（国家规定限制的除外）无船承运业务；无车承运业务；供应链管理服务；机动车维修；汽车销售、租赁、维修及售后服务；物流装备研发与制造；城市基础设施投资、建设与管理运营；房地产开发与经营；物业管理及综合配套服务；物流会展及相关服务；物联网、云计算、大数据等物流信息技术开发及服务。（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）

跟踪期内，公司组织结构未发生变化。

截至 2020 年 3 月末，公司拥有二级子公司 15 家（见附件 3），本部拥有在职员工 137 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,049.50 亿元，负债合计 668.33 亿元，所有者权益 381.17 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 345.38 亿元。2019 年，公司实现营业收入 239.96 亿元，净利润 2.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.45 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,073.16 亿元，负债合计 690.80 亿元，所有者权益 382.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益 344.87 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 38.11 亿元，净利润 0.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 22.98 亿元。

公司办公地址变更为山西示范区太原唐槐园区龙盛街 18 号 4 号楼 909 室；法定代表人：武强。

二、债券发行及募集资金使用情况

2020 年 5 月 7 日，公司发行“华远国际陆港集团有限公司 2020 年公开发行可续期公司债券（第一期）”，发行规模 10.00 亿元，期限 3+N 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年）或选择在该周期末到期全额兑付本期债券，同时附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“20 华港 Y1”发行票面利率 4.49%，于 2020 年 5 月 7 日挂牌上市，债券简称“20 华港 Y1”，债券代码“163518.SH”，行权日为 2023 年 5 月 7 日。“20 华港 Y1”采用单利按年计息，不计复利。

“20 华港 Y1”募集资金扣除发行承销费后用于偿还有息负债。公司募集资金扣除费用后 9.96 亿元，截至 2020 年 5 月末，募集资金已使用 0.61 亿元，剩余 9.35 亿元。

截至本报告出具日，“20 华港 Y1”尚未到第一个利息支付日。

三、行业及区域经济分析

公司作为山西省地方铁路投资建设主体，主营业务为铁路投资建设、大宗贸易等。行业分析将围绕铁路建设及大宗贸易行业展开。

1. 铁路投资建设

铁路在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国铁路运输的客货运量增长较快，铁路建设规模维持较高水平，未来仍有较大发展空间。随着铁路运输供给侧结构性改革的逐步深入，中国铁路市场活力不断增强，行业发展前景良好。联合评级维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

（1）行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。

截至 2019 年末，中国铁路营业里程 13.9 万公里以上，其中高铁 3.5 万公里；全国铁路路网密度 145.5 公里/万平方公里；其中，复线里程 8.3 万公里，复线率 59.0%；电气化里程 10.0 万公里，电化率 71.9%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：中国国家铁路集团有限公司（原中国铁路总公司，以下简称“国铁集团”）独资投建铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国铁集团控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续的运营管理。

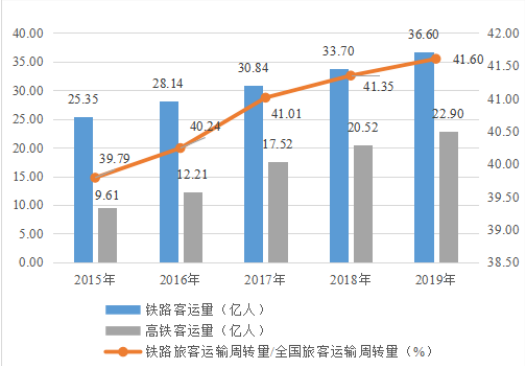
（2）铁路运输

铁路是现代主要的运输方式之一，由于其不易受气候和自然条件等因素影响，且运输能力及单车装载量大，在运输的经常性和低成本性方面具备明显优势。

客运量方面，近年来，中国铁路旅客运量及周转量呈较快增长；受益于高铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2019 年，全国铁路旅客发送量 36.60 亿人，同比增长 8.40%；铁路旅客周转量 14,706.64 亿人公里，同比增长 4.0%，占全国旅客运输周转量比重为 41.60%，较上年提升 0.25 个百分点，位居四大交通运输方式之首。其中，全国高铁旅客发送量 22.90 亿人，同比增长 14.20%，增速维持高位；高铁动车组客运量占铁路总客运量比重增至 62.57%，同比提升约 3 个百分点。

客运价格变化方面，2019 年 12 月，国铁集团进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。

图 1　中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合评级根据中国铁道统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。2019 年，中国铁路货运总发送量 43.89 亿吨，同比增长 7.2%；铁路货运总周转量 30,181.95 亿吨公里，同比增长 4.3%。从运输货种看，煤为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在 40%[1]左右，其次为金属矿石、钢铁及有色金属，占比在 7%左右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019 年周转量占全国货物周转量的比重约为 15%。

货运价格变化方面，2019 年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，国铁集团在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，还采取降了低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。

（3）铁路投资

基本建设方面，“十三五”期间，中国铁路行业固定资产投资保持相对稳定，年投资额均维持在 8,000 亿元以上规模，经历三年建设期后，投产新线大幅增长，以高铁为主。根据国家铁路局发布的《中国铁道统计公报》，2019 年，中国铁路行业完成固定资产投资 8,029 亿元，投产新线 8,489 公里，其中高速铁路 5,474 公里。

表 1　中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

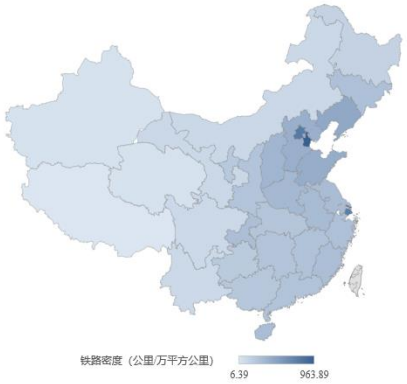
项目	2018 年	2019 年
固定资产投资	8,028	8,029
投产新线	4,683	8,489
高铁投产新线	4,100	5,474
新开工项目数	22	26

资料来源：联合评级根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，截至 2019 年末，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大：其中，天津铁路密度最高，达 963.89 公里/万平方公里，北京、上海次之，铁路密度均超过 700 公里/万平方公里；西藏密度最低，为 6.39 公里/万平方公里，云南、新疆、青海同样较低，均不足 100 公里/万平方公里。总体看，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

[1] 统计口径为国家铁路

图 2　中国铁路路网密度情况



注：香港、台湾、澳门地区未纳入统计
资料来源：联合评级根据中国统计局披露数据整理

2020 年是“十三五”规划收官之年，按照规划目标，至“十三五”末，中国铁路的营业里程计划达到 15 万公里，其中高速铁路营业里程达到 3 万公里。截至 2019 年末，中国已完成“十三五”规划中高速铁路建设总体要求，全国铁路总里程和规划目标还有 1.1 万公里的差距。根据《2019 年政府工作报告》及国铁集团发布的建设计划，2020 年中国将推进“八纵八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设，积极支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群、都市圈城际铁路、市域（郊）铁路规划建设等，全国计划完成铁路投资 8,000 亿元。

（4）行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，加快推进铁路建设，既利当前，又利长远，对稳增长、调结构、惠民生具有重要意义。中国铁路投资长期以中央政府投资为主导，在“十二五”时期经历了高速发展阶段。随着铁路建设的快速推进，国铁集团也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一、投资效率不足等问题日益凸显；此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此，国家相关部门颁布了系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

2018 年 9 月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019 年 9 月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。

表 2　铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015 年 7 月 10 日	《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》发改基础〔2015〕1610 号	全面开放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、建立健全工作机制
2015 年 10 月 12 日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015 年 12 月 23 日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070 号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：对在中央管理企业全资及控股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；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定
2017 年 12 月 14 日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题	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，具体包括：1、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、

发布日期	文件名称	主要内容
	的通知》发改价格〔2017〕2163号	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。2、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。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018 年 9 月 17 日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018－2020 年）的通知》国办发〔2018〕91 号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域）为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量
2019 年 9 月 19 日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通

资料来源：联合评级整理

（5）未来发展

2020 年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降，并导致大量建设工程项目暂停。2020 年 1－3 月，全国铁路运输旅客发送量和周转量同比分别下降 55.1%和 53.3%，货运总发送量同比增长 1.7%，货运总周转量同比下降 1.9%；铁路固定资产投资累计完成额同比下降 21.0%。截至 2020 年 4 月 8 日，中国境内跨省市交通管控措施均已解除，大众可凭健康码有序流动，铁路客货运需求及投资进度有望逐步恢复。

长期而言，铁路投资是基础设施建设稳增长、拉动内需的重要发力点，尤其在经济下行压力加大的情况下，能够对促进经济平稳健康发展发挥关键作用。目前，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，供需矛盾仍然紧张，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

根据《中长期铁路网规划》，到 2025 年中国铁路网规模计划达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里；到 2030 年，基本实现内外互联互通、省市区县通达覆盖。届时，不同铁路之间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好的经营基础。同时，铁路货运价格下浮有助于增加铁路货运竞争优势，加之“公转铁”政策的大力推行，铁路货运市场份额有望继续扩大；铁路客运价格调整有助于优化资源配置，改善铁路运输企业营收状况。随着铁路供给侧改革的深入实施，社会资本参与合作竞争的意愿有望增强，铁路投融资方式有望逐步多元化，有助于缓解国铁集团债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。联合评级维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

2．区域经济

山西省作为中国重要的煤炭能源生产及输出大省，经济实力稳步增强，公司发展的外部环境良好。

山西省区域经济属于典型的资源依赖型，作为我国重要的能源大省，省内拥有丰富的煤炭、铝土和铁等自然资源。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。根据《山西省 2019 年国民

经济和社会发展统计公报》，2019 年，山西省实现地区生产总值（GDP）17,026.68 亿元，按可比价格计算，较上年增长 6.2%。固定资产投资方面，2019 年山西省固定资产投资增长 9.3%。分产业来看，第一产业投资增长 16.3%；第二产业投资增长 5.4%，其中工业投资增长 5.4%；第三产业投资增长 11.4%，其中基础设施投资增长 13.9%。

铁路运营方面，2019 年，山西省货物运输量 21.93 亿吨，增长 3.7%，其中铁路完成 9.13 亿吨，增长 7.1%；公路货运量 12.80 亿吨，增长 1.4%。全省累计完成货运周转量 4,690.40 亿吨公里，增长 4.5%，其中铁路货运周转量完成 2,774.70 亿吨公里，增长 7.5%，公路货运周转量完成 1,915.60 亿吨公里，增长 0.4%。

根据《山西省 2019 年一般公共预算收支情况》，2019 年山西省一般预算收入 2,347.6 亿元，增长 2.4%，其中税收收入 1,783.5 亿元，增长 8.4%。全省一般公共预算支出 4,713.1 亿元，增长 10.0%。财政自给率 49.8%，财政自给程度一般。2020 年一季度，全省完成一般预算收入 617.4 亿元，较上年同期下降 17.8%，其中税收收入完成 423.3 亿元，较上年同期下降 26.3%。

四、外部支持

山西省政府在贷款贴息、专项建设资金及地方政府债券资金偿付等多方面继续给予公司大力支持；2019 年，得益于资本公积及政府债券转增实收资本，公司资本实力提升。

（1）贷款贴息

根据山西省财政厅相关政策性文件（具体见表 3），山西省财政厅对公司所申请的铁路建设项目贷款进行贴息。2018－2019 年，公司分别获得山西省财政厅贷款贴息 18.60 亿元和 29.54 亿元，直接冲减当年财务费用。

（2）专项建设资金及地方政府债券资金拨付

由于公司在山西省铁路建设及运营的地位突出，山西省财政厅不断向公司拨付专项建设资金，发行地方政府债券及置换债券用于当地铁路建设。2018 年，公司收到专项建设资金 4.00 亿元，计入专项应付款科目。

2018 年及 2020 年一季度，山西省政府所发行的地方政府债券（包含置换债券）用于公司铁路建设的规模分别为 22.50 亿元和 10.00 亿元，计入长期借款科目。

（3）资本金注入

资本公积转增实收资本

2019 年，根据《山西省财政厅关于转增国家资本金的通知》（晋财建一〔2019〕300 号），公司将部分资本公积转增资本，增加实收资本 86.67 亿元。

政府债券转增实收资本

2019 年，根据《山西省财政厅关于调增山西能源交通投资有限公司国家资本金的通知》（晋财建一〔2019〕242 号），公司将原计入长期借款科目的 32.00 亿元地方政府债券转增实收资本，增加实收资本 32.00 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司实收资本为 181.97 亿元。

综合影响下，跟踪期内，公司资本实力提升。

表 3　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司外部支持情况（单位：亿元）

年份	补贴项目	金额	文件号
2018 年	政府置换债券	2.50	晋财建一〔2018〕22 号
	地方政府债券	20.00	晋财债〔2018〕23 号
	财政厅拨付贷款贴息	1.00	晋财建一〔2018〕68 号
	财政厅拨付贷款贴息	1.50	晋财建一〔2018〕37 号
	铁路建设专项资金	4.00	晋财建一〔2018〕37 号
	财政厅拨付贷款贴息	0.50	晋财建一〔2018〕220 号
	财政厅拨付贷款贴息	15.60	晋财建一〔2018〕289 号
	合计	**45.10**	--
2019 年	山西省发改委拨付贷款贴息	1.00	晋发改交通发〔2020〕89 号
	山西省发改委拨付贷款贴息	28.54	晋发改交通发〔2020〕92 号
	合计	**29.54**	--
2020 年 1－3 月	地方政府债券	10.00	晋财债〔2020〕5 号

注：外部支持中涉及资本金注入的相关情况未在表内列示
资料来源：公司提供

五、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员发生变更，所涉及的人事变更均为正常人事变更，对公司日常经营管理无重大不利影响；董事会成员变动对董事会决议有效性无不利影响。

2020 年，根据山西省人民政府出具的《山西省人民政府关于张志仁等 6 人任免职务的通知》（晋政任〔2020〕11 号）、《山西省人民政府关于李和林等 10 人任免职务的通知》（晋政任〔2020〕13 号）、《山西省人民政府关于高建光等 9 人任免职务的通知》（晋政任〔2020〕14 号）以及《山西省人民政府关于李东刚等 7 人任免职务的通知》（晋政任〔2020〕17 号），公司原董事长、副董事长、董事、总经理、副总经理等职务免除。山西省人民政府任命武强为董事长，任命谷建春为公司副董事长并提名为总经理人选，任命高建光为公司副董事长，提名何向荣为公司总会计师人选。

武强先生，1962 年出生，研究生学历。曾任山西省政府办公厅正处级秘书，山西省经济建设投资集团公司（以下简称“山西经建投”）党组成员、副总经理，山西煤炭运输集团党委副书记，山西省质量技术监督局党组成员、副局长，公司董事、党委委员、总经理，现任公司董事长。

谷建春，1968 年出生，本科学历。曾任山西经建投干事、副处长、处长、资产二处处长，山西创业投资有限公司经理，山西经建投董事、总经理，公司党委委员，现任公司副董事长、总经理。

除此之外，公司董事会成员发生变更，成员人数由 6 名变更为 5 名，其中董事长 1 名、董事 4 名，且均已到任，公司章程已对上述变更进行修订。

六、经营分析

1. 经营概况

受合并范围变化的影响，公司收入小幅下滑，现代服务及新能源业务毛利率的下降使得公司综合毛利率小幅下降。

2019 年，受合并范围变化的影响，公司营业总收入较上年下降 3.51%。

从收入构成看，2019 年，由于收入计算口径有所变化，公司铁路运输业务较上年增长 21.47%。

现代物流收入主要为贸易收入，受合并范围变化的影响，该业务收入较上年下降 12.20%。现代服务主要是汽车运输业务，2019 年收入稳步增长。新能源业务主要为加气站天然气销售业务，得益于公司推出优惠活动以扩大营销规模、扩大客户范围等因素，该业务 2019 年收入较上年大幅增长 38.50%。金融服务业收入来源于山西商品电子交易中心股份有限公司（以下简称“商品交易中心”）的交易收入和山西企业再担保有限公司（以下简称“山西再担保”）的担保收入，2019 年收入较上年增长 44.76%，但占比很小，对营业收入影响不大。

表 4　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 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
铁路运输业	25.80	10.37	11.71	31.34	13.06	13.94	7.47	19.60	11.91
现代物流业	163.84	65.88	2.37	143.80	59.93	2.28	25.49	53.77	2.44
现代服务业	49.34	19.84	13.52	51.33	21.39	6.41	3.50	22.30	4.22
新能源产业	8.65	3.48	24.16	11.98	4.99	17.95	1.50	3.94	21.33
金融服务业	1.05	0.42	96.19	1.52	0.63	70.38	0.15	0.39	46.67
合计	**248.68**	**100.00**	**6.71**	**239.96**	**100.00**	**5.90**	**38.11**	**100.00**	**4.99**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019 年，公司铁路运输、现代物流毛利率均维持稳定。现代服务毛利率较上年下降 7.11 个百分点，主要系公司当年扩大营销规模、采用折扣营销导致销售成本大幅增长所致。金融服务业务毛利率有所下降但仍处于较高水平。受上述因素的综合影响，2019 年，公司综合毛利率小幅下降 0.81 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 38.11 亿元，较上年同期下降 32.19%，主要系现代物流收入下降所致。其中，铁路运输、现代服务收入较上年同期变化不大；现代物流收入受贸易规模的缩减较上年同期下降 47.16%；新能源业务收入较上年同期大幅下滑，主要系受新冠肺炎疫情影响，该业务基本处于停滞状态。2020 年 1－3 月，公司综合毛利率为 4.99%，较上年同期有所下滑。

2. 铁路运输及投资业务

跟踪期内，公司地方铁路运输保有量仍较大，区域竞争优势显著；公司所承建的铁路项目截至本报告出具日仍有大部分未产生投资收益，持续亏损。

（1）铁路运输

公司铁路运输仍由子山西地方铁路集团有限责任公司（以下简称“山西铁路”）经营。

山西铁路是山西省内重要的地方铁路运输企业，业务区域竞争优势显著，其经营管理的地方铁路线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、内蒙古等地煤炭入境山西铁路运输的纽带。截至 2020 年 3 月末，山西铁路实际控制的地方铁路有孝义－柳林（孝柳）、武乡－沁县（武沁）、宁武－静乐（宁静）三条铁路，运营总里程为 327.64 公里。

表 5　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司主要铁路线经营情况（单位：公里、万吨、亿元）

铁路线	运营里程	货物发运量			营业收入		
		2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
孝柳铁路	116.00	1,730.00	1,748.21	363.93	17.67	21.48	4.98
宁静铁路	93.64	256.00	349.00	84.00	0.47	0.88	0.12

铁路线	运营里程	货物发运量			营业收入		
		2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
武沁铁路	118.00	331.00	553.21	35.04	0.67	1.41	0.42
合计	**327.64**	**2,317.00**	**2,650.42**	**482.97**	**18.81**	**23.77**	**5.51**

资料来源：公司提供

公司铁路运营业务收入包括运输费用、货车占用费、综合服务费等，以运输费用为主。2019 年，公司全面执行《铁路货物运输进款结算办法（试行）》（铁总财〔2017〕333 号）文件，实施全程货物运费计入收入，得益于此，铁路运营业务收入较上年增长 21.47%。

除上述孝柳铁路、宁静铁路、武沁铁路外，山西铁路与太原铁路局共同设立了大同地方铁路有限责任公司（以下简称“大同铁路”），大同铁路是公司与太原铁路局联合经营、管理的铁路专用线，但该部分产权不属于公司，由太原铁路局持有。

除铁路运营外，公司同时对部分铁路代为经营管理，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、山西晋鑫泰煤炭运销有限责任公司专用线、胡会煤站专用线等 90 余条，公司仅将按照一定比例计提的管理费用确认收入，收入规模不大，对铁路运输收入影响不大。

（2）铁路投资

铁路投资仍由公司本部承担。公司作为山西省从事铁路投资、建设和管理的大型国有企业，受山西省政府的委托，在国铁集团与山西省合资国家重点铁路项目中履行山西方产权代表的权利和义务。铁路建设过程中，项目建设资本金由国铁集团和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。公司铁路投资成本计入“可供出售金融资产”“其他应收款”“其他非流动资产”和“长期股权投资”科目，铁路建成投产后项目收益则采用按持股比例进行分配，计入“投资收益”科目。截至 2019 年末，公司已参与投资建设 10 条铁路及太原南站枢纽，总投资 3,362.43 亿元，需由公司代表山西省政府直接投入资金 562.42 亿元。

表 6　截至 2019 年末公司主要铁路出资情况（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	155.11	已完工
中南铁路	1,037.91	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	25.56	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	113.38	11.55	--	11.55	已完工
阳大铁路	45.79	45.79	12.44	39.16	12.44	在建
大张铁路	180.50	152.76	61.40	40.19	54.30	在建
太焦铁路	431.30	392.22	123.10	61.41	94.60	在建
大原铁路	171.00	171.00	64.13	75.00	10.00	在建
合计	**3,362.43**	**2,433.51**	**562.42**	--	**476.80**	--

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资，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
资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司已完成的铁路投资项目包括大西铁路、中南铁路、吕临铁路、太兴铁路、

黄韩侯铁路、太原南站等，上述项目已完成投资额 305.46 亿元，仅黄韩侯铁路产生 0.16 亿元投资收益，其余铁路尚未产生投资收益，持续亏损。同期，公司在建铁路项目包括阳大铁路、大张铁路、大原铁路和太焦铁路，上述项目公司计划总投资额 261.07 亿元，累计已投资 171.34 亿元，尚需投资 89.73 亿元，暂无拟建项目，未来面临较大的资本支出压力（详情见表 7）。

表 7　截至 2019 年末公司在投铁路项目情况

指标	大同－张家口	阳泉－大同	太原－焦作	大同－原平
总里程（公里）	141.52	79.07	362.10	147.25
其中：山西	126.44	79.07	328.18	147.25
计划工期（年）	4.00	3.00	5.00	4.50
货运能力（亿吨）	--	0.25	--	--
客运能力（万人）	4,500.00	63.00	4,000.00	3,500.00
计划总投资（亿元）	180.50	45.79	431.30	171.00
其中：山西	152.76	45.79	392.22	171.00
已完成投资（亿元）	54.30	12.44	94.60	10.00
2020 年计划出资（亿元）	0.40	--	18.10	9.13

资料来源：公司提供

由于资本金到位具有一定滞后性，公司前期建设资金主要来源于自有资金和外部融资，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补偿。2018－2019 年，公司分别收到山西省政府铁路投资建设的各项资金 45.10 亿元和 29.54 亿元。

3. 现代物流

受合并范围变化的影响，公司现代物流收入较上年有所下降，山西能产的划出可能会对公司现代物流收入产生一定影响。

公司现代物流仍主要由子公司山西省物资产业集团有限责任公司（以下简称“山西物产”）、山西能源产业集团有限责任公司（以下简称“山西能产”）、山西能投国际贸易有限公司（以下简称“山西能投”）和山西国际物流有限公司（以下简称“山西物流”）负责经营。

2019 年，受合并范围变化的影响，公司现代物流收入较上年下降 12.20%。2019 年 7 月，公司将持有的山西能产 100%股权以 4.67 亿元的账面价值协议转让至山西省国资委，山西能产 2019 年产生的贸易收入不纳入公司合并范围。

除煤炭销售外，公司销售的其他贸易品种种类较多，每一品类收入占比不大，因此下文主要介绍煤炭销售贸易。

山西能产是山西省煤炭发运计划单列单位，在煤炭运销领域区域垄断性较强。截至 2020 年 3 月末，山西能产拥有 23 个煤炭发运站点，分布在山西省 10 个地级市内。2019 年，得益于煤炭市场行情向好，公司煤炭贸易量较上年增长 7.36%，但其较低的市场价格使得煤炭销售收入较上年下降 20.16%（平均售价较上年下降 35.88%）；煤炭对贸易收入贡献率仍较高，2019 年在贸易收入中占比为 47.40%。

表 8　2018－2019 年公司煤炭贸易销售情况

项目	2018 年	2019 年
煤炭贸易量（万吨）	1,544.00	1,657.60
煤炭销售收入（亿元）	92.82	68.16

平均售价（元/吨）	697.28	447.08

资料来源：公司提供

供应链分布方面，煤炭贸易的上游供应商较为稳定，主要是山西各地区的多家煤炭贸易企业，2019年，煤炭贸易前五大供应商采购量和前五大下游客户销售量分别为362.90万吨和406.77万吨，占总采购量和总销量的比重分别为 21.89%和 24.54%，集中度均不高。公司煤炭业务延续以销定采的模式，因其采用预收现付制，资金回款较好。

2020年1－3月，煤炭实现销售收入12.93亿元，完成贸易量227.20万吨。

4. 现代服务

随着汽车运输收入的增加，公司现代服务收入有所增长，公司未来计划发展第三方物流业，或将为公司现代服务板块带来新的增长点。

公司现代服务业务主要是汽车运输，仍由子公司山西汽车运输集团有限公司（以下简称“山西汽运”）经营；除汽车运输外，该板块还包含房地产、物业租赁等多个子板块，各子板块收入占比不大。

山西汽运的运输收入包含客运、货运、汽车修理及配件销售和其他业务。货运和汽车修理及配件销售是运输收入的主要来源，2019 年，汽车运输收入较上年增长 12.16%，主要系货运收入增长所致。

表9　2018－2019年及2020年1－3月公司汽车运输收入构成情况（单位：亿元）

项目名称	2018年	2019年	2020年1－3月
客运	6.40	7.50	0.52
货运	13.10	16.05	2.07
汽车修理及配件销售	8.80	8.19	2.15
合计	**28.30**	**31.74**	**4.74**

资料来源：公司提供

（1）客运

山西汽运拥有遍布全省各地市的客运站点，客运线路和货运线路辐射 23 个省。2019 年，山西汽运公路客运量较上年增长6.67%，处于稳步增长态势。山西汽运计划自2019年起大力发展旅游服务业，对班线进行调整，减少公司化经营班线、市际班线和区内及农村班线，相应增加旅游班线。但旅游客流量并未达到预期，随着居民出行方式的变更，大部分游客选择自驾游或者铁路出行，山西汽运旅客周转量较上年下降7.58%。截至2020年3月末，公司拥有公司化经营班线1,036班次、市际班线850班次、区内及农村班线830班次。

表10　2018－2019年及2020年1－3月山西汽运的主要客运经营指标情况

项目	2018年	2019年	2020年3月
客运车辆（辆）	7,200	8,133	8,042
公司化经营班线（班次）	1,343	1,211	1,036
市际班线（班次）	1,394	1,300	850
区内及农村班线（班次）	2,006	1,604	830
旅游班线（班次）	266	370	395
客运站（个）	111	111	121

公路客运量（亿人）	1.05	1.12	0.09
旅客周转量（亿人公里）	132	122	31

资料来源：公司提供

公司客运业务收入主要包括客运收入和社会车辆管理费收入，业务模式较上年均未发生变化。随客运量的增长，2019 年山西汽运客运收入较上年增长 17.19%。

（2）货运

山西汽运货运运输方式、结算方式较上年均未发生变化。2019 年，随着货运量的小幅增长，加之运输货物品类增加、单价小幅增长，山西汽运货运收入较上年增长 22.52%。

表 11　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月山西汽运的主要货运经营指标情况（单位：辆、亿吨公里、万吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
货运车辆	5,812	5,223	4,812
货物周转量	42	35	8
公路货运量	1,759	1,789	177

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司运营的大型货运站点 7 个，小件快运网点 1,840 个，大中型货源基地 46 个。此外，公司加快第三方物流发展步伐，努力构建营销物流网络，与隆力奇、爱立信、德克士、沃尔玛等商家广泛合作，由单一的经营物流市场逐步向第三方物流迈进。公司未来计划大力发展第三方物流，拓宽公司货运业务范围及业务种类，公司货运业务或将迎来新的增长点。

（3）汽车维修及配件销售

2019 年，山西汽运汽车维修及配件销售收入较上年下降 6.93%。截至 2019 年末，公司已拥有 33 个汽车维修厂站，遍布山西省各地市，其中一类维修企业 19 个，二类维修企业 14 个，各类特约维修服务站 184 个，相关从业人员 650 人。近年来，公司还拓展了汽车 4S 店业务，建设了包含标志、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 6 个，在山西省内的汽车维修及配件销售领域具有一定地位。

5. 新能源

2019 年，新能源业务收入有所提升，但受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度新能源业务基本处于停滞状态，短期内对该业务影响大。

公司新能源板块仍主要由山西汽运负责，收入来源于加气站的天然气销售收入。

跟踪期内，公司业务模式延续。2019 年，公司扩大了太原东客站加气站的天然气供应量，其销售对象主要为太原市公共交通总公司，销售对象稳定且利润较高，加之当年公司以折扣营销的方式扩大了销售客户范围，以上因素综合影响下，山西汽运新能源业务收入较上年大幅增长 38.50%，但随着营销成本的增加，新能源业务毛利率较上年有所下滑。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，居民出行少、货物运输量大幅下降，对天然气的需求大幅减弱，该业务基本处于停滞状态，短期内疫情对公司新能源业务的影响大，随着疫情的逐步缓解，公司新能源业务有望恢复正常运营。

6. 金融服务

公司金融服务板块收入有所增长，但其收入占比较小，对公司整体收入影响不大。

公司金融服务板块仍由子公司山西再担保和商品交易中心负责经营，含融资租赁、资产管理服务费、再担保等业务，2019 年收入有所增长主要系担保收入增长所致。

2019 年，山西再担保实现担保费收入 730.55 万元，较年初增长 23.63%；净利润 818.22 万元，较年初增长 41.26%。截至 2019 年末，山西再担保担保责任余额 3.23 亿元（较年初下降 41.79%），在保客户共计 35 户，全部为贷款担保；2019 年全年累计解除到期担保金额 6.20 亿元，较年初增长 29.52%。从担保期限看，截至 2019 年末，山西再担保担保余额 1 年以内（含）占 93.73%，1~3 年（含）占 6.27%。山西再担保担保企业以中、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。

7. 未来发展

未来，公司将全力提升企业核心竞争力，努力成为产融结合特色明显的现代化物流企业。公司计划构建三大基础体系：以出省铁路通道为主干、5 条地方铁路为支撑、企业专用线为外延的物流集运体系；以各类物流园区（包括煤炭配送基地）为空间承载的仓储配送体系；以网络化技术为支撑、信息服务平台为载体的现代物流服务体系。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018－2019 年合并财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。公司根据财政部最新发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，会计政策的变更主要对财务报表项目列示产生影响，对公司的净利润、总资产和净资产不产生实质影响。

公司根据最新的企业会计准则，将发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收支；收到的直接拨付企业的财政贴息资金，冲减相关借款费用。公司财务报表显示，实际收到的贴息计入其他收益科目，未收到的政府贴息计入其他应收款，未来收到款项后计入其他收益同时冲减其他应收款。

合并范围方面，截至 2019 年末，公司拥有 15 家二级子公司，较上年末新增 2 家、减少 2 家。2020 年一季度合并范围未发生变化。新增子公司规模较小，对合并范围内财务报表影响不大；2019 年划出的山西能产 2018 年审定总资产、净资产、营业收入和利润总额分别占 2018 年公司审定数的 4.20%、1.92%、15.25%和 11.64%，该划转事项对公司报表可比性产生一定影响。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，货币资金大幅增长；资产构成仍以非流动资产为主；公司资产中可供出售金融资产规模很大，为公司持有的对地方铁路的投资，对资金形成一定占用，大部分未取得投资收益，整体看公司资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,049.50 亿元，较年初增长 3.69%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

表 12　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比

流动资产	**353.87**	**34.96**	**370.60**	**35.31**	**4.73**	**389.48**	**36.29**
货币资金	107.01	10.57	143.98	13.72	34.55	145.96	13.60
应收账款	21.08	2.08	19.33	1.84	-8.29	24.49	2.28
预付款项	23.16	2.29	26.09	2.49	12.65	30.89	2.88
其他应收款	111.36	11.00	112.07	10.68	0.64	--	--
存货	50.81	5.02	52.63	5.01	3.58	66.30	6.18
非流动资产	**658.25**	**65.04**	**678.90**	**64.69**	**3.14**	**683.68**	**63.71**
可供出售金融资产	379.09	37.46	387.69	36.94	2.27	386.57	36.02
长期股权投资	62.11	6.14	75.96	7.24	22.30	75.96	7.08
固定资产	99.48	9.83	92.32	8.80	-7.20	90.93	8.47
在建工程	72.96	7.21	77.79	7.41	6.62	84.29	7.85
资产总计	**1,012.12**	**100.00**	**1,049.50**	**100.00**	**3.69**	**1,073.16**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 4.73%，主要系货币资金增长所致。

截至 2019 年末，公司货币资金较年初增长 34.55%，主要系公司取得借款和通过发行债务融资工具所取得的银行存款增加所致。货币资金中有 7.56 亿元受限资金，受限比例为 5.18%，主要为银行保证金及结构性存款。

截至 2019 年末，公司应收账款账面价值较年初下降 8.29%，主要系应收贸易货款减少所致。从账龄看，1 年以内的占 58.42%、1~2 年的占 6.42%、5 年以上的占 20.09%。公司应收账款累计计提坏账 3.35 亿元。应收账款前五大欠款方合计金额为 5.03 亿元，占比为 26.02%，集中度低。

截至 2019 年末，公司预付款项较年初增长 12.65%，主要系预付货款增加所致。从集中度看，预付前五大客户主要为朔州市大原客专建设总指挥部办公室、大同煤矿天建钢铁有限公司等企事业单位，合计金额占比为 31.28%，集中度一般。

截至 2019 年末，公司其他应收款较年初增长 0.64%，主要为应收的往来款、政府补贴款和铁路投资款。其他应收款前五大欠款方为山西省财政厅、太原铁路局太原枢纽建设指挥部、山西宏盛能源开发投资集团有限公司、山西蓝图化工工程设计有限公司和晋城市财政局，合计金额占比为 48.95%，集中度较高；从前五大欠款方的账龄看，主要分布于 1 年以内、1~2 年及 3~4 年，账龄较为分散。

截至 2019 年末，公司存货较年初增长 3.58%。存货主要由自制半成品及在产品、库存商品和光伏项目投资成本构成，累计计提跌价准备 583.68 万元。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 3.14%。

截至 2019 年末，公司可供出售金融资产较年初增长 2.27%。其中，按公允价值计量的可供出售权益工具（账面价值 6.85 亿元）为公司持有的山西路桥股份有限公司、山西蓝焰控股股份有限公司、五矿稀土股份有限公司、太原狮头水泥股份有限公司、亚宝药业集团股份有限公司 5 家股票和山西汽运持有的交通银行股票；按成本计量的可供出售权益工具（账面价值 380.83 亿元）主要是公司作为产权方实施的铁路建设项目资产及部分煤电、矿务经营单位的股权，当年实现投资收益 0.67 亿元。

截至 2019 年末，公司长期股权投资较年初增长 22.30%，主要系公司追加对太焦城际铁路山西有限责任公司（以下简称“太焦城铁”）的投资 13.74 亿元所致；太焦城铁总资产 280.70 亿元，净资产 155.50 亿元，公司持有太焦城铁 44.30%的股权。

表 13　截至 2019 年末公司长期股权投资单位情况（单位：亿元）

投资单位	期末余额	2019 年确认投资收益
晋商信用增进投资股份有限公司	6.80	0.49
太焦城际铁路山西有限责任公司	68.80	0.00
太原宝佳万科房地产开发有限公司	0.25	-0.02
山西铁路云泉机辆配件销售有限公司	0.03	0.00[2]
合计	**75.96**	**0.47**

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司固定资产较年初下降 7.20%，主要系计提的折旧增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和运输工具构成，累计计提折旧 49.29 亿元，固定资产成新率 65.17%。

截至 2019 年末，公司在建工程较年初增长 6.62%，主要系对大原高铁、静乐至静游地方铁路项目、长子南煤炭发运站铁路专线、经建投晋城市中原街改造及地下综合管廊道路工程等项目持续投入所致。在建工程主要为在建项目开发成本，累计计提跌价准备 807.58 万元。

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值为 10.30 亿元，占净资产的 2.70%，受限比例很低；主要构成是货币资金 7.56 亿元和固定资产 5.58 亿元，用于银行承兑保证金和融资租赁抵质押。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额较年初增长 2.25%，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

公司债务规模保持增长，以长期债务为主，公司整体债务负担适中，但存在较大的短期偿付压力。

截至 2019 年末，公司负债总额较年初下降 0.41%。公司负债结构仍相对均衡，流动负债占比有所上升。

表 14　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**280.99**	**41.87**	**321.88**	**48.16**	**14.55**	**333.39**	**48.26**
短期借款	22.75	3.39	24.97	3.74	9.74	32.35	4.68
应付账款	34.70	5.17	25.85	3.87	-25.51	28.21	4.08
预收款项	23.18	3.45	18.95	2.84	-18.26	18.04	2.61
其他应付款	63.85	9.52	56.77	8.49	-11.09	--	--
一年内到期的非流动负债	109.19	16.27	168.14	25.16	53.99	168.07	24.33
非流动负债	**390.06**	**58.13**	**346.45**	**51.84**	**-11.18**	**357.41**	**51.74**
长期借款	157.45	23.46	126.21	18.88	-19.84	141.85	20.53
应付债券	203.40	30.31	184.10	27.55	-9.49	177.60	25.71
长期应付款	8.83	2.26	10.67	3.08	20.84	9.80	2.74
递延收益	18.10	2.70	22.81	3.41	26.06	24.31	3.52
负债合计	**671.05**	**100.00**	**668.33**	**100.00**	**-0.41**	**690.80**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 14.55%，主要系流动负债增长所致。

截至 2019 年末，公司短期借款较年初增长 9.74%，由抵押借款（占 6.33%）、保证借款（占

[2] 公司 2019 对山西铁路云泉机辆配件销售有限公司的投资损失为 31.74 万元。

56.39%）和信用借款（占 37.53%）构成。

截至 2019 年末，公司应付账款较年初下降 25.51%，主要系应付贸易货款减少所致；从账龄看，1 年以内占 65.49%、1~2 年占 11.88%。

截至 2019 年末，公司其他应付款较年初下降 11.09%，主要系应付工程款、设备款等及保证金下降所致；其他应付款主要由应付工程款、设备款及保证金（占 16.65%）和拆借款（占 49.04%）构成。本报告将其他应付款付息部分计入短期债务。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 53.99%，主要系应付债券一年内到期部分调至该科目所致。其中，一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款占比分别为 26.53%、72.92%和 0.55%。

截至 2019 年末，公司非流动负债较年初下降 11.18%，主要系长期借款和应付债券减少所致。

截至 2019 年末，公司长期借款较年初下降 19.84%，主要系长期借款转增实收资本所致；长期借款主要由保证借款（占 22.56%）和信用借款（占 76.48%）构成。

截至 2019 年末，公司应付债券较年初下降 9.49%，主要系一年内到期部分调整至流动负债所致。公司应付债券大部分在 2021 年到期，到期期限较为集中。

截至 2019 年末，公司长期应付款较年初增长 19.13%，主要为融资租赁款，已计入长期债务核算。

截至 2019 年末，公司递延收益较年初增长 26.06%，主要系新增 5.04 亿元基础设施专项建设资金所致；公司递延收益全部为政府补助。

截至 2019 年末，公司全部债务 529.57 亿元，较年初增长 2.42%。其中，短期债务占 39.41%，长期债务占 60.59%，以长期债务为主。短期债务 208.72 亿元，较年初增长 42.24%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致，短期偿付压力较大。长期债务 320.86 亿元，较年初下降 13.36%，主要系将长期借款规模下降所致。截至 2019 年末，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 63.68%、58.15%和 45.70%，较年初分别下降 2.62 个百分点、2.11 个百分点和 6.35 个百分点。公司债务负担适中。

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年末，公司全部债务增至 594.57 亿元。其中，短期债务 208.72 亿元（占 35.10%），长期债务 385.86 亿元（占 64.90%）。截至 2019 年末，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 69.87%、65.28%和 54.96%，较调整前分别上升 6.19 个百分点、7.14 个百分点和 9.26 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额较年初增长 3.36%，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 546.91 亿元，较年初增长 3.27%。其中，短期债务 217.25 亿元（占 39.72%），较年初增长 4.09%。长期债务 329.66 亿元（占 60.28%），较年初增长 2.74%。截至 2020 年 3 月末，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 64.37%、58.85%和 46.30%，较年初分别上升 0.69 个百分点、0.71 个百分点和 0.59 个百分点。

跟踪期内，公司所有者权益规模进一步扩大，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 381.17 亿元，较年初增长 11.76%，主要系实收资本增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 90.61%，少数股东权益占比为 9.39%。归属于母公司所有者权益 345.38 亿元，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 52.69%、25.21%、18.82%和 1.89%。所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年末，公司实收资本由上年末 63.30 亿元增至 181.97 亿元，资本公积由上年末的 171.59 亿元降至 87.08 亿元，主要系部分资本公积转增资本、政府债券转增实收资本所致，详见外

部支持。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 382.36 亿元，较年初增长 0.31%。权益结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入小幅下滑，其他收益、资产处置收益及投资收益对利润贡献程度高，公司凭借铁路建设及运营的竞争优势，大力发展贸易、物流等产业，板块构成较为多元化，整体盈利能力一般。

2019 年，公司营业收入较上年下降 3.51%，营业成本较上年下降 2.66%，变化幅度较为一致。

表 15 公司盈利能力情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/百分点	2020 年 1－3 月
营业收入	248.68	239.96	-3.51	38.11
营业成本	231.99	225.81	-2.66	36.21
费用总额	17.54	19.30	10.07	3.55
其中：销售费用	2.99	3.08	2.84	0.50
管理费用	9.29	10.05	8.17	2.30
财务费用	4.86	5.85	20.43	0.72
其他收益	3.12	7.73	147.78	1.35
投资收益	0.98	2.83	188.19	0.65
利润总额	2.48	4.17	68.09	0.29
营业利润率	6.19	5.42	-0.77	4.62
总资本收益率	1.21	1.29	0.09	--
净资产收益率	0.42	0.71	0.29	--

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额较上年增长 10.07%，主要系管理费用增长所致。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 15.93%、52.05%、1.70%和 30.31%。其中，管理费用较上年增长 8.17%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用较上年增长 20.43%，主要系收到的利息收入下降所致。2019 年，公司费用收入比为 8.04%，较上年增加 0.99 个百分点，考虑到公司将收到的财政贴息直接冲减财务费用，公司费用控制能力一般。

2019 年，公司实现的投资收益较上年增长 188.19%，主要系公司按成本计量的可供出售权益工具产生的投资收益增长所致；投资收益占营业利润比重为 65.60%，对利润贡献程度高。2019 年，公司获得的其他收益较上年增长 147.78%，主要系收到公交补助大幅增长所致；其他收益占营业利润比重为 179.17%，对利润贡献程度高。2019 年，公司实现资产处置收益 3.06 亿元，较上年增长 74.60%；资产处置收益占营业利润比重为 70.81%，对营业利润影响较大。

2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.29%和 0.71%，较上年分别增加 0.09 个百分点和 0.29 个百分点。但考虑到公司凭借铁路建设及运营的竞争优势，大力发展贸易、物流等产业，板块构成较为多元化，整体盈利能力一般。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 38.11 亿元，营业利润 0.21 亿元，净利润 0.07 亿元。

5. 现金流

公司经营活动现金持续净流入，随着业务规模的继续扩大，公司仍存在一定的外部融资需求。

表 16　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	247.53	209.51	-15.36	25.67
收到其他与经营活动有关的现金	52.16	79.03	51.52	23.19
购买商品、接受劳务支付的现金	193.80	179.78	-7.23	22.01
支付其他与经营活动有关的现金	58.39	77.66	33.01	36.42
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	20.87	25.55	22.44	4.71
投资支付的现金	40.63	22.67	-44.21	0.53
吸收投资收到的现金	8.77	6.50	-25.86	1.79
取得借款收到的现金	227.62	224.88	-1.21	49.96
偿还债务支付的现金	180.54	163.32	-9.54	39.18
经营活动产生的现金流量净额	**28.20**	**10.55**	**-62.60**	**-14.52**
投资活动产生的现金流量净额	**-53.85**	**-25.70**	**-52.28**	**27.03**
筹资活动产生的现金流量净额	**26.99**	**24.60**	**-8.87**	**10.47**
现金及现金等价物净增加额	**1.34**	**9.45**	**605.37**	**22.98**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

从经营活动看，现金流入方面，2019 年，公司经营活动产生的现金流入及流出规模分别为 288.73 亿元和 278.18 亿元，均较上年基本稳定。公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年下降 15.36%，主要系随合并范围的变化公司收到的贸易货款下降所致；同受合并范围变化的影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金较上年下降 7.23%。受往来款规模增长的影响，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金较上年均大幅增长。综合影响下，2019 年，公司经营活动现金持续净流入，但净流入规模有所收窄。2019 年，公司现金收入比为 87.31%，较上年下降 12.22 个百分点，收现质量有所提升。

从投资活动看，现金流入方面，2019 年，公司投资活动现金流入为 50.60 亿元，较上年增长 76.99%，主要系公司收回铁路垫资款 19.51 亿元带动收到其他与投资活动有关的现金大幅增长。同期，公司投资活动现金流出为 76.30 亿元，较上年下降 7.45%，主要系公司缩减理财产品投资规模所致。2019 年，公司投资活动产生的现金流持续净流出，净流出规模有所缩减。

从筹资活动看，2019 年公司筹资活动现金流入及流出量分别为 257.56 亿元和 232.96 亿元，较上年基本稳定。2019 年，公司筹资活动现金持续净流入，净流入规模较上年下降 8.87%。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 14.52 亿元，投资活动现金净流入 27.03 亿元，筹资活动现金净流入 10.47 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标一般，但考虑到公司作为山西省地方铁路建设及运营主体，区域竞争优势显著，外部支持力度大，公司偿债能力极强。

表 17　公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标			

流动比率	1.26	1.15	1.17
速动比率	1.08	0.99	0.97
现金短期债务比	0.97	0.74	0.79
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	2.06	2.38	--
EBITDA 全部债务比	0.04	0.04	--

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动资产、速动比率和现金短期债务比较上年末均有所下降，截至 2020 年 3 月末，公司流动资产、速动比率和现金短期债务比分别为 1.17 倍、0.97 倍和 0.79 倍，总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 22.79 亿元，较上年增长 18.44%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 36.47%）、计入财务费用的利息支出（占 41.94%）和利润总额（占 18.31%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数较上年有所提升，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比维持稳定，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，公司（合并口径）获得的银行授信额度为 834.78 亿元，尚未使用的授信额度为 369.88 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2020 年 3 月末，公司未决重大诉讼案件共计 8 件，涉诉金额 1.93 亿元，主要为公司所经营的煤炭贸易所产生的相关款项拖欠，考虑到公司未决诉讼金额小，对公司经营影响不大。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保金额合计 9.94 亿元，担保比率为 2.96%，主要为地方国有企业。其中，山西寿阳潞阳瑞龙煤业有限公司（以下简称“瑞龙煤业”）2019 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，截至 2019 年末公司对潞安系担保余额 2.90 亿元。此外，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，但被担保企业主要为地方国有企业，股东背景强，公司或有风险可控。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：1401010001187993），截至 2020 年 4 月 1 日，公司已结清和未结清的信贷记录中无不良贷款记录，存在 9 笔欠息记录，均已还清，根据银行出具的欠息说明，是银行系统记账时间未及时更新所致。

7. 母公司财务分析

公司资产主要来源于母公司，收入主要来源于子公司，母公司债务负担适中；考虑到母公司部分高管在子公司担任重要职务，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 749.73 亿元（占合并口径的 71.44%），较年初增长 4.05%。其中，流动资产 200.43 亿元（占 26.73%），非流动资产 549.31 亿元（占 73.27%）。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，非流动资产主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 65.84 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 414.20 亿元，较年初变化不大。其中，流动负债 169.21 亿元

（占 40.85%），非流动负债 244.99 亿元（占 59.15%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。母公司 2019 年末资产负债率为 55.25%，较上年末下降 2.72 个百分点；全部债务资本化比率 54.21%，债务负担适中。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 335.53 亿元，较年初增长 10.79%，所有者权益稳定性较好。其中，实收资本为 181.97 亿元（占 54.23%）、资本公积合计 89.45 亿元（占 26.66%）、未分配利润合计-1.43 亿元（占-0.43%）、其他权益工具 65.00 亿元（占 23.15%）。

2019 年，母公司营业收入为 0.34 亿元，净利润为 0.13 亿元。

八、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 153.75 亿元，为“20 华港 Y1”待偿本金（10.00 亿元）的 15.38 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度高；公司净资产为 381.17 亿元，为 20 华港 Y1”待偿本金的 38.12 倍，公司净资产能够对“20 华港 Y1”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 22.79 亿元，为“20 华港 Y1”待偿本金的 2.28 倍，公司 EBITDA 对待偿本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 288.73 亿元，为“20 华港 Y1”待偿本金的 28.87 倍，公司经营活动现金流入对待偿本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为山西省重要的地方铁路运营主体，外部支持力度较大，公司对“20 华港 Y1”的偿还能力极强。

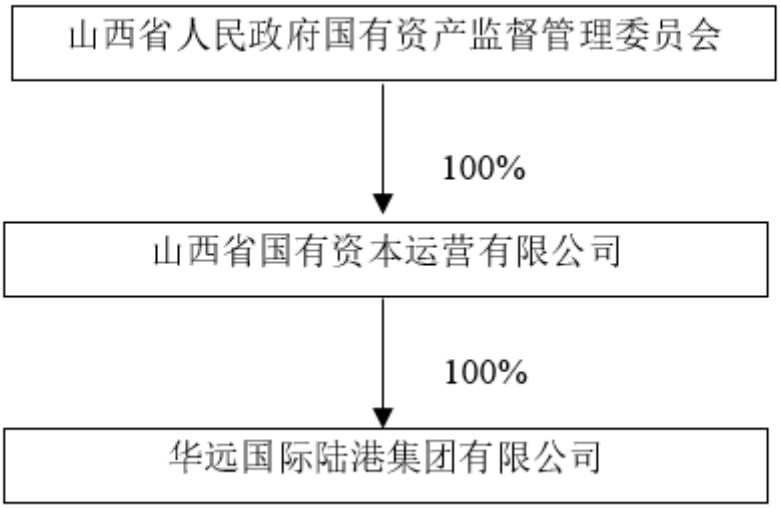
九、综合评价

公司作为山西省重要的地方铁路运输及建设投资运营主体，区域竞争优势显著，并继续获得政府大力支持，资本实力提升。同时，联合评级也关注到公司建设完成的铁路投资回报率很低、存在较大的短期偿付压力等因素对其信用水平带来不利影响。

未来，随着公司转型升级和现代物流业务多元化发展，公司的经营实力或将进一步增强。

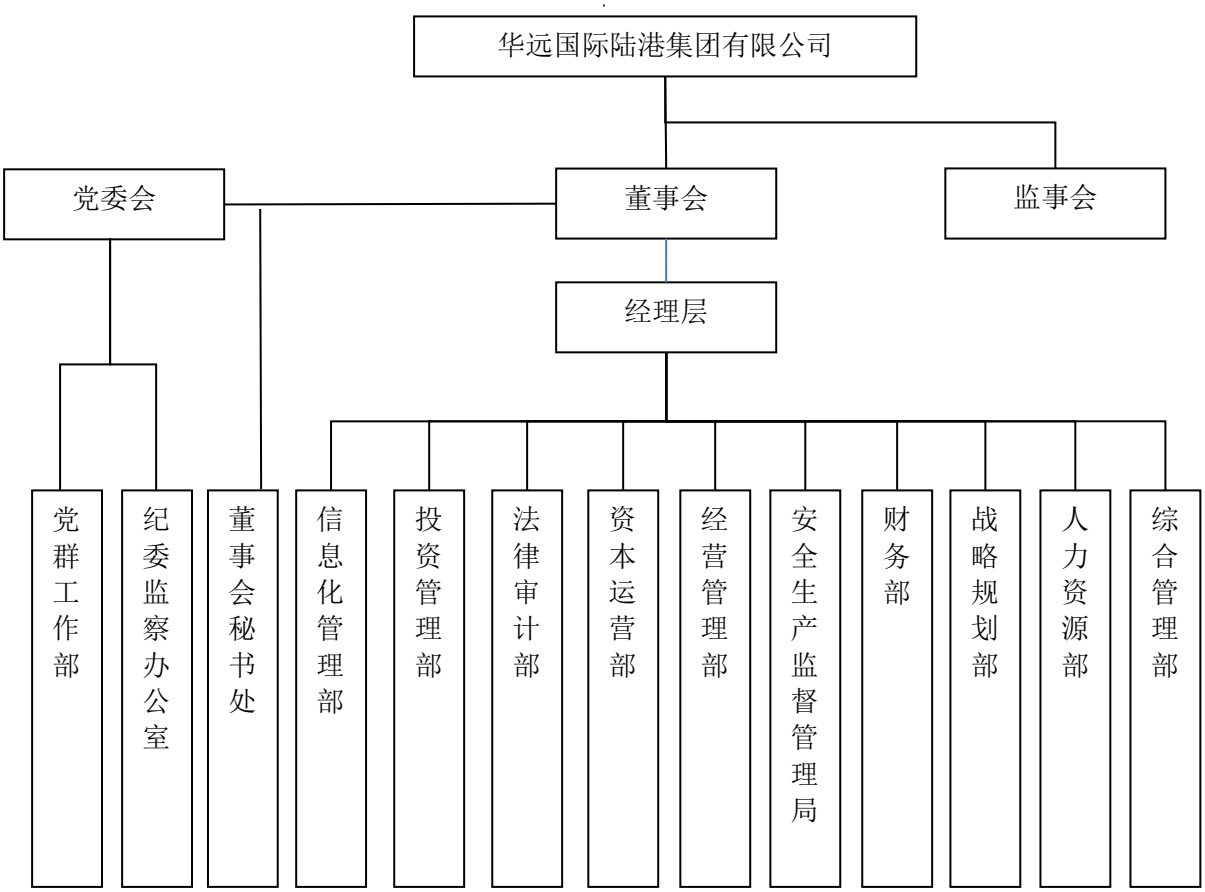
综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时上调“20 华港 Y1”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　华远国际陆港集团有限公司
股权结构图（截至 2020 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附件 2　华远国际陆港集团有限公司
组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 3　华远国际陆港集团有限公司
二级子公司情况（截至 2020 年 3 月末）

序号	公司名称	注册资本（万元）	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	22,899.15	100.00	物资内外贸易、仓储物流
2	山西汽车运输集团有限公司	73,180.00	100.00	公路客货运输、物流配送
3	山西地方铁路集团有限责任公司	40,000.00	100.00	铁路基本建设、客货运输管理
4	山西国际物流有限公司	50,000.00	100.00	物流仓储、贸易
5	山西能投国际贸易有限公司	15,000.00	100.00	物资贸易
6	山商供应链管理有限公司	--	100.00	供应链管理服务
7	山西省经济建设投资集团有限公司	347,257.30	100.00	投资管理
8	晋鲁国际能源投资有限公司	10,000.00	100.00	煤炭销售、物流仓储
9	山西企业再担保有限公司	500,00.00	100.00	再担保
10	山西能投汇丰实业有限责任公司	5,000.00	100.00	其他农业服务
11	山西能投传化物流供应链有限公司	--	50.00	道路运输
12	山西大原铁路客运专线有限责任公司	855,000.00	75.00	铁路工程建设
13	山西能投基础设施投资开发有限公司	50,000.00	100.00	土地及地产开发
14	山西能投科技有限公司	5,000.00	70.00	光伏电站项目的开发、设计、建设
15	山西能投生物质能开发利用股份有限公司	15,000.00	100.00	房地产开发

资料来源：公司提供

附件 4-1 华远国际陆港集团有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,012.12	1,049.50	1,073.16
所有者权益（亿元）	341.07	381.17	382.36
短期债务（亿元）	146.73	208.72	217.25
长期债务（亿元）	370.32	320.86	329.66
全部债务（亿元）	517.06	529.57	546.91
营业收入（亿元）	248.68	239.96	38.11
利润总额（亿元）	2.48	4.17	0.29
EBITDA（亿元）	19.24	22.79	--
经营性净现金流（亿元）	28.20	10.55	-14.52
应收账款周转次数（次）	11.02	11.88	--
存货周转次数（次）	4.97	4.37	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.23	--
现金收入比率（%）	99.54	87.31	67.36
总资本收益率（%）	1.25	1.37	--
净资产收益率（%）	0.42	0.71	--
营业利润率（%）	6.19	5.42	4.62
费用收入比（%）	7.05	8.04	9.30
资产负债率（%）	66.30	63.68	64.37
全部债务资本化比率（%）	60.25	58.15	58.85
长期债务资本化比率（%）	52.06	45.70	46.30
EBITDA 利息倍数（倍）	2.06	2.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	--
流动比率（倍）	1.26	1.15	1.17
速动比率（倍）	1.08	0.99	0.97
现金短期债务比（倍）	0.97	0.74	0.79
经营现金流动负债比率（%）	10.04	3.28	--
EBITDA/待偿本金（倍）	1.92	2.28	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. 本报告将其他应付款、其他流动负债中付息部分计入短期债务核算，将长期应付款、其他非流动负债中付息部分计入长期债务核算；4. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金（倍）= EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金

附件 4-2 华远国际陆港集团有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	720.57	749.73	744.20
所有者权益（亿元）	302.85	335.53	335.79
短期债务（亿元）	97.85	152.17	153.88
长期债务（亿元）	301.84	244.99	239.40
全部债务（亿元）	399.69	397.16	393.28
营业收入（亿元）	0.38	0.34	0.00
利润总额（亿元）	-0.62	0.13	0.25
EBITDA（亿元）	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.47	4.15	0.39
应收账款周转次数（次）	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	/	/	--
现金收入比率（%）	0.00	0.00	--
总资本收益率（%）	/	/	--
净资产收益率（%）	/	/	--
营业利润率（%）	99.32	99.51	--
费用收入比（%）	390.41	631.39	--
资产负债率（%）	57.97	55.25	54.88
全部债务资本化比率（%）	56.89	54.21	53.94
长期债务资本化比率（%）	49.92	42.20	41.62
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	--
流动比率（倍）	1.67	1.18	1.15
速动比率（倍）	1.67	1.18	1.15
现金短期债务比（倍）	0.81	0.46	0.55
经营现金流动负债比率（%）	3.86	2.45	--

注：1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；
2. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 5　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本次/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转率	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转率	营业收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。