

信用等级公告

联合〔2020〕355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华远国际陆港集团有限公司主体长期信用状况和 2020 年拟公开发行的可续期公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

华远国际陆港集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

华远国际陆港集团有限公司 2020 年拟公开发行的可续期公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年二月二十八日

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

2020 年公开发行永续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券发行概况：

债券品种	债券发行规模	债券期限
品种一	不超过 10 亿元（含）	不超过 3 年
品种二		不超过 5 年

还本付息方式：每年付息一次

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序
等同于公司普通债务

续期选择权：品种一：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；品种二：以每 5 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 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券

赎回选择权：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回

评级时间：2020 年 2 月 28 日

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华远国际陆港集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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，在煤炭运销区位优势等方面具备一定优势；公司参与的国家重点铁路项目建设工作，得到政府在税收返还、项目建设资本金、贷款贴息和债务融资等方面的支持。同时，联合评级也关注到公司建设完成的铁路大部分处于亏损状态，投资回报率很低；现代物流业所运输的主要产品受宏观经济影响较大，收益较不稳定，需承担价格波动风险；公司债务规模较大且逐年增加，未来存在一定集中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，在建项目的逐步推进，完工项目回款能力的不断增强，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 山西省是我国重要的煤炭能源生产及输出大省，近年来经济实力稳步增长，为公司物流业发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为山西省重要的地方铁路运输和建设运营主体，具有很强的区域专营性。

3. 公司参与投资的山西省内国家重点铁路项目，得到山西省政府在政府补助、项目资本金、贷款贴息和税收返还等方面的大力支持。

4. 子公司山西能源产业集团有限责任公司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。

关注

1. 公司债务规模快速增长，短期偿债压力较大，债务负担较重。未来公司将持续参与省内铁路项目的建设，存在较大筹资压力。
2. 公司建设完成的铁路大部分处于亏损状态，投资回报率很低。
3. 公司主业盈利空间小，利润总额对政府补助依赖程度较高。
4. 公司贸易业务受宏观经济影响较大，收益较不稳定，需承担价格波动风险。
5. 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，公司存在较大或有负债风险。

分析师

杨廷芳

电话：010-85172818

邮箱：yangtf@unitedratings.com.cn

黄旭明

电话：010-85172818

邮箱：huangxm@unitedratings.com.cn

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

主要财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额（亿元）	851.06	911.92	1,012.12	1,036.68
所有者权益（亿元）	248.13	265.03	341.07	344.33
长期债务（亿元）	325.60	391.67	370.16	348.06
全部债务（亿元）	541.93	576.31	574.50	605.99
营业收入（亿元）	217.25	256.03	248.68	184.38
净利润（亿元）	1.26	0.91	1.28	1.31
EBITDA（亿元）	41.98	14.23	19.24	--
经营性净现金流（亿元）	7.64	9.70	28.20	18.98
营业利润率（%）	5.15	5.63	6.19	4.54
净资产收益率（%）	0.54	0.35	0.42	--
资产负债率（%）	70.84	70.94	66.30	66.78
全部债务资本化比率（%）	68.59	68.50	62.75	63.77
流动比率（倍）	1.19	1.27	1.26	1.16
EBITDA全部债务比（倍）	0.08	0.02	0.03	--
EBITDA利息倍数（倍）	1.19	2.35	2.06	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.80	0.95	1.28	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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. 本报告将其他应付款、其他流动负债付息部分计入短期债务，将长期应付款付息部分计入长期债务核算；4. 2019年前三季度财务数据未经审计，相关指标未年化

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

华远国际陆港集团有限公司（以下简称“公司”）于 2009 年 9 月 16 日成立的国有企业，初始注册资本 60 亿元，实收资本 30 亿元。根据“山西省人民政府（2009）32 次常务会议纪要”“晋财建（2009）500 号”“晋财建（2009）501 号”“晋财建一（2010）28 号”文件，山西省财政厅同意公司委托中国银行发行信托理财计划，以信托方式筹集剩余的注册资本用于山西省铁路项目建设。公司通过信托方式取得募集资金 30.078 亿元，借记“货币资金”科目，贷记“短期借款”科目，到期后由公司负责偿还（目前已偿还完毕）。根据上述政府文件，山西省财政厅视该笔募集资金为对公司的资本注入，30 亿元计入注册资本，0.078 亿元计入资本公积，未来山西省财政厅将对公司以其它方式进行补偿。2010 年末山西省人民政府同意将山西地方铁路集团有限责任公司（以下简称“山西铁路”）、山西汽车运输集团有限公司（以下简称“山西汽运”）、山西省物资产业集团有限责任公司（以下简称“山西物产”）和山西能源产业集团有限责任公司（以下简称“山西能产”）股权划转给公司。后经增资及股权划转，截至 2019 年 9 月末，公司注册及实收资本均为 63.30 亿元，唯一股东为山西省国有资本投资运营有限公司（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：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 2019 年 9 月末，公司拥有二级子公司 15 家（见附件 3）。公司本部设人力资源部、党群工作部、董事会秘书处、信息化管理部、投资管理部、资本运营部、财务部等 13 个职能部门（见附件 2），公司本部在职员工 137 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,012.12 亿元，负债合计 671.05 亿元，所有者权益 341.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 310.72 亿元。2018 年，公司实现营业收入 248.42 亿元，净利润 1.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 28.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.34 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 1,036.68 亿元，负债合计 692.30 亿元，所有者权益 344.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益 314.80 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 184.35 亿元，净利润 1.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.75 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“华远国际陆港集团有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券（第一期）”，发行规模为不超过人民币 10 亿元（含）。本期债券分 2 个品种，其中品种一发行规模不超过 10 亿元，品种二发行规模不超过 10 亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券品种一以每 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；品种二以每 5 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 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。本期债券设置公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，公司有权决定在每个周期末调整本期债券下一个重新定价周期的票面利率，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，并在本期债券每个周期末的付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司。本期债券每年付息一次。本期债券无担保。

赎回选择权

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期债务。

三、行业及区域经济环境分析

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

（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根本推动力，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《中国铁路总公司 2018 年统计公报》，2018 年国家铁路旅客发送量完成 33.17 亿人，较上年增加 2.79 亿人，增长 9.2%；国家铁路旅客周转量完成 14,063.99 亿人公里，比上年增长 667.03 亿人公里，增长 5.0%。2018 年国家铁路货运总发送量完成 31.91 亿吨，比上年增长 2.72 亿吨，增长 9.3%；国家铁路货运总周转量完成 25,800.96 亿吨公里，比上年增长 1,709.26 亿吨公里，增长 7.1%。

从铁路建设方面看，2018 年，全国铁路固定资产投资完成 8,028 亿元，投产新线 4,683 公里，其中高速铁路 4,100 公里。2018 年末全国铁路营业里程 13.1 万公里以上，其中国家铁路营业里程 12.1 万公里；全国铁路路网密度 136.9 公里/万平方公里。

（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。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（以下简称“铁总”）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。在现阶段铁路货运需求止跌回升的情况下，运价大面积上调实现的难度较大。

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，铁总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 年末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、透彻底度发挥重要作用。

总体看，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。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。

2. 大宗商品贸易行业

(1) 行业概况

对外贸易方面，2012 年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。2016 年，中国出口贸易总额 2.10 亿美元，同比下降 7.73%（2015 年同比下降 2.94%），降幅有所扩大；进口总额 1.59 亿美元，同比下降 5.46%，进口总额降幅同比收窄 8.81 个百分点。2016 年下半年以来，中国国内需求有所回升，带动进口量有所增加，同时国际商品价格总体波动中温和回升，对进出口额拉动作用明显，出口政策效应持续释放，中国进出口贸易呈现回稳势头。2017 年，我国货物进出口总值 27.79 万亿元人民币，同比增长 14.2%，扭转了此前连续两年下降的局面。其中，出口 15.33 万亿元，同比增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，同比增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。

2018 年，在贸易保护主义抬头、经贸摩擦持续的背景下，我国进出口贸易业绩远超预期，货物进出口总额 30.51 亿元，同比增长 9.7%；贸易总量首次超过 30 万亿元，创历史新高。其中，出口 16.42 万亿元，同比增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，同比增长 12.9%，实现顺差 2.33 万亿元，比上年收窄 18.3%。2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国 and 东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，三者合计占我国进出口总值的 41.2%；同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力正在持续释放，成为拉动我国外贸发展的新动力。其中，对俄罗斯、沙特阿拉伯和希腊进出口

分别增长 24%、23.2% 和 33%。

出口方面，机电产品和劳动密集型产品仍为出口主力。2018 年，我国机电产品出口 9.65 万亿元，同比增长 7.9%，占我国出口总值的 58.8%，比 2017 年提升 0.4 个百分点。其中，汽车出口同比增长 8.3%，手机出口同比增长 9.8%；同期，服装、玩具等 7 大类劳动密集型产品合计出口 3.12 万亿元，同比增长 1.2%，占出口总值的 19%。

进口方面，原油、天然气和铜等大宗商品进口量价齐升，铁矿砂和大豆进口量有所减少。2018 年，我国进口原油 4.62 亿吨，同比增加 10.1%；天然气 9,039 万吨，同比增加 31.9%；成品油 3,348 万吨，同比增加 13%；铜 530 万吨，同比增加 12.9%；此外，进口铁矿砂 10.64 亿吨，同比减少 1%；大豆 8803 万吨，同比减少 7.9%。初步测算，2018 年，我国进口价格总体上涨 6.1%。其中，原油上涨 30%，成品油上涨 20%，天然气上涨 22.9%，铜上涨 3.2%。

外部环境方面，自 2017 年 8 月 19 日，美国总统特朗普签署备忘录指示美国贸易代表办公室（USTR）对中国展开 301 调查，中美贸易摩擦正式启动；此后，中美贸易摩擦持续升级，美国先后就中国进口钢铁和铝产品分别征收 25% 和 10% 关税，对 500 亿美元进口产品加征 25% 关税，对 2,000 亿美元中国商品加征 10% 关税，并将于 2019 年 1 月 1 日将加征关税税率上调至 25%；2018 年 12 月 2 日，中国国家主席习近平与美国总统特朗普会面，美国方面决定对价值 2,000 亿美元的产品保留 10% 的关税，中美贸易摩擦开始缓和；2019 年 2 月 24 日，美国总统特朗普在其推特账户上宣布，他将推迟 3 月 1 日上调中国输美商品关税的计划。2019 年 5 月 6 日，中美贸易谈判遇阻，美国总统特朗普在其推特账户上宣布拟对来自中国的 2,000 亿元进口商品调高关税，从原来的 10% 上调到 25%。

总体看，近年，我国进出口贸易呈现回稳势头，但全球贸易保护和经贸摩擦对我国整体贸易稳定性的负面影响不断加大。

（2）行业政策

对外贸易方面，我国采取了一系列措施保证了中国外贸较快发展，包括保持出口退税和加工贸易政策稳定，推动自由贸易园区战略和“一带一路”建设，修订和完善出口退税政策，简化审批流程提高办事效率，降低进出口企业税费，具体如下。

表 1 贸易行业重点政策汇总

出台时间	政策名称	主要内容和作用
2016-07	《出口退（免）税企业分类管理办法》	对 2015 年制发的《出口退（免）税企业分类管理办法》进行修订，从而进一步优化出口退税管理，提升管理的质量和效率。
2016-09	扩大内销选择性征收关税试点	将内销选择性征收关税政策试点扩大到覆盖全国海关特殊监管区域的 30.47%，有利于企业可以自主合理降低税负、降低成本。
2016-08	商务主管部门取消加工贸易合同审批	取消商务主管部门对加工贸易合同审批和加工贸易保税进口料件或制成品转内销审批，便利企业作业，降低企业合规风险。
2016-09	全国海关实现关税征收“一网通”	全国海关推广汇总征税核批作业无纸化，实现关税征收“一网通”，降低企业通关成本，提高运营效益。
2016-11	《国内贸易流通“十三五”发展规划》	全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系、落实规划推进机制等。
2017-01	对外贸易发展“十三五”规划	明确了“十三五”时期我国外贸发展的总体思路、目标任务和保障措施。

2017-04	《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》	进一步放宽投资准入，实施贸易便利化新规则，创新跨境服务贸易管理模式，进一步深化金融开放创新，设立自由贸易港区。
2018-03	京津联合出台首批 17 条措施提升跨境贸易便利化	京津联合在六方面推出 17 条措施提升跨境贸易便利化，优化报关报检和查验，推进无纸化，清理和规范收费行为，减少收费项目，降低收费标准。
2018-09	海关总署：围绕“减、优、提、降”促进跨境贸易便利化	减单证、优流程、提时效、降成本，优化口岸营商环境、促进跨境贸易便利化。
2018-10	《中国（上海）自由贸易试验区跨境服务贸易负面清单管理模式实施办法》和《中国（上海）自由贸易试验区跨境服务贸易特别管理措施（负面清单）》	推进跨境服务贸易负面清单管理的法治化、制度化、规范化和程序化，构建与负面清单管理模式相匹配的权责明确、公平公正、透明高效、法治保障的跨境服务贸易事中事后监管体系。

资料来源：联合评级搜集整理

总体来看，随着商品市场建设和监管力度的加强，我国贸易发展政策环境得到进一步优化。

（3）行业关注

人民币汇率风险

汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布自 2015 年 8 月 11 日，中国人民银行实行中间价报价机制，扩大人民币汇率波动幅度，人民币兑美元汇率此后大幅波动。自 2015 年以来，随着世界经济的动荡，人民币纳入 SDR，其贬值幅度较大，尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入，但给外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。

未来，在美联储加息预期增强、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸、利率市场化等诸多背景下，人民币双向波动性将更加明显，外贸经营企业将继续面临汇率波动风险。

缺乏统一、权威、专业性的国内贸易促进机构

长期以来，中国国际贸易促进委员会专门负责我国对外贸易促进工作，在对外贸易促进中发挥了很大作用，在相当长的发展过程中形成了比较高的权威性、专业性。虽然由于行政体制改革的原因，国际贸易促进委员会目前的职能定位和机构性质比较模糊，但它仍承担着大量的对外贸易事务性、促进性工作。相比之下，国内贸易领域缺乏这样的统一、权威、专业性的促进机构。

外部贸易环境日趋复杂

未来几年，世界经济复苏依然缓慢，国际贸易保护主义乘机抬头，我国经济发展形势依然严峻复杂和国内市场竞争加剧等因素相互叠加，中国产品遭遇国外贸易救济调查及其他贸易壁垒案件数仍将维持高位。

总体看，由于受到当前世界经济复苏乏力，美联储加息政策及人民币汇率市场化改革的影响，对外贸易中面临一定的汇率风险，同时世界经济复苏乏力也使各国偏向采取贸易保护政策，进一步增加了对外贸易的风险。

3. 区域经济环境

（1）区域经济

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、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 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，山西省实现地区生产总值（GDP）16,818.1 亿元，按可比价格计算，较上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 740.6 亿元，较上年增长 2.1%；第二产业增加值 7,089.2 亿元，较上年增长 4.5%；第三产业增加值 8,988.3 亿元，较上年增长 8.8%。2018 年，全省人均地区生产总值为 45,328 元。

固定资产投资方面，2018 年山西省固定资产投资增长 5.7%。分产业来看，第一产业投资下降 54.4%；第二产业投资增长 8.2%；第三产业投资增长 14.0%。

根据《关于山西省 2018 年全省和省本级预算执行情况与 2019 年全省和省本级预算草案的报告》，2018 年山西省一般预算收入 2,292.6 亿元，增长 22.8%，其中税收收入 1,645.6 亿元，增长 17.8%；非税收入 647.0 亿元。全省一般公共预算支出 4,285.4 亿元，增长 14.1%。其中，教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等民生支出 3,423.8 亿元，增长 11.9%，财政自给率 53.5%，财政自给率一般。

（2）铁路投资建设

“十二五”期间，山西省铁路客运量 3.1 亿人，铁路装备技术研发和制造技术取得重大突破，大秦铁路成功试验开行 3 万吨组合列车，开辟了我国铁路重载运输新纪元，以石太客专、大西高铁开通及太原南站的开通运营为标志，拉开了山西省崭新的高铁时代序幕。

《山西省“十三五”综合交通运输体系规划》中提出，“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 6,400 公里，其中高速客运铁路运营里程力争达到 1,300 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。

发展高速客运铁路，建成大同至张家口、太原至长治至晋城至焦作等高速铁路项目，加快建设原平至大同、忻州至保定等高速铁路。强化国家干线铁路作用，新线建设与既有线改造相结合，扩大快速铁路客运服务覆盖范围，形成快速客运网，快速铁路运输服务覆盖所有设区城市。加快推进山西省地方铁路和城际铁路建设，合理规划、优化布局，充分利用既有和已规划建设国铁干线项目，发挥地方铁路和城际铁路灵活性的优点，提高铁路客货运输的便捷性。

总体看，山西省经济和财政实力稳步增长，第三产业快速发展，产业结构趋于合理，山西省铁路建设发展空间较大，为公司提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，在铁总与山西省合资项目中履行山西方产权代表的权利和义务，其下属子公司山西铁路负责全省地方铁路的规划、建设和运营管理，对省内的铁路专用线实行行业管理、组织社会共用和联合经营，省内地方

铁路的建设与经营管理，属于山西省内重要的地方铁路运输企业，具有经营、管理地方铁路及专用线的行业垄断优势。截至 2019 年 9 月末，山西铁路实际控制的地方铁路有孝义—柳林（孝柳）、武乡—左权（武左）、宁武—静乐（宁静）三条铁路，运营总里程为 293 公里。

晋国资作为山西省最大的国有资本运营企业，为公司的控股股东，与公司不存在竞争关系。晋国资于 2017 年 7 月成立，负责山西省内国有资本投资、运营等相关业务，根据山西省国资委出具的《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，山西省国资委将所持有的省属 22 户企业国有股权全部注入晋国资。

总体看，公司作为山西省内地方铁路建设及运营主体，具备很强的区域专营性。

2. 人员素质

公司不设股东会，设董事会、监事会和经理层。其中，董事会到位 5 人，设董事长 1 名，由山西省国资委委派，职工董事 1 名，由职工代表大会选举产生；监事会到位 4 人，职工监事 1 名；总经理 1 名，负责公司日常管理。

武强先生，出生于 1962 年，研究生学历，中共党员；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党组成员、副总经理，山西煤炭运销集团有限公司党委副书记，山西省质量技术监督局党组成员、副局长；2012 年至今任公司董事长。

于喜东先生，出生于 1960 年，研究生学历，中共党员；历任西山矿务局官地矿地测科技术员、助工，西山矿务局地测处副处长，西山煤电（集团）有限责任公司地测处处长，山西焦煤集团有限责任公司副总工程师、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、总工程师等职；2012 年 6 月至今任公司副董事长、总经理。

截至 2019 年 9 月末，公司本部员工总数为 137 人。从学历构成来看，本科及以上学历占 88.32%，大专占 8.76%，大专以下占 2.92%；从年龄构成来看，30 岁及以下占 16.79%，31~50 岁占 72.99%，51 岁及以上占 10.22%。

总体看，公司高层管理人员具有政府和国企工作背景，工作经验丰富，员工素质较好，年龄结构合理，能满足公司日常的经营管理需要。

3. 外部支持

（1）税收返还

根据《关于对我省新建铁路营业税实行统一征收集中使用建议的意见》（晋财税〔2010〕75 号文件），晋能交投新建铁路建设期间征收的建筑业安装营业税（以下简称“建安税”）可全部作为省级固定收入。新建铁路建安税足额征收入库后，再以财政支出形式拨付专户，主要用于公司归还贷款。2016—2017 年，山西省政府对公司的建安税返还分别为 0.94 亿元和 1.50 亿元。

（2）贷款贴息

根据山西省财政厅相关政策性文件（具体见表 2），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。2016—2018 年，公司分别获得山西省财政厅贷款贴息 5.22 亿元、22.20 亿元和 18.60 亿元；在会计处理上，2017 年及以后不再计入“营业外收入”，直接冲减当年财务费用。

（3）专项建设资金及地方政府债券

依托公司在山西省铁路建设及运营的地位，山西省财政厅近年来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；2016—2018年，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5.00亿元、20.00亿元和22.50亿元，计入“长期借款”科目。

（4）资本金注入

根据《山西省财政厅关于拨付阳大铁路项目省级资本金的通知》（晋财建一〔2017〕305号）文件，山西省政府拨付公司2.44亿元作为阳大铁路项目的资本金，剩余建设资金由公司通过外部融资筹集。

表2 2016—2018年公司政府补助情况（单位：亿元）

年份	补贴项目	金额	文件号
2016年	财政厅拨付贷款贴息	1.72	晋财建一〔2016〕15号
	建安税返还	0.94	晋财建一〔2016〕122号
	财政厅拨付贷款贴息	3.19	晋财建一〔2016〕126号
	财政厅拨付贷款贴息	0.31	晋财建一〔2016〕309号
	地方政府债券	5.00	晋财债〔2016〕14号
	合计	11.16	--
2017年	财政厅拨付贷款贴息	3.20	晋财建一〔2017〕33号
	财政厅拨付贷款贴息	0.20	晋财建一〔2017〕15号
	财政厅拨付贷款贴息	0.60	晋财建一〔2017〕121号
	财政厅拨付贷款贴息	0.20	晋财建一〔2017〕162号
	财政厅拨付贷款贴息	18.00	晋财建一〔2017〕261号
	建安税返还	1.18	晋财建一〔2017〕199号
	建安税返还	0.32	晋财建一〔2017〕283号
	地方政府置换债券	4.00	晋财债〔2017〕22号
	地方政府债券	16.00	晋财债〔2017〕45号
	资本金注入	2.44	晋财建一〔2017〕305号
	合计	46.14	--
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	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司在税收返还、财政贴息、专项建设资金及地方政府债券和资本金注入等方面获得外部支持力度较大。

五、公司治理

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》《公司管理条例》等有关法律、法规的规定，制定了公司章程。公司设立了董事会和监事会。公司董事会代表山西省国资委行使国有资产监督管理权，负责

公司的管理、投资决策、对外合作，决定公司年度经营战略。公司董事会由 11 名董事组成，到位 5 名，尚在补充，足以保障公司经营；设董事长 1 名，副董事长若干名，由山西省国资委从董事会成员中指定。监事会共 5 人，到位 4 人，其中职工代表监事 1 名。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总理由董事会任免，目前公司设总经理 1 名，副总经理若干。

总体看，公司法人治理结构相对完善，运行情况较好。

2. 管理制度

公司各部门各司其职，根据生产经营需要，公司下设资本运营部、财务部、人力资源部等 13 个职能部门，内部管理体系较完善。根据《公司法》等相关法律法规公司建立了对子公司管理、投融资管理、风险控制等一些列管理制度，各部门根据公司内控管理制度编制了《投资管理制度》《融资管理制度》《风险防范制度》等相关制度。

投融资管理方面，公司明确了投资项目申报、审核及决策、投资项目管理等相关制度，实行“项目终身负责制”。为切实履行山西省铁路建设项目政府出资者代表职责，规范铁路建设项目投资行为，公司专门制定《华远国际陆港集团有限公司铁路项目投资管理办法》，适用于公司代表山西省人民政府出资的铁路建设项目及相关工程。融资管理方面，公司财务管理部负责公司本部传统商业银行融资，资本运营部负责公司资本市场的债券融资。融资计划均需报送总会计师、总经理、董事长或者总经理办公会及董事会审议后，方可进入具体实施阶段。风险防控方面，公司针对项目可能存在的战略、财务、市场、运营及法律风险，在调研中采集详细信息；由相关职能部门或专业的中介机构协助，进行风险评估，展开项目的可行性论证，并研究风险管理策略的解决方案。公司单独制定了《华远国际陆港集团有限公司关于规范贸易行为管理意见的通知》，将贸易行为分为采购、储存和销售三个管理环节，加强贸易行为中的货款支付管理、存货管理和货款回收管理，对三个环节采取相应的控制措施，坚持实施事先防范、事中控制和事后管理。

总体看，公司内部管理制度较为健全，整体管理水平尚可。

六、经营分析

1. 经营概况

2016—2018 年，随着公司业务规模扩张，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 6.99%。

从收入构成看，2016—2018 年，受货物发运量增加及运输产品价格增长的共同影响，铁路运输收入逐年增长，2018 年得益于收入计算口径的变化，较上年大幅增长 107.40%；现代物流收入主要为贸易收入，受煤炭贸易收入波动的影响，该业务收入波动减少，年均复合下降 0.97%；新能源主要包含煤层气开发、光伏及新材料应用等，收入呈增长态势，其中 2017 年受煤层气技术革新影响，收入较上年大幅增长 123.48%；现代服务主要是汽车运输业务，收入波动增长；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，规模持续增加，但占比很小，对营业收入影响不大。公司其他业务种类较多，包含租赁收入等，均为零星业务收入。

表 3 2016—2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	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	10.34	4.76	14.22	12.44	4.86	15.27	25.80	10.37	11.71

现代物流业	167.05	76.89	2.44	178.74	69.81	2.05	163.84	65.88	2.37
新能源产业	3.45	1.59	28.12	7.71	3.01	13.62	8.65	3.48	24.16
现代服务业	35.29	16.24	12.10	56.16	21.93	14.41	49.34	19.84	13.52
金融服务业	0.84	0.39	84.52	0.98	0.38	85.71	1.05	0.42	96.19
其他	0.28	0.13	100.00	--	--	--	--	--	--
合计	217.25	100.00	5.42	256.03	100.00	6.07	248.68	100.00	6.71

资料来源：公司提供

毛利率方面，公司铁路运输毛利率波动下降，其中 2018 年较上年下降 3.56 个百分点，主要系铁路运输业务计算口径变化所致；现代物流是大宗商品贸易，毛利率水平始终较低，符合行业特点；现代服务毛利率基本稳定；新能源产业毛利率波动较大，2017 年大幅下降与不同产品技术更新速度相关；金融服务业成本较低，毛利率始终处于较高水平。受上述因素的综合影响，2016—2018 年，公司主营业务综合毛利率稳定增长。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 184.38 亿元，相当于 2018 年的 74.14%，综合毛利率为 4.99%。其中铁路运输实现 23.83 亿元，较上年同期增幅明显，主要系《铁路货物运输进款结算办法（试行）》（铁总财〔2017〕333 号）的发布，使孝柳铁路运输收入的计算口径发生改变，实施全程货物运费计入收入。

总体看，公司业务发展多元化，业务规模不断扩张，收入波动增长，但易受宏观经济、高铁分流、运输成本、煤炭市场行情等因素影响，公司综合毛利率稳步提升。

2. 铁路运输业务

（1）铁路运输

公司铁路运输由子公司山西铁路经营，截至 2019 年 9 月末，山西铁路注册及实收资本均为 7.21 亿元。山西铁路承担山西省内铁路基本建设及客货运输管理，2018 年实现营业收入 33.42 亿元，净利润 0.17 亿元。

山西铁路是山西省内重要的地方铁路运输企业，业务区域垄断优势明显，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 2019 年 9 月末，山西铁路实际控制的地方铁路有孝义—柳林（孝柳）、武乡—左权（武左）、宁武—静乐（宁静）三条铁路，运营总里程为 293 公里。

表 4 2016—2018 年及 2019 年 1—9 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			
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
孝柳铁路	116	1,366	1,286	1,730	1,415	4.48	4.80	17.67	16.16
宁静铁路	93	309	209	256	243	0.38	0.32	0.47	0.62
武左铁路	84	71	100	331	375	0.44	0.74	0.67	0.92
合计	293	1,746	1,595	2,317	2,033	5.30	5.86	18.81	17.70

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、综合服务等，以运输费用为主。2018 年，受煤炭、钢铁等行业景气度有所提升的影响，公司实际货物发运量有所增长。

根据《铁路货物运输进款结算办法（试行）》（铁总财〔2017〕333号）文件，孝柳铁路实施全程货物运费计入收入。2018年，得益于此，铁路运营业务收入大幅提升。

除上述孝柳铁路、宁静铁路、武左铁路外，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。

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。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）铁路投资

铁路投资由公司本部承担。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，在铁总与山西省合资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，项目建设资本金由铁总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 2018 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 5 截至 2018 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	151.11	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	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	113.38	11.55	--	11.55	已完工
阳大铁路	45.79	45.79	12.44	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	61.41	46.00	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	--	393.90	--

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 2018 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 301.46 亿元，仅太中银铁路产生 43 万元投资收益，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 92.64 亿元，尚需投资 168.63 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 5）。

表 6 截至 2018 年末公司在投铁路项目情况

指标	大同一张家口	阳泉一大同	太原一焦作	大同一原平
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）	24.00	12.44	46.20	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。2016—2018 年，公司分别收到山西省政府铁路投资建设的各项资金 11.16 亿元、46.14 亿元和 45.10 亿元。

总体看，公司地方铁路运输保有量较大，在地区内垄断优势明显；公司所承建的铁路项目所有权归属大部分属于铁总，公司无实质控制权，且截至本报告出具日大部分未产生投资收益，持续亏损，未来铁路建设股权退出及收益存在很大不确定性；铁路建设所需资金规模较大，公司面临较大的资本支出压力。

3. 现代物流

现代物流主要由子公司山西物产、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。经营产品以煤炭、非煤炭产业、化工产品和钢材贸易为主，其中四家子公司均涉及煤炭贸易业务，钢材和化工产品贸易主要由山西物产经营，非煤矿产业务由剩余三家经营。

依托于山西省铁路和公路运输优势，公司大力发展以煤炭物流为主、化工产品及钢材等生产资料物流为辅的综合物流体系。2016—2018 年，贸易收入波动下降，主要受煤炭收入的影响。

表 7 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司主要贸易品种销售情况（单位：万吨、亿元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
煤炭	1,877.22	96.99	1,718.62	126.47	1,544.00	92.82	841.40	43.19
钢材	4.37	3.23	28.37	9.96	78.86	27.96	18.66	7.67
化工	17.03	18.86	19.42	10.01	10.94	2.39	2.02	0.94
非煤矿产	580.85	42.53	348.81	15.40	243.73	38.78	33.32	21.24
合计	2,479.47	161.61	2,115.22	161.84	1,877.53	163.95	895.40	73.04

资料来源：公司提供

（1）煤炭贸易

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。截至目前，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。煤炭贸易模式分为两种，一种为公司自行组织煤源，寻找下游客户，自行承担采购成本，煤炭上下游交易价格随行就市，按月定价，如出现采购与销售价格倒挂，公司需承担市场风险；另一种模式为其他客户已经组织好煤源，联系好下

游客户，但不具备运输能力，公司利用自身的运输能力代为发运，即下游客户先将煤款支付到公司账户上，而后公司在扣除发运费用后将剩余煤款支付上游客户（即寻找公司代发的客户），此种模式公司不承担市场风险。公司两种模式的煤炭贸易量占比基本各占50%。2016—2018年，受去产能化、“煤改气”等政策影响，公司煤炭贸易量持续减少；煤炭对贸易收入贡献率较高，2016—2018年在贸易收入中占比分别为60.01%、78.15%和56.91%。

表 8 2016—2018 年公司煤炭贸易销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
煤炭贸易量（万吨）	1,877.52	1,718.62	1,544.00
煤炭销售收入（亿元）	96.99	126.47	92.82
平均采购价（元/吨）	307~601	462~1,046	490~2,030
平均售价（元/吨）	516.57	735.86	697.28

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。2016—2018 年，煤炭贸易前五大供应商采购量分别为 281.90 万吨、578.19 万吨和 442.66 万吨，在总采购量中占比分别为 15.01%、33.64%和 22.71%，占比不高，有利于分散集中采购风险。同期，煤炭贸易前五大下游客户销售量分别为 541.88 万吨、629.47 万吨和 542.41 万吨，在总销量中占比分别为 28.86%、36.63%和 27.83%，下游用煤客户较为分散，单个贸易量较小。省外客户采取铁路运输，本地企业采取公路运输。

结算方式方面，下游客户一般需向公司支付 90%以上预付款，以合同形式确定煤炭供应数量，随市场价格按月定价，结算方式大多为银行承兑汇票和电汇。公司根据煤炭实际采购价格和采购量确定成本，以销售额确定收入，因其采用预收现付制，资金回款较好。

2019 年 1—9 月，煤炭实现销售收入 43.19 亿元，完成贸易量 841.40 万吨，较去年同期贸易量有所减少，主要是根据公司战略仅发展优质客户，未来煤炭贸易量有可能继续下滑。

（2）钢材、化工及非煤炭产品

公司钢材及化工产品贸易由子公司山西物产经营，非煤矿产贸易由子公司山西能投、山西物流和山西能产经营。钢材贸易品种主要包括线材、螺纹钢、焊管、卷板、H 型钢以及不锈钢产品，化工产品包括纯苯、工业萘、煤焦油、燃料油、聚乙烯、聚丙烯，非煤矿产贸易品种主要为铁矿砂、高碳铬铁、煤层气。经营模式为“以销定购”，即由下游客户向公司提交订单后再向上游客户采购相应数量的钢材，公司从中赚取购销差价，该种经营模式下公司不承担价格倒挂的风险。公司的下游客户需向公司支付 50%~100%的预付款，支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，具体支付比例视公司的议价能力而定，未全额支付货款的下客户一般在 1~2 个月内付全款，下游客户无需支付保证金。公司向上游客户采购时，需支付大部分的预付款，支付方式为电汇和银行承兑汇票。2016—2018 年，公司分别实现钢材贸易销量 4.37 万吨、28.37 万吨和 78.86 万吨，快速增长，主要系钢材国际行情走好所致；同期，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。

表 9 2016—2018 年和 2019 年 1—9 月公司非煤矿产产品价格情况（单位：元/吨）

产品名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	采购价	售价	采购价	售价	采购价	售价	采购价	售价
铁矿砂	380	387	395~496	403~510	622.26	636.73	572.00	591.00

高碳铬铁	4,596	4,602	--	--	--	--	--	--
钢铁	2,244	2,230	8,229.04	8,597.38	3,558.00	3,603.00	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司贸易品种较多，贸易业务受市场环境影响较大，易受价格波动，未来收入的持续性增长存在一定不确定性。

4. 现代服务

公司现代服务业务主要是汽车运输，由子公司山西汽运经营，山西汽运为具备道路客货运输双一级经营资质的企业，区域专营性较强。

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，2016—2018 年，汽车运输收入整体呈波动上涨趋势，分别为 21.21 亿元、34.20 亿元和 28.30 亿元，年均复合增长 4.74%。2019 年 1—9 月，公司实现汽车运输收入 24.78 亿元。

表 10 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司汽车运输收入构成情况（单位：亿元）

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
客运	8.39	7.17	6.40	6.15
货运	11.42	15.56	13.10	12.29
汽车修理及配件销售	1.40	11.47	8.80	6.34
合计	21.21	34.20	28.30	24.78

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。2016—2018 年，山西汽运分别实现公路客运量 1.31 亿人、1.24 亿人和 1.05 亿人，实现旅客周转量分别为 153 亿人公里、154 亿人公里和 132 亿人公里，总体均呈下降态势，主要系受大西高铁分流的影响。在此影响下，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 2019 年 9 月末，公司拥有公司化经营班线 1,213 班次、市际班线 1,300 班次、区内及农村班线 1,611 班次。

表 11 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月山西汽运的主要客运经营指标情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
客运车辆（辆）	6,962	7,297	7,200	8,175
公司化经营班线（班次）	1,686	1,373	1,343	1,213
市际班线（班次）	1,166	1,498	1,394	1,300
区内及农村班线（班次）	1,807	1,922	2,006	1,611
旅游班线（班次）	167	297	266	361
客运站（个）	110	111	111	111
公路客运量（亿人）	1.31	1.24	1.05	0.84
旅客周转量（亿人公里）	153	154	132	94

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。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。2019 年 1—9 月，山西汽运实现客运收入 6.15 亿元。

（2）货运

山西汽运及其子公司分布于山西省内各个城市负责货运的市场开拓，主要运输产品包含煤炭、铁矿砂等。公司货运业务结算方式分为两种，一种为下游客户先支付 50%~100%的预付款，支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，具体支付比例视公司的议价能力而定，未全额支付货款的下游客客户一般在 1~2 个月内付全款；另一种为货到付款。货运费率由山西汽运各子公司参考市场价格后单独议价，因运输货物的不同，价格各不相同。2016—2018 年，山西汽运分别实现货运收入 11.42 亿元、15.56 亿元和 13.10 亿元，年均复合增长 7.10%。

表 12 2016—2018 年及 2019 年 1—9 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
货运车辆	6,415	5,895	5,812	5,188
货物周转量	47	45	42	31
公路货运量	2,109	2,078	1,759	1,254

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月末，公司运营的大型货运站点 8 个，小件快运网点 63 个，大中型货源基地 113 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。晋城的苗匠物流园区成为当地最具影响力的物流集散中心，运城空港物流园区被省政府列为全省服务业“1+10”商贸流通业的示范带动项目之一，被运城市政府列为运城地区三大物流基地之一。

2019 年 1—9 月，山西汽运实现货运收入 12.29 亿元。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

山西汽运所经营的汽车维修及配件销售业务主要包括汽车维修、检修和配套销售等全方位服务。2016—2018 年，山西汽运分别实现汽车维修及配件销售收入 9.17 亿元、11.47 亿元和 8.80 亿元，年均复合下降 2.04%。截至 2019 年 9 月末，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 17 个，二类维修企业 16 个，各类特约维修服务站 184 个，相关从业人员 683 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 13 个，在山西省内的汽车维修及配件销售领域具有一定地位。

2019 年 1—9 月，山西汽运实现该业务收入 1.40 亿元，未来随着公司该业务范围的不拓展，收入将有所增加。

总体看，受高铁分流的影响，公司客运收入总体呈下降趋势。未来，随着高铁管网及分布的不断完善，高铁的分流效应可能愈发显现，对公司该业务收入将有一定冲击。货运业务随着物流布局不断完善或将迎来新的发展。汽车维修及配件销售业务快速发展，随着业务范围不断扩大，业务种类不断丰富，发展前景较好。

5. 新能源新材料

公司新能源板块主要由子公司山西能产负责的煤层气（焦炉气）开发与利用和山西汽运负责的加气站业务构成，主要业务包括煤层气项目，光伏、生物质能源项目和新能源汽车，新材料产业。

煤层气项目方面，公司参与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。根据晋国投运营发〔2018〕35 号文件，公司将山西省地产投资有限公司股权无偿划转至山西大地环境投资控股有限公司，已完成工商变更。2018 年起公司不再经营煤层气业务，对煤层气经营开发所投入的成本尚未取得投资补偿。截至 2019 年 3 月末，煤层气项目已投资 16.29 亿元。

光伏项目为阳曲光伏发电项目建设，该项目总规模为 640MW 光伏电站，计划总投资 65 亿元，分三期建设：一期工程为 20MW 光伏电站，投资约 2.50 亿元（含农业项目）；二期工程为 100MW 光伏电站，三期工程为 420MW 光伏电站。截至 2019 年 3 月末，该项目已投资超过 10 亿元。

生物质能源项目主要以垃圾焚烧和秸秆直燃为主，具体为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。

玄武岩产业方面，公司充分发挥山西省玄武岩纤维应用技术院士工作站技术创新和成果转化优势，依托大同市玄武岩资源，公司下属二级子公司山西晋投玄武岩开发有限公司已形成年产 5,000 吨产能，是目前世界最大的玄武岩纤维生产企业之一。

大麻纺织产业方面，该业务由子公司山西绿洲纺织有限责任公司（以下简称“绿洲纺织”）负责经营。绿洲纺织是国家大麻纺织产品开发基地、高新技术企业、山西省“513”工程省级重点龙头企业、山西省工业百强潜力企业。绿洲纺织拥有国内目前唯一一条从大麻原麻脱胶至成品加工生产线，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，年产能包括麻及混纺纱线 5,000 吨，坯布及面料 1,000 万米，服装、家纺 150 万件套。

总体看，2018 年起公司不再产生煤层气业务收入，尚未获得投资补偿；在玄武岩纤维产业基地的设立以及品牌推广的影响下，公司新能源业务将得到规模性扩张，该业务板块未来发展前景较好。

6. 金融服务

公司金融服务板块由子公司山西再担保和商品交易中心负责经营。

商品交易中心成立于 2014 年，开展线上结算业务，依托自身供应链管理平台，整合集团贸易、物流和金融资源，加强与商业银行、第三方支付、信托公司、互联网金融公司、保险公司等合作，开展现货质押融资、仓单质押融资等供应链金融业务。截至 2019 年 9 月末尚未产生盈利。

山西再担保是根据国务院、山西省政府金融服务政策，经山西省政府金融办批准设立的山西省首家政策性再担保机构。

截至 2018 年末及 2019 年 9 月末，山西再担保资产总额分别为 5.31 亿元和 5.37 亿元，净资产分别为 5.05 亿元和 5.11 亿元；2018 年及 2019 年 1—9 月分别实现营业收入 0.23 亿元和 0.19 亿元，利润总额分别为 0.03 亿元和 0.08 亿元，经营性净现金流分别为 0.02 亿元和 0.04 亿元。

截至 2018 年末，山西再担保实现担保费收入 590.94 万元，净利润 579.22 万元。截至 2018 年末，山西再担保担保责任余额 5.42 亿元，在保客户共计 53 户，全部为贷款担保；2018 年全年累计解除到期担保金额 4.37 亿元。从担保期限看，截至 2018 年末，山西再担保担保余额 1 年以内（含）占 99.62%，1~3 年（含）占 0.38%。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。

总体看，公司业务多元化发展，贡献较大的贸易板块易受价格波动影响而存在一定不确定性；铁路运输区域垄断性强，但大部分投资处于亏损状态且支出规模大，盈利性弱；现代服务业以汽车

运输为主，受高铁分流影响明显；但公司业务已在山西省内规模化发展，未来收入可持续性较好。

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。

公司将以铁路运输为基础，在发挥社会效益的同时，提高经济效益，采取相关行业投资和跨行业投资并举的投资发展模式，加大对物流产业的投资力度，支持相关产业发展，进一步扩大产融结合领域产业的发展，培育更多的经济增长点，打造多元化、立体型的投资产业体系，实现更高效更丰富的投资价值。

整体看，公司发展战略清晰，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年合并财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年前三季度合并财务报表未经审计。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。

会计政策和会计估计变更方面，2017 年，财政部发布了《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号-政府补助〉的通知》和《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，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，2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司合并报表范围内二级子公司数量变化不大，2017 年增加 1 家，2018 年增加 5 家，2019 年 1—9 月未发生变化。总体看，公司会计政策连续，合并报表范围的变动对公司主营业务性质的影响较小，财务数据的可比性较强。

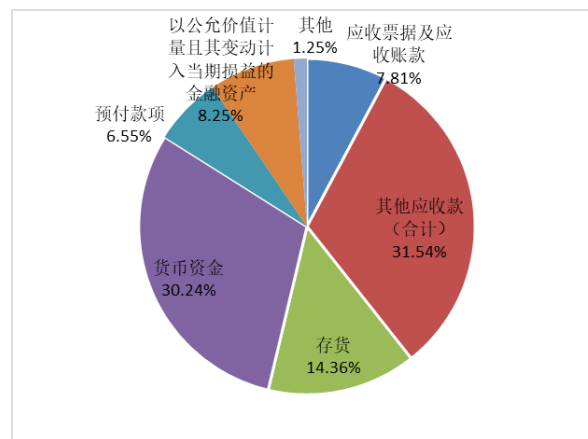
2. 资产质量

2016—2018 年，公司合并资产总额快速增长，年均复合增长 9.05%。截至 2018 年末，公司合并资产总额为 1,012.12 亿元，较年初增长 10.99%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 34.96%，非流动资产占 65.04%，公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 5.00%。截至 2018 年末，公司流动资产为 353.87 亿元，较年初增长 13.01%。公司流动资产主要以货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款、存货和以公允价值计量的金融资产为主。

图 1 截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 12.70%。截至 2018 年末，公司货币资金 107.01 亿元，较年初大幅增长 97.96%，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。

2016—2018 年，公司应收票据及应收账款逐年下降，年均复合下降 13.53%。截至 2018 年末，公司应收票据及应收账款为 27.64 亿元，较年初下降 11.50%。其中，应收账款为 21.08 亿元，较年初下降 12.39%；公司应收账款前五大对象包括内蒙古包钢钢联股份有限公司等关联方企业，合计金额占应收账款的 16.70%，集中度较低；从账龄来看，公司应收账款账龄主要集中在 1 年以内（占 58.46%）及 5 年以上（占 13.99%），账龄分布较为分散；应收账款按照账龄法累计计提坏账准备 2.78 亿元，计提比例为 12.18%。同期，公司应收票据变化很小，本段不过多阐述。

2016—2018 年，公司预付款项波动减少，年均复合下降 4.43%。截至 2018 年末，公司预付款项为 23.16 亿元，较年初增长 14.14%，主要系预付的工程款和贸易采购款增加所致；预付款项前五大对象为河北晋秦合盛煤炭贸易有限公司等原材料采购商，合计占预付款项的 27.85%；从账龄来看，主要集中在 1 年以内（占 62.15%），账龄较短；预付款项累计计提坏账准备 3.31 亿元，计提比例为 12.50%。

2016—2018 年，公司其他应收款（合计）持续增加，年均复合增长 16.25%。截至 2018 年末，公司其他应收款（合计）为 111.62 亿元，较年初增长 32.49%。其中，其他应收款为 111.36 亿元，较年初增长 33.06%，主要由政府贴息（占 28.03%）、外部单位往来款（占 38.74%）和代垫投资款（占 30.30%）构成；其他应收款前五大客户是山西省财政厅、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、晋商信用增进投资股份有限公司和清徐县财政局，合计金额占其他应收款的 47.07%，集中度较高；其他应收款累计计提坏账准备 3.65 亿元，计提比例为 3.17%。

2016—2018 年，公司存货规模稳定增长，年均复合增长 13.58%。截至 2018 年末，公司存货为 50.81 亿元，较年初增长 19.69%，主要系库存商品和房地产开发成本增加所致；存货主要由库存商品（占 41.02%）和房地产开发成本¹（占 47.57%）构成，其中开发成本包括子公司在建的商品房和及完工待结转的工程项目；公司对存货计提跌价准备 0.09 亿元。

2016—2018 年，公司以公允价值计量的金融资产波动减少，年均复合下降 24.19%。截至 2018 年末，公司以公允价值计量的金融资产为 29.20 亿元，较年初大幅减少 48.97 亿元，主要系银行结

¹ 原子公司山西怡和房地产开发有限公司于 2018 年不再纳入公司合并范围，公司存货科目所包含的房地产开发成本均由该子公司产生，但因划转手续尚未办理完全，该部分资产仍计入公司存货。

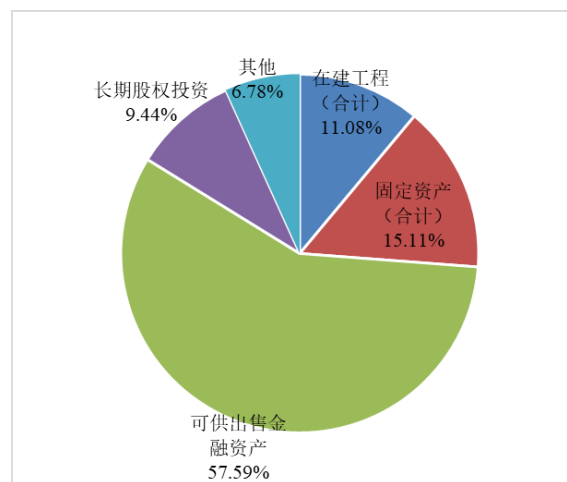
构性存款到期所致；公允价值计量的金融资产全部为结构性存款，期限在 3 个月以内，平均年化收益率 3.5%。

截至 2019 年 9 月末，公司流动资产规模为 373.12 亿元，较年初增长 5.44%，主要系以结构性存款为主的金融资产增加所致；公司以公允价值计量的金融资产为 69.10 亿元，较年初增长 136.62%。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增加，年均复合增长 11.44%。截至 2018 年末，公司非流动资产为 658.25 亿元，较年初增长 9.93%，以可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程为主。

图 2 截至 2018 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产稳步增加，年均复合增长 2.99%。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产账面价值为 379.09 亿元，较年初小幅增长 3.75%，主要是按公允价值计量的可供出售金融资产（山西路桥股份有限公司、山西蓝焰控股股份有限公司、山西关铝股份有限公司、太原狮头水泥股份有限公司、亚宝药业集团股份有限公司的股份和山西汽运持有的对交通银行的股份）以及按成本计量的可供出售金融资产，两者规模分别为 5.73 亿元和 383.95 亿元。公司按成本计量的可供出售金融资产主要是公司作为产权方实施的铁路建设项目资产，详情见表 13。2016—2018 年，公司持有的上述股份价值较为稳定。但股票债券市场受经济环境的影响近期波动较大，未来上述股份价值存在一定减值风险。

表 13 截至 2018 年末公司可供出售金融资产内主要铁路资产情况（单位：亿元）

被投资单位名称	投资金额
大西铁路客运专线有限责任公司	188.52
晋豫鲁铁路通道股份有限公司	103.80
大西铁路	20.00
山西太兴铁路有限责任公司	12.89
山西阳大铁路有限责任公司	12.44
吕临铁路有限责任公司	4.81
山西侯禹铁路有限责任公司	1.50

运三铁路铁路有限责任公司	0.22
山西能投太焦铁路项目管理有限公司	0.20
太中银铁路有限责任公司	0.14
总计	344.52

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司长期股权投资快速增加，年均复合增长 209.42%。截至 2018 年末，公司长期股权投资为 62.11 亿元，较年初增长 44.86%，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 19.14 亿元；太焦城铁总资产 191.45 亿元，净资产 110.50 亿元，公司持有太焦城铁 49.90%的股权。因太焦城铁成立较晚，虽属于公司实际控制的地方铁路，但未产生收入，从而未在公司铁路运输板块进行详细介绍。

表 14 截至 2018 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	2018 年确认投资收益
晋商信用增进投资股份有限公司	6.62	0.48
太焦城际铁路山西有限责任公司	55.14	0.00
太原宝佳万科房地产开发有限公司	0.28	-0.06
山西铁路云泉机辆配件销售有限公司	0.03	0.00 ²
合计	62.07	0.42

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司固定资产逐年增加，年均复合增长 17.40%。截至 2018 年末，公司固定资产为 99.48 亿元，较年初增长 28.61%，主要系购置房屋建筑物和光伏电站在建转固综合影响所致；公司固定资产主要由房屋建筑物（占 47.70%）、机器设备（占 23.22%）、运输工具（占 15.51%）和土地资产（占 6.48%）构成；公司对固定资产累计计提折旧 44.72 亿元、减值准备 0.05 亿元，固定资产成新率为 69.00%，成新率一般。

2016—2018 年，公司在建工程稳定增加，年均复合增长 11.62%。截至 2018 年末，公司在建工程为 72.96 亿元，较年初小幅增长 0.53%，主要系对太原高铁、静乐至静游地方铁路项目、长子南煤炭发运站铁路专线、世行煤层气开发³等工程项目投入。

截至 2019 年 9 月末，公司非流动资产规模为 663.57 亿元，较年初小幅增长 0.81%。非流动资产构成较 2018 年末基本相同，各科目账面价值变化不大。

截至 2018 年末，公司受限资产账面价值为 7.91 亿元，占净资产的 2.32%，受限比例很低；主要构成是货币资金 5.13 亿元和固定资产 2.78 亿元，用于银行承兑保证金和融资租赁抵质押。

总体看，随着经营规模不断扩大，公司资产规模逐年上升，资产构成以非流动资产为主；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，且大部分未取得投资收益，未来该部分资产变现存在一定不确定性；其他应收款规模较大，整体看公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2016—2018 年，公司负债规模稳定增加，年均复合增长 5.50%。截至 2018 年末，公司负债总

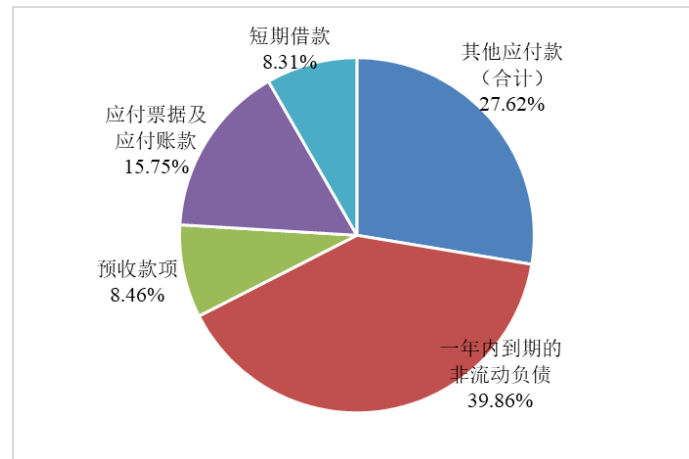
² 公司 2018 对山西铁路云泉机辆配件销售有限公司的投资收益为 3.45 万元。

³ 除太原高铁外，在建工程内的铁路投资项目均为地方铁路或者专用线，因此未在铁路运输板块加以描述。

额为 671.05 亿元，较年初增长 3.73%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 41.90%，非流动负债占 58.10%，公司负债以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 2.25%。截至 2018 年末，公司流动负债为 281.15 亿元，较年初增长 14.44%，主要系应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款（合计）及一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。

图 3 截至 2018 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款逐年减少，年均复合下降 11.00%；截至 2018 年末，公司短期借款 22.75 亿元，较年初下降 16.88%，主要由抵押借款（占 3.87%）、保证借款（占 52.84%）和信用借款（占 43.30%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款持续增长，年均复合增长 23.08%。截至 2018 年末，公司应付票据及应付账款为 43.15 亿元，较年初增长 21.83%。其中，应付账款为 34.70 亿元，较年初增长 14.90%，主要系应付工程款及原材料采购款；从账龄来看，1 年以内占 69.34%，账龄较短。同期末，应付票据为 8.45 亿元，较年初大幅增长 61.96%，主要系公司应付款多采用以票据方式结算所致。

2016—2018 年，公司其他应付款（合计）波动增加，年均复合增长 2.80%。截至 2018 年末，公司其他应付款（合计）为 75.67 亿元，较年初增长 12.79%。其中，其他应付款为 63.85 亿元，较年初增长 11.67%，主要系应付拆借款增加所致；其他应付款主要由应付工程款、设备款及保证金（占 37.93%）和拆借款（占 21.22%）构成。本报告将其他应付款付息部分计入短期债务。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动减少，年均复合下降 4.96%。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债为 109.19 亿元，较年初增长 15.22%，主要系应付债券中一年以内到期部分调至该科目所致；一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占 32.70%）和应付债券（占 65.30%）构成。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 8.06%。截至 2018 年末，公司非流动负债 389.90 亿元，较年初小幅下降 2.82%，主要系公司偿还了部分到期的长期借款所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 40.38%）和应付债券（占 52.17%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 1.90%。截至 2018 年末，公司长期借款 157.45 亿元，较年初大幅下降 30.76%。

2016—2018 年，随着股权投资及铁路投资支出规模的不断扩大，公司应付债券规模稳定增长，年均复合增长 12.64%。截至 2018 年末，公司应付债券为 203.40 亿元，较年初增长 25.18%，主要系 2018 年成功发行多支债务融资工具所致，融资规模达 95.51 亿元；公司应付债券大部分在 2020—2021 年间到期，到期期限较为集中。

2016—2018 年，公司长期应付款（合计）快速增长，年均复合增长 105.32%。截至 2018 年末，公司长期应付款（合计）为 9.32 亿元，较年初增长 2.99 倍。其中，长期应付款为 8.83 亿元，较年初增长 3.94 倍，主要系新增融资租赁款所致，已计入长期债务核算。

2016—2018 年，公司递延收益快速增长，年均复合增长 80.82%。截至 2018 年末，公司递延收益为 18.10 亿元，较年初增长 154.14%，主要系新增 8.99 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。

2016—2018 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 2.96%。截至 2018 年末，公司全部债务规模为 574.50 亿元⁴，其中短期债务占 35.57%，长期债务占 64.43%，债务结构以长期债务为主。截至 2018 年末，短期债务 204.34 亿元，较年初增长 10.67%。截至 2018 年末，长期债务为 370.16 亿元，较年初下降 5.49%，主要系长期借款减少所致。

从债务比率来看，2016—2018 年，公司资产负债率波动下降，分别为 70.84%、70.94%和 66.30%，全部债务资本化比率分别为 68.59%、68.50%和 62.75%，长期债务资本化比率分别为 56.75%、59.64%和 52.04%，公司债务规模有所扩大，整体债务负担较重。若将 2016—2018 年公司发行的永续中票计入债务中核算，2018 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 72.72%、69.85%和 61.18%，债务负担进一步加重。

截至 2019 年 9 月末，公司负债规模增至 692.30 亿元，较年初增长 3.17%，其中，流动负债占 46.44%；同期，负债规模的扩大主要系一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2019 年 9 月末，公司一年内到期的非流动负债为 165.13 亿元，较年初增长 51.23%；应付债券为 184.50 亿元，较年初下降 9.29%，主要系一年内到期部分调整至流动负债所致。

表 15 截至本报告出具日公司已发行债券情况（单位：亿元）

证券名称	起始日期	到期日期	债券期限	债券余额
19 山西交投 MTN001	2019-02-27	2024-02-27	5 年（3+2）	18.00
19 晋交 01	2019-08-12	2024-08-12	5 年（3+2）	15.00
19 晋交 03	2019-10-23	2024-10-23	5 年（3+2）	15.00
19 晋交 Y1	2019-12-30	2022-12-30	3+N	10.00
20 能交 01	2020-02-14	2025-02-14	5 年（3+2）	10.00
18 山西交投 MTN001	2018-11-23	2021-11-23	3+N	5.00
18 晋交 03	2018-08-08	2023-08-08	5 年（2+3）	11.40
18 晋交 04	2018-08-08	2023-08-08	5 年（3+2）	25.91
18 山西交投 PPN003	2018-08-09	2021-08-09	3 年	5.00
18 山西交投 PPN002	2018-08-08	2021-08-08	3 年	5.00
18 山西交投 MTN002	2018-08-06	2021-08-06	3 年	17.00
18 山西交投 PPN001	2018-04-26	2021-04-26	3 年	10.00
18 晋交 01	2018-03-28	2023-03-28	5 年（3+2）	16.20
17 山西交投 PPN003	2017-07-20	2020-07-21	3 年	10.00
17 山西交投 PPN002	2017-07-13	2020-07-14	3 年	15.00

⁴ 公司未提供其他应付款、长期应付款付息部分，本报告计算全部债务时，按照每年末上述科目余额全额计入。

17 山西交投 PPN001	2017-07-07	2020-07-10	3 年	15.00
17 山西交投 MTN001	2017-05-03	2020-05-05	3+N	10.00
17 晋交 01	2017-04-27	2022-05-03	5 年 (3+2)	15.00
16 晋交 01	2016-05-31	2021-05-31	5 年 (3+2)	10.00
16 山西交投 MTN001	2016-02-24	2021-02-26	5+N	20.00
15 晋交 02	2015-12-28	2020-12-30	5 年	10.00
15 晋交 01	2015-12-11	2020-12-11	5 年	15.00
15 山西交投 MTN001	2015-10-27	2020-10-28	5+N	30.00
14 山西交投 MTN001	2014-06-19	2021-06-19	7 年 (5+2)	28.00
13 晋能交债	2013-03-08	2020-03-08	7 年	9.49
19 晋经 01	2019-04-17	2024-04-17	5 年 (3+2)	5.00
19 晋经 02	2019-12-26	2024-12-26	5 年 (3+2)	5.00
18 晋经建 PPN01	2018-12-06	2021-12-06	3 年	5.00
19 晋经建 PPN01	2019-07-15	2022-07-15	3 年	5.00
15 晋经 01	2015-10-09	2020-10-09	5 年	7.20
合计				378.20

资料来源: Wind

截至 2019 年 9 月末, 公司全部债务规模扩大至 605.99 亿元, 较年初增长 5.48%, 其中短期债务占 42.56%, 较年初增长 26.22%, 主要系一年内到期的应付债券增加所致; 受部分债券调整至流动负债和到期偿还的影响, 公司长期债务 348.06 亿元, 较年初下降 5.97%。从债务期限分布来看, 2020 年到期债务占 38.18%, 公司债务集中度较高, 集中偿付压力较大。从债务比率看, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.78%、63.77%和 50.27%; 若将 2016—2018 年来公司发行的永续中票计入债务中核算, 2019 年 9 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 73.05%、70.61%和 59.66%, 债务压力有所加重。

总体看, 随着公司业务规模的不断扩张, 负债规模逐年上升; 整体债务规模较大, 期限结构以长期为主; 从债务分布来看, 公司面临较大的短期偿债及集中兑付压力; 公司整体债务负担较重。

(2) 所有者权益

2016—2018 年, 公司所有者权益持续增加, 年均复合增长 17.24%; 截至 2018 年末, 公司所有者权益为 341.07 亿元, 较年初增长 28.69%, 主要系资本公积大幅增加所致; 公司所有者权益中, 归属于母公司所有者权益为 310.72 亿元, 归属于母公司所有者权益中实收资本占 20.37%, 资本公积占 55.22%, 未分配利润占 2.26%, 盈余公积占 0.16%, 其他权益工具占 20.92%。所有者权益中资本公积占比较高, 公司权益稳定性较好。

2016—2018 年, 公司资本公积快速增长, 年均复合增长 30.17%; 截至 2018 年末, 公司资本公积 171.59 亿元, 较年初大幅增长 62.87%, 主要系根据晋财建一(2018)300 号文件, 公司负债内的政府置换债券本息由山西省财政厅负责偿还, 从而调增资本公积。

截至 2019 年 9 月末, 公司所有者权益为 344.33 亿元, 其中, 实收资本未发生变化、资本公积为 173.63 亿元, 权益规模及构成较年初变化很小, 较为稳定。

总体看, 近三年公司所有者权益规模持续扩大, 所有者权益以实收资本、资本公积和其他权益工具为主, 公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2016—2018 年, 公司营业收入波动增长, 年均复合增长 6.94%, 2018 年, 公司实现营业收入

248.42 亿元，较上年小幅下降 2.96%，主要系现代物流业及现代服务业收入减少所致。2016—2018 年，公司营业成本波动增长，年均复合增长 6.26%，公司营业成本增长的幅度与营业收入基本相同。2016—2018 年，公司营业利润分别为-29.87 亿元、1.63 亿元和 2.28 亿元，自 2017 年起，因会计政策变更的影响，将贷款贴息收入冲减财务费用，从而公司实现营业利润扭亏为盈。2016—2018 年，公司净利润分别为 1.26 亿元、0.91 亿元和 1.28 亿元。

期间费用方面，2016—2018 年，公司费用总额波动减少，年均复合下降 34.70%；2018 年，公司期间费用总额为 17.54 亿元，较上年增长 20.78%，主要系财务费用支出增加所致；费用构成中，销售费用占 17.05%，管理费用占 52.97%，财务费用占 27.71%。2016—2018 年，公司管理费用年均复合增长 8.33%，主要系计入管理费用中的职工薪酬增长和办公费咨询费增加所致；2016—2018 年，公司财务费用波动下降，年均复合下降 60.39%，其中 2017 年大幅减少主要系公司将拨付的政府贴息补助冲减相应借款费用所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 18.93%、5.67%和 6.89%，期间费用对公司利润的影响逐年减弱。

投资收益方面，2016—2018 年，公司投资收益波动性减少，年均复合下降 17.66%，2018 年，公司实现投资收益 0.98 亿元，较上年下降 37.26%，主要系公司可供出售金融资产内被投资企业因注销、撤资等行为计提减值准备所致；2018 年，公司投资收益占营业利润的比重为 47.34%，投资收益对公司营业利润的贡献度较高。

公司营业外收入主要来源于利息补贴收入和项目补助收入。2016—2018 年，公司营业外收入分别为 31.58 亿元、0.71 亿元和 0.61 亿元。其中，2017 年营业外收入大幅减少主要系因为会计政策的变更使得利息补贴收入不再计入营业外收入。自 2017 年起，新的会计准则规定，与政府相关的补助计入“其他收益”，公司近三年来收到的政府补助收入分别为 1.01 亿元、2.28 亿元和 3.73 亿元；未收到政府补贴公司计入“递延收益”，此处暂不考虑其对利润总额的影响。近年来，公司收到的政府补贴占利润总额的比重分别为 61.96%、108.06%和 180.19%，利润总额对政府补助的依赖程度较高。

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资产收益率分别为 5.05%、0.85%和 1.21%，总资产报酬率分别为 4.54%、0.93%和 1.23%，净资产收益率分别为 0.54%、0.35%和 0.42%，公司盈利指标表现一般，整体盈利能力不强。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 184.38 亿元，营业利润 1.34 亿元，净利润 1.31 亿元。

总体看，随着公司业务规模的扩张，公司营业收入波动增长，依托于公司从事的地方铁路公益属性很强，地方政府对公司的支持力度较大，但考虑到公司整体各项盈利指标表现不佳，公司整体盈利能力有待提升。

5. 现金流

从经营活动看，现金流入方面，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 289.58 亿元、290.01 亿元和 299.96 亿元，2018 年公司经营活动产生的现金流入较上年增长 3.43%，基本稳定；2016—2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 67.43 亿元、49.64 亿元和 52.16 亿元，波动减少，主要为公司与其他单位的往来款、政府补助、利息收入以及到期的承兑汇票。现金流出方面，2016—2018 年公司经营活动现金流出分别为 281.95 亿元、280.32 亿元和 271.76 亿元。其中，支付其他与经营活动有关的现金分别为 73.46 亿元、64.94 亿元和 58.39 亿元，主要为公司支付的往来款、支付代收款等。2016—2018 年公司经营活动现金流量净额分别为 7.64 亿元、9.70 亿元和 28.20 亿元，净流入规模持续扩大。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 102.25%、93.86%

和 99.54%。

从投资活动看，现金流入方面，2016—2018 年公司投资活动现金流入分别为 25.29 亿元、49.48 亿元和 28.59 亿元，投资活动现金流入主要由收到其他与投资活动有关的现金构成，收到其他与投资活动有关的现金主要是政府贴息。现金流出方面，近三年公司投资活动现金流出规模较大，分别为 49.82 亿元、81.68 亿元和 82.43 亿元，2018 年投资活动现金流出主要系支出的各地级市政府铁路建设垫资款，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-24.53 亿元、-32.20 亿元和-53.85 亿元，持续净流出。

从筹资活动看，现金流入方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入持续增长，近三年分别为 138.25 亿元、226.02 亿元和 261.25 亿元，2017—2018 年筹资活动现金流入规模较大主要系因为借款规模的扩大且发行债券收到的现金增加；现金流出方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流出持续增长，分别为 97.99 亿元、206.88 亿元和 234.26 亿元，主要系随着债务规模的扩张，每年需要偿还的债务相应增加所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 40.26 亿元、19.14 亿元和 26.99 亿元，持续为净流入。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额为 18.98 亿元，投资活动现金流量净额为-2.51 亿元，筹资活动现金流量净额为 27.29 亿元。

总体看，公司经营活动现金流量净额快速增长，对外投资规模较大，公司经营活动获取的现金流无法满足公司的投资需求，公司持续保持较大的融资规模，未来随着业务规模的继续扩大以及债务的到期偿还，公司仍存在一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年末和 2019 年 9 月末，公司流动资产和流动负债均波动增长，因此流动比率和速动比率均有所波动，公司流动比率分别为 1.19 倍、1.27 倍、1.26 倍和 1.16 倍，速动比率分别为 1.05 倍、1.10 倍、1.08 倍和 1.03 倍；现金短期债务比分别为 0.66 倍、0.75 倍、0.70 倍和 0.72 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度一般，总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 41.98 亿元、14.23 亿元和 19.24 亿元，2018 年公司 EBITDA 较上年增长 35.19%，主要系计入财务费用的利息支出增加所致，公司 EBITDA 主要由折旧（占 35.57%）、计入财务费用的利息支出（占 48.43%）和利润总额（占 12.90%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.19 倍、2.35 倍和 2.06 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.08 倍、0.02 倍和 0.03 倍，EBITDA 对利息的保障程度一般，对全部债务的保障能力较弱，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 9 月末，公司（合并口径）获得的银行授信额度为 721.40 亿元，尚未使用的授信额度为 312.66 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2019 年 9 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 2018 年末，公司对外担保金额合计 16.63 亿元，占净资产的 4.88%，担保比率不大，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”）于 2016—2018 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 2018 年末公司对潞安系担保余额 6.29 亿元。潞安集团是山西省五大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，截至 2018 年末，潞安集团资产总额 2,408.79 亿元，所有者权益 509.22 亿元，2018 年实现营业收入 1,775.42 亿元，利润总额 35.03 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，公司存在较大或有负债风险。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1014010901177230P），截至 2020 年 1 月 2 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。

总体看，公司短期偿债能力一般；公司 EBITDA 波动减少，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱，长期偿债能力一般；但考虑到公司作为山西省地方铁路运营主体，股东背景较强，外部支持力度较大，公司偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年末，母公司资产总额 720.57 亿元，负债 417.72 亿元，所有者权益 302.85 亿元。2018 年母公司实现营业收入 0.38 亿元，利润总额-0.62 亿元。

截至 2019 年 9 月末，母公司资产总额 738.43 亿元，负债 436.38 亿元，所有者权益 302.05 亿元；全部债务 436.36 亿元⁵，其中应付债券 161.10 亿元；母公司资产负债率 60.56%，全部债务资本化比率 59.09%。2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 0.20 亿元，利润总额-0.36 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

本期债券在公司赎回前长期存续，联合评级通过对相关条款的分析，认为本期债券在偿付顺序和利息支付等方面与其他普通债券相关特征接近，以下指标测算将其视为公司普通债务。

截至 2019 年 9 月末，公司全部债务为 605.99 亿元，本期拟发行债券规模为 10.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度不大，对公司债务影响不大。

以 2019 年 9 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 67.10%、64.14%和 50.98%，较发行前分别提高 0.32 个百分点、0.38 个百分点和 0.71 个百分点，债务负担有所上升；考虑到公司募集资金用于偿还公司到期债务，公司实际债务负担低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 19.24 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 1.92 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力一般；2018 年经营活动产生的现金流入 299.96 亿元，为本期债券发行额度的 30.00 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很好；2018 年公司经营活动现金流净额为 28.20 亿元，为本期债券发行额度的 2.82 倍，经营活动产生的现金流净额对债务的保障程度一般。

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

⁵ 全部债务=短期借款+其他应付款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

对本期债券的偿还能力很强。

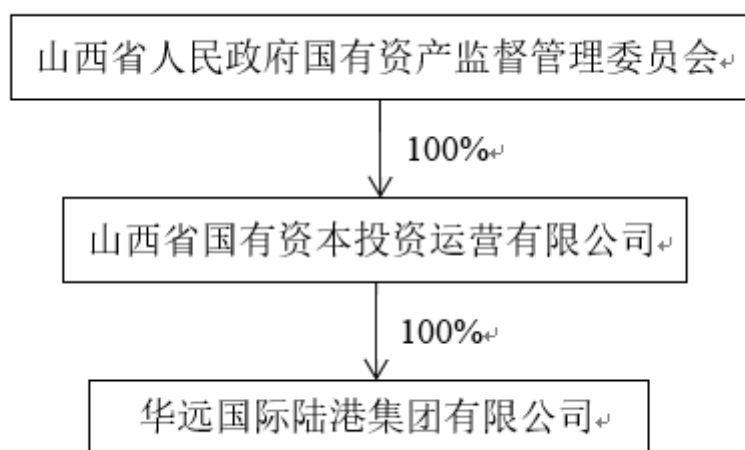
九、综合评价

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，在煤炭运销区位垄断等方面具备一定优势；公司参与的国家重点铁路项目建设工作，得到政府在税收返还、项目建设资本金、贷款贴息和债务融资等方面的支持。同时，联合评级也关注到公司建设完成的铁路大部分处于亏损状态，投资回报率很低；现代物流业所运输的主要产品受宏观经济影响较大，收益较不稳定，需承担价格波动风险；公司债务规模较大且逐年增加，未来存在一定集中偿付压力等因素可能对其信用水平带来不利影响。

未来，随着公司转型升级，在建项目的逐步推进，完工项目回款能力的不断增强，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

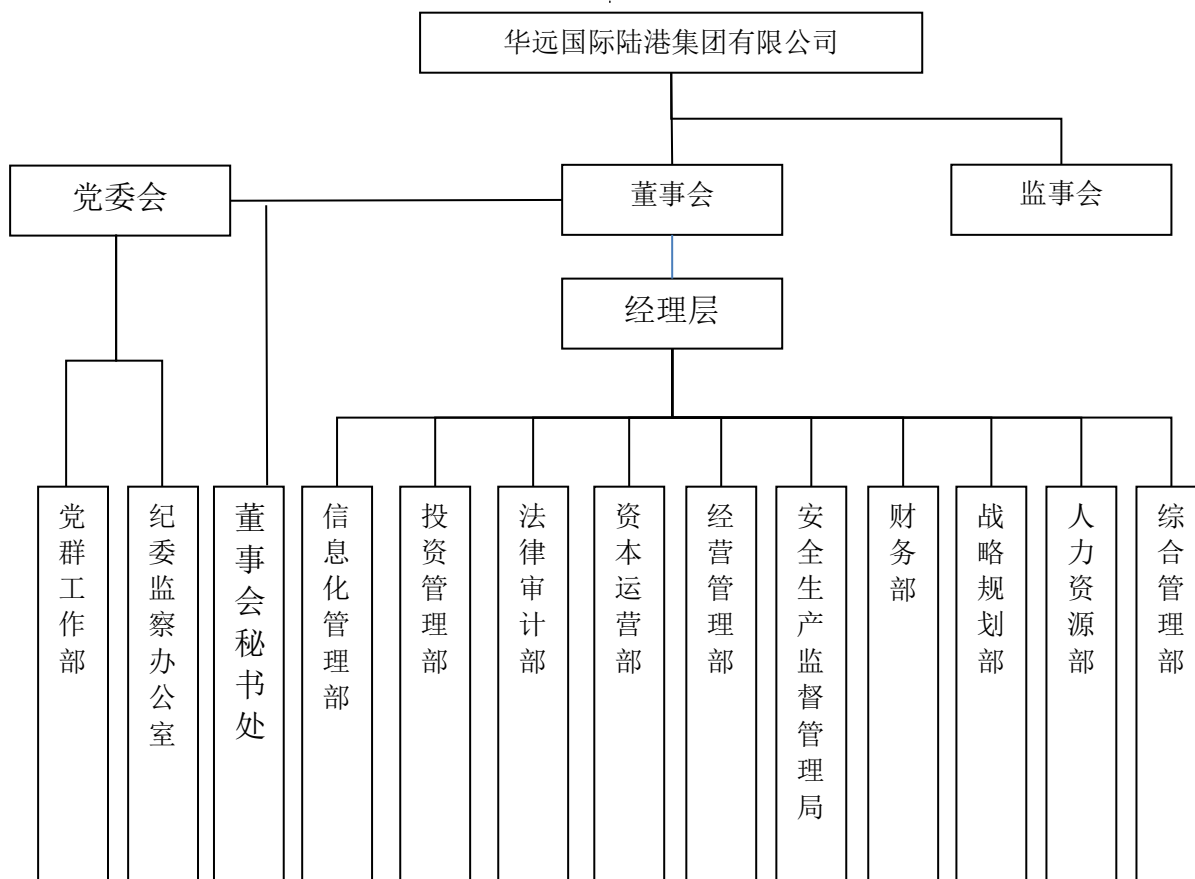
综上，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 华远国际陆港集团有限公司
股权结构图（截至 2019 年 9 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 2019 年 9 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 2019 年 9 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	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	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	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	物流仓储、贸易
5	山西能投国际贸易有限公司	15,000.00	100	物资贸易
6	山西能源产业集团有限责任公司	34,886.90	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	347,257.30	100	投资管理
8	晋鲁国际能源投资有限公司	10,000.00	100	煤炭销售、物流仓储
9	山西企业再担保有限公司	500,00.00	100	再担保
10	山西能投汇丰实业有限责任公司	5,000.00	100	其他农业服务
11	山西商品电子交易中心股份有限公司	10,000.00	100	互联网信息服务
12	山西大原铁路客运专线有限责任公司	855,000.00	75	铁路工程建设
13	山西能投基础设施投资开发有限公司	50,000.00	100	土地及地产开发
14	山西能投科技有限公司	5,000.00	70	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	房地产开发

资料来源：公司提供

附件 4 华远国际陆港集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	851.06	911.92	1,012.12	1,036.68
所有者权益（亿元）	248.13	265.03	341.07	344.33
短期债务（亿元）	216.33	184.64	204.34	257.93
长期债务（亿元）	325.60	391.67	370.16	348.06
全部债务（亿元）	541.93	576.31	574.50	605.99
营业收入（亿元）	217.25	256.03	248.68	184.38
净利润（亿元）	1.26	0.91	1.28	1.31
EBITDA（亿元）	41.98	14.23	19.24	--
经营性净现金流（亿元）	7.64	9.70	28.20	18.98
应收账款周转次数（次）	8.00	9.52	11.02	--
存货周转次数（次）	5.51	5.88	4.97	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.29	0.26	--
现金收入比率（%）	102.25	93.86	99.54	83.18
总资本收益率（%）	5.05	0.85	1.21	--
总资产报酬率（%）	4.54	0.93	1.23	--
净资产收益率（%）	0.54	0.35	0.42	--
营业利润率（%）	5.15	5.63	6.19	4.54
费用收入比（%）	18.93	5.67	6.89	6.96
资产负债率（%）	70.84	70.94	66.30	66.78
全部债务资本化比率（%）	68.59	68.50	62.75	63.77
长期债务资本化比率（%）	56.75	59.64	52.04	50.27
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	2.35	2.06	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.02	0.03	--
流动比率（倍）	1.19	1.27	1.26	1.16
速动比率（倍）	1.05	1.10	1.08	1.03
现金短期债务比（倍）	0.66	0.75	0.70	0.72
经营现金流动负债比率（%）	2.84	3.95	10.03	5.90
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.68	0.57	0.77	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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. 本报告将其他应付款、其他流动负债付息部分计入短期债务，将长期应付款付息部分计入长期债务核算；4. 2019年前三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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

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。

联合信用评级有限公司关于 华远国际陆港集团有限公司 2020年公开发行永续期公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年华远国际陆港集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

华远国际陆港集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。华远国际陆港集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注华远国际陆港集团有限公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的永续期债券下设特殊条款，如发现华远国际陆港集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如华远国际陆港集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至华远国际陆港集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送华远国际陆港集团有限公司、监管部门等。

