信用评级公告

联合〔2022〕5047号

联合资信评估股份有限公司通过对华远国际陆港集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华远国际陆港集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“19山西交投MTN001”“20华远陆港MTN001”“20华远陆港MTN002”“20华港Y1”和“21华远陆港MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

华远国际陆港集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

主体	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
华远国际陆港集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 山西交投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华远陆港 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华远陆港 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华港 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华远陆港 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 山西交投 MTN001	18 亿元	16 亿元	2024/02/27
20 华远陆港 MTN001	10 亿元	10 亿元	2025/05/11
20 华远陆港 MTN002	10 亿元	10 亿元	2025/11/05
20 华港 Y1	10 亿元	10 亿元	2023/05/07
21 华远陆港 MTN001	10 亿元	10 亿元	2026/11/30

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2.“20 华港 Y1”为可续期公司债券，上表中到期兑付日均为首次行权日

评级时间：2022 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

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投资建设及运营主体，区域竞争优势显著。2021 年，山西省经济实力稳步增强，公司继续在贷款贴息、政府补助、政府债券资金拨付、股东注资等方面获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司铁路投资回报率很低，债务负担较重、未来集中偿付压力和投资压力较大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

山西省是中国重要的煤炭能源生产及输出大省，公司在山西省地方铁路投资建设及运营领域具备显著的竞争优势，未来有望持续获得有力的外部支持，公司的经营实力有望维持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 山西交投 MTN001”“20 华远陆港 MTN001”“20 华远陆港 MTN002”“20 华港 Y1”和“21 华远陆港 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境保持良好。**山西省是中国重要的煤炭能源生产及输出大省，2021 年，山西省经济实力稳步增强，分别实现地区生产总值（GDP）和一般公共预算收入 22590.16 亿元和 2834.61 亿元，分别较上年增长 9.10%和和 23.40%。
2. **区域竞争优势显著。**公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，且公司是山西省内唯一的地方铁路运输公司，在山西省铁路运输领域具有显著的竞争优势。
3. **持续有力的外部支持。**2021 年，公司获得政府拨付的贷款贴息款 23.00 亿元、政府补助 8.82 亿元，收到山西省政府转贷的地方政府债券资金 19.20 亿元，获得股东注资 5.70 亿元；2022 年一季度，公司获得政府贷款贴息款 23.16 亿元、政府补助 2.13 亿元，

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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

收到山西省政府转贷的地方政府债券资金 20.00 亿元。

关注

1. **有息债务规模持续增长，债务负担较重，集中偿付压力较大。**截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 727.48 亿元，较 2020 年底增长 22.79%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.15%和 61.27%。此外，2022 年 4－12 月及 2023 年，公司分别需要偿付有息债务 190.78 亿元和 178.42 亿元，面临较大的集中兑付压力。
2. **铁路建设项目投资回报率依然很低。**截至 2021 年底，公司参与的重大铁路建设投资项目已完成投资额 498.40 亿元，投资收益很低，且已完工铁路项目大部分仍处于亏损状态。
3. **未来投资压力仍较大。**截至 2021 年底，公司在建铁路建设项目尚需投资 129.38 亿元，投资压力较大。

分析师

张婷婷　登记编号（R0150220120047）

张　博　登记编号（R0150222040001）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	153.75	175.35	188.40	252.66
资产总额（亿元）	1049.50	1167.00	1301.21	1358.51
所有者权益（亿元）	381.17	397.24	457.92	459.83
短期债务（亿元）	208.72	203.41	222.27	218.42
长期债务（亿元）	320.98	389.05	452.61	509.06
全部债务（亿元）	529.70	592.46	674.88	727.48
营业总收入（亿元）	239.96	215.64	384.53	103.27
利润总额（亿元）	4.17	4.25	6.01	2.03
EBITDA（亿元）	22.79	25.11	28.09	--
经营性净现金流（亿元）	10.55	10.68	13.36	6.36
营业利润率（%）	5.42	5.17	4.07	3.61
净资产收益率（%）	0.67	0.65	0.63	--
资产负债率（%）	63.68	65.96	64.81	66.15
全部债务资本化比率（%）	58.15	59.86	59.58	61.27
流动比率（%）	115.14	120.01	135.93	150.39
经营现金流动负债比（%）	3.28	3.13	3.79	--
现金短期债务比（倍）	0.74	0.86	0.85	1.16
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	2.09	2.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	23.25	23.60	24.02	--

公司本部				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	749.73	791.84	955.85	973.44
所有者权益（亿元）	335.53	338.93	347.26	346.69
全部债务（亿元）	397.16	412.86	482.40	506.04
营业收入（亿元）	0.34	0.36	0.40	0.03
利润总额（亿元）	0.13	0.10	0.15	-0.66
资产负债率（%）	55.25	57.20	63.67	64.39
全部债务资本化比率（%）	54.21	54.92	58.14	59.34
流动比率（%）	118.45	124.73	101.14	119.41
经营现金流动负债比（%）	2.45	1.55	12.01	--

注：1. 2022 年一季报未经审计；2.本报告将公司其他应付款、其他流动负债及长期应付款中有息债务部分计入全部债务核算

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 华远陆港 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/11/23	张婷婷 张博	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 山西交投 MTN001、20 华港 Y1、20 华远陆港 MTN001、20 华远陆港 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/06/23	张婷婷 吕泽峰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 华远陆港 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/10/27	薛琳霞 迟腾飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 山西交投 MTN001、20 华远陆港 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/23	薛琳霞 迟腾飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 华港 Y1	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	黄旭明 杨廷芳	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
20 华远陆港 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/04/28	薛琳霞 迟腾飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 华港 Y1	AA+	AA+	稳定	2020/02/28	杨廷芳 黄旭明	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
19 山西交投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/01/31	张依 马玉丹	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年）城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

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

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

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

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

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：张婷婷　张博

联合资信评估股份有限公司

华远国际陆港集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华远国际陆港集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2021年，根据晋财建〔2021〕156号文件，山西省财政厅同意将投入铁路建设的3.80亿元转入公司实收资本，其中山西省国有资本运营有限公司认缴出资额（以下简称“晋国资”）调增3.61亿元，山西省财政厅调增0.19亿元；同期，根据晋国资运营函〔2021〕516号文件，晋国资同意将国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）对公司投资的19.00亿元（原计入“资本公积”）中的1.90亿元计入公司实收资本。截至2022年3月底，公司注册资本和实收资本增至231.30亿元，晋国资、山西省财政厅和国开基金分别持股89.34%、9.84%和0.82%，公司控股股东为晋国资，实际控制人仍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”）。

截至 2022 年 3 月底，公司本部设置 20 个职能部门，包括纪委监察室、规划投资部、财务管理部、经营管理部等；拥有纳入合并范围的子公司共 21 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 1301.21 亿元，所有者权益 457.92 亿元（含少数股东权益 116.26 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 384.53 亿元，利润总额 6.01 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 1358.51 亿元，所有者权益 459.83 亿元（含少数股东权益 116.73 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 103.27 亿元，利润总额 2.03 亿元。

公司注册地址：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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2021年5月底，联合资信所评公司存续债券余额合计56.00亿元（详见表1）。跟踪期内，除“21华远陆港MTN001”尚未到付息期外，公司已按期足额支付存续债券当期利息。

表1　本次跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 山西交投 MTN001	18.00	16.00	2019/02/27	5（3+2）
20 华远陆港 MTN001	10.00	10.00	2020/05/11	5（3+2）
20 华远陆港 MTN002	10.00	10.00	2020/11/05	5（3+2）
20 华港 Y1	10.00	10.00	2020/05/07	3+N
21 华远陆港 MTN001	10.00	10.00	2021/11/30	5（3+2）
合计	**58.00**	**56.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至 2021 年 5 月底，联合资信所评公司存续债券募集资金均已使用完毕，使用用途与募集说明书承诺的用途一致。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当

靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

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

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI

[1] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同

环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

2021年，在新冠疫情多点局部爆发以及疫情常态化防控的背景下，铁路投资额较上年有所下降但仍保持较大规模；中国铁路客运指标仍未回升至疫前水平，中国铁路持续实施货运增量行动货运指标持续增长。长期来看，随着疫情逐步得到控制以及中国经济企稳回升，中国铁路客运指标将逐步回升，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑。同时，中国铁路网络仍有待完善，

未来铁路行业投资规模仍将保持高位。随着铁路运输供给侧改革的逐步深入，中国铁路市场活力将不断增强，行业发展前景良好。

（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。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。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至 2021 年底，中国铁路营业里程 15.00 万公里，其中高铁 4.00 万公里；复线率 59.5%；电化率 73.30%。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（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）铁路建设资金来源

目前中国铁路建设资金的主要来源包括：中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和中国铁路自有资金等。其中，铁路建设基金是中国铁路直接债务融资本息偿付的重要保证。根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字〔1996〕371 号）的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。此外，发行铁路建设债券作为中国铁路融资的重要途径之一，铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，因此铁路建设基金也是中国铁路融资担保的重要手段。近年来国铁集团先后与全国 31 个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。随着 2019 年《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》出台，中央与地方的关于铁路建设主体与支出职责得以进一步明确，即中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的建设、养护、管理、运营等具体执行事项，中央（含中央企业）与地方共同承担支出责任，干线铁路的运营管理由中央企业负责。城际铁路、市域（郊）铁路、支线铁路、铁路专用线建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实施或由地方委托中央企业实施。

除此之外，中国铁路也在积极探索资产上市等增强自身造血能力的路径。2020 年，京沪高铁股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市；2021 年，国铁集团完成金鹰重型工程机械股份有限公司以及中铁特货物流股份有限公司股改上市，以上事件都标志着中国铁路正在不断丰富铁路建设资金来源，增强自身造血能力，保障铁路建设的顺利推进。

（3）铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2017－2021 年，中国铁路行业固定资产投资始终保持较大规模。2021 年，在新冠疫情多点局部爆发以及疫情常态化防控的背景下，中国铁路固定资产投资累计完成 7489 亿元，较上年（7819 亿元）投资有所下降，但仍维持高位。2017－2021 年，中国铁路投产新线波动幅度较大且高铁投产新线占比较高。2021 年，中国投产新线 4208 公里，其中高铁投产新线占比为 51.52%。

截至 2021 年底，全国铁路路网密度 156.70 公里/万平方公里，铁路密度仍落后于

主要发达国家水平，同时全国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大，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。

表 3　中国铁路固定资产投资情况

（单位：亿元、公里、个）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
固定资产投资	8010	8028	8029	7819	7489
投产新线	3038	4683	8489	4933	4208
高铁投产新线	2182	4100	5474	2521	2168
新开工项目数	35	22	26	/	/

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面，2017－2019 年，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，中国铁路旅客运量及周转量持续增长。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。2021 年，全国铁路旅客发送量回升至 26.12 亿人，同比增长 18.57%；铁路旅客周转量 9567.81 亿人公里，同比增长 15.75%，仍未回升至疫情前水平。货运量方面，近年来随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈增长趋势。2021 年，中国铁路深入实施货运增量行动，大力发展多式联运，中国铁路货运总发送量 47.74 亿吨，同比增长 4.88%；铁路货运总周转量 33238.00 亿吨公里，同比增长 8.93%，增速较上年均有所提高。

表 4　全国铁路运输情况

（单位：亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
全国铁路旅客发送量	30.84	33.75	36.60	22.03	26.12
全国铁路旅客周转量	13456.92	14146.58	14706.64	8266.19	9567.81
全国铁路货运总发送量	36.89	40.26	43.89	45.52	47.74
全国铁路货运总周转量	26962.20	28820.99	30181.95	30514.46	33238.00

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

客运价格变化方面，2017 年 4 月起，中国铁路对部分动车组列车的公布票价进行优化调整，从上限票价来看，二等座涨幅在 25%~30%，一等座涨幅在 65%~70%；2019 年 12 月，中国铁路进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。货运价格变化方面，2018 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，中国铁路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，中国铁路还采取了降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。2020 年，为应对疫情对经济造成的冲击并助力企业复工复产，国家铁路自 2020 年 3 月 6 日起至 6 月 30 日对部分铁路货运杂费实施阶段性减半核收政策，进一步降低企业物流成本，助力打赢疫情防控阻击战，促进经济社会发展。

（4）行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，但随着铁路建设的快速推进，中国铁路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一系列政策和规划，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。

2015 年 7 月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610 号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015 年 10 月，中共中央国务院发布关于推进

价格机制改革的若干意见，提出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，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在 2015 年 12 月和 2017 年 12 月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。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。2020 年 8 月，中共中央国务院发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，明确了铁路建设未来 30 年的“两步走”战略目标，到 2035 年，率先建成服务安全优质、保障坚强有力、实力国际领先的现代化铁路强国；到 2050 年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设，纲要分别从铁路网的建设、铁路运输安全以及铁路自主创新等 9 个方面对未来铁路建设的重点进行了明确。2021 年，国务院先后颁布了《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》以及《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》，上述文件对铁路建设的战略目标在前述纲领性文件的基础上进行了进一步细化，并再次明确了铁路建设坚持稳中求进工作总基调，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，科学有序推进铁路规划建设，防范化解债务风险，全面增强铁路安全质量效益、服务保障能力和综合发展实力。

（5）未来发展

长期而言，随着疫情逐步得到控制以及经济企稳回升，中国铁路客运指标将逐步回升，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑。同时，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，中西部地区路网建设的空间仍较大，我国铁路 1 行业投资规模仍将保持高位。

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确，到 2035 年，全国现代化铁路网率先建成，铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛。届时，不同铁路间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好基础。

2. 区域经济环境

山西省作为中国重要的煤炭能源生产及输出大省，2021年经济实力有所增强，一般公共预算收入稳步增长，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经济，作为中国重要的能源大省，山西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。2021 年，山西省铁路货运量 102909.40 万吨，同比增长 11.90%。

2021 年，山西省在坚持推动以传统煤炭为主的资源型经济转型的同时，继续大力培育文化旅游、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 2021 年国民经济和社会发展统计公报》，2021 年，山西省实现地区生产总值（GDP）22590.16 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.10%。其中，第一产业增加值 1286.87 亿元，增长 8.10%；第二产业增加值 11213.13 亿元，增长 10.20%；第三产业增加值 10090.16 亿元，增长 8.30%。三产结构占比为 5.7：49.6：44.7。截至 2021 年底，山西省常住人口 3480.48 万人，较上年末下降

0.29%；城镇化率为 63.42%。

具体来看，2021 年，山西省工业增加值 10159.26 亿元，按不变价格计算，比上年增长 11.1%；规模以上工业增加值同比增长 12.7%，其中采矿业增长 10.8%，制造业增长 17.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.6%；建筑业增加值 1065.37 亿元，比上年增长 4.1%。

2021 年，山西省实现一般公共预算收入 2834.61 亿元，比上年增长 23.4%。其中税收收入 2094.7 亿元，比上年增长 28.8%，税收收入占 73.90%，一般公共预算收入质量尚可。全省一般公共预算支出 5048.07 亿元，财政自给率 56.15%，财政自给程度较低。2021 年，山西省实现政府性基金预算收入 980.49 亿元，同比下降 14.90%，主要系土地出让收入有所下降所致。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司控股股东为晋国资，持股比例 89.34%，实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司在山西省铁路建设及省内地方铁路运输领域保持垄断优势，并在山西省汽运行业占据主导地位。

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国铁集团合资新建省级铁路项目出资人及铁路、公路运输职责，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集团有限责任公司（以下简称“山西铁路”）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。截至 2022 年 3 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 327.64 公里，2021 年货物发运量 3426.94 万吨。除实际控制的铁路外，山西铁路还与太原市铁路局共同出资成立大同地方铁路有限责任公司（以下简称“大同铁路”），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。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：1401010001187993），截至2022年6月6日，公司本部已结清和未结清的信贷记录中无不良或关注类贷款记录。

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

截至2022年6月22日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员有所变更，法人治理结构、管理制度等无其他重大变化。

2021 年，公司董事会成员由 5 名变更为 8 名；同时，2 名职工监事有所变更；3 名副总经理发生变动。上述人事变更均为正常管理需要，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。除以上变更外，公司法人治理结构、管理制度等无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

随着公司现代物流和现代服务业务收入的大幅增长，2021 年公司营业总收入快速增长，综合毛利率小幅下滑。

2021 年，公司营业总收入较上年增长 78.32%，主要系现代物流和现代服务业务收入规模大幅增长所致。具体来看，公司营业总收入仍以铁路运营业、现代物流业和现代服务业三大板块为主，合计占比为 98.01%。

毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率小幅下降，主要系现代服务业务毛利率下降所致，铁路运营业务和现代物流业务毛利率较为稳定。

2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 103.26 亿元，较上年同期大幅增长 57.24%。同期，公司综合毛利率为 3.98%，较 2021 年小幅下滑。

表 5 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 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
铁路运营业	31.09	14.42	15.43	33.04	8.59	15.53	9.12	8.83	14.63
现代物流业	121.65	56.41	2.21	200.31	52.09	2.16	54.05	52.34	2.56
现代服务业	60.38	28.00	5.47	143.53	37.33	3.74	38.24	37.03	2.13
新能源产业	1.52	0.70	38.02	5.56	1.44	20.79	1.24	1.20	18.74
金融服务业	1.01	0.47	76.61	2.09	0.54	67.93	0.61	0.59	56.42
合计	**215.64**	**100.00**	**5.63**	**384.53**	**100.00**	**4.53**	**103.26**	**100.00**	**3.98**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）铁路投资与运营

2021 年，公司持续代表山西省政府进行铁路投入，在建铁路项目尚需投资额较大，已完工铁路项目投资回报率很低；铁路运营业务收入稳定增长，毛利率较为稳定。

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。具体方式为公司与国铁集团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集团控股的合资铁路公司；在铁路建设过程中，项目资本金由公司和国铁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 2021 年底，公司已参与投资建设 11 条铁路及太原南站枢纽，计划总投资 4103.13 亿元，需由公司代表山西省政府直接投入资金 686.69 亿元。

表 6 截至 2021 年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	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	已完工
大张铁路	180.50	152.76	61.40	40.19	61.40	已完工
太焦铁路	431.30	392.22	123.10	61.41	123.10	已完工
集大原铁路	339.30	248.21	130.30	74.99	57.14	在建
雄忻铁路	572.40	192.06	58.10	60.46	1.88	在建
合计	**4103.13**	**2702.78**	**686.69**	--	**557.42**	--

注：1.太原南站枢纽并未成立项目公司，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（未包含开行动车组 2.30 亿元出资），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. 大原项目即“新建集宁经大同至原平铁路项目”，2019 年取得国家发改委批复，是在原“大同-原平”项目基础上新设计审批的项目，因此 2017 年开始大原铁路项目投资均统计入已投资金额
资料来源：公司提供

截至 2021 年底，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 498.40 亿元，仅黄韩侯铁路 2020 年产生 0.27 亿元投资收益（2021 年的分红方案尚未确定），其余铁路尚未产生投资收益，持续亏损。同期，公司在建铁路项目为集大原铁路和雄忻铁路，公司计划总投资额 188.40 亿元，累计已投资 59.02 亿元，尚需投资 129.38 亿元，暂无拟建项目。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，2021 年公司收到山西省政府铁路投资建设的各项资金约 46.00 亿元（其中 3.80 亿元计入“实收资本”，19.20 亿元转贷的地方政府债券资金计入“长期借款”，另外 23.00 亿元财政贴息直接冲抵财务费用）。

铁路运营方面，公司铁路运营业务主要由全资子公司山西铁路运营。山西铁路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 2022 年 3 月底，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7　公司地方铁路运营情况

铁路线	运营里程（公里）	货物发运量（万吨）			营业收入（亿元）		
		2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
孝柳铁路	116.00	2275.14	2242.14	559.12	20.58	22.49	5.99
宁静铁路	93.64	482.24	551.72	105.52	1.09	3.99	0.48
武沁铁路	118.00	662.35	633.08	170.54	2.51	2.64	0.90
合计	**327.64**	**3419.73**	**3426.94**	**835.18**	**24.18**	**29.12**	**7.37**

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。2021 年，随着货运量的提升以及运输费用优惠政策的结束，铁路运营业务收入较上年增长 6.27%。

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。大同铁路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 100 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）现代服务业

2021 年，公司客运业务经营稳定，货运业务增长较快，网络货运、进出口加工及跨境业务等第三方货运物流业务规模扩大，带动公司现代服务板块收入规模快速增长，但盈利空间有限。

公司现代服务板块传统业务为汽车运输，仍由子公司山西汽运经营；除汽车运输外，该板块还包含网络货运、进出口加工及跨境业务、驾校、铁路沿线土地综合开发业务、装配式建筑产业板块、物业管理服务等多个子板块，主要为传统汽车运输业务的衍生服务业务等。2021 年，公司现代服务业收入同比增长 137.71%，主要系网络货运、进出口加工及跨境业务等衍生服务业务收入的增加。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，2021 年，随着货运业务量的增加，汽车运输收入较上年大幅增长 46.65%。

表 8　汽车运输相关收入主要构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2020 年		2021 年		2022 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客 运	4.40	14.06	4.56	9.93	0.79	5.47
货 运	15.81	50.51	34.91	76.06	11.50	79.58
汽车修理及配件销售	11.09	35.43	6.43	14.01	2.16	14.95
合计	**31.30**	**100.00**	**45.90**	**100.00**	**14.45**	**100.00**

资料来源：公司提供

客运方面，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。2021 年，随着疫情对出行影响的减退，山西汽运公路客运量较上年大幅增长 134.55%至 1.29 亿人。其中，随着山西汽运班线持续调整，公司化经营班线进一步减少，区内及农村班线和旅游班线均有所增加，截至 2022 年 3 月底，公司共拥有各类班线 1377 班次。公司客运业务收入仍主要包括客运收入和社会车辆管理费收入，收入规模较上年小幅增长 3.64%，客运量增幅远大于收入增幅主要系市内短途客流恢复较大而票价较低所致。

表 9　公司主要客运经营指标情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
客运车辆（辆）	7884	8090	8090
公司化经营班线（班次）	1006	783	783
市际班线（班次）	337	259	259
区内及农村班线（班次）	204	305	305
旅游班线（班次）	--	30	30
客运站（个）	121	122	122
公路客运量（亿人）	0.55	1.29	0.11
货运车辆（辆）	3850	5223	5763
公路货运量（万吨）	--	5903	1107

资料来源：公司提供

货运方面，山西汽运货运运输方式、结算方式较上年均未发生变化。2021 年，山西汽运货运收入较上年大幅增长 120.81%。2021 年以来，公司货运车辆和货运量均有所增长，截至 2022 年 3 月底，公司运营的货运车辆 5763 辆，较上年底进一步增长 10.34%。

2021 年，山西汽运汽车维修及配件销售收入较上年下降 42.02%，主要系随着当年货运车辆的增长，该业务主要用于内需所致。截至 2022 年 3 月底，公司拥有 22 个汽车维修厂站，遍布山西省各地市，其中一类维修企业 16 个，二类维修企业 6 个，各类特约维修服务站 217 个。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、解放、东风等国内知名品牌在内的 4S 店共计 7 个，在山西省内的汽车维修及配件销售领域具有一定地位。

此外，2021 年，公司加快第三方物流发展步伐，逐步构建起较为完善的营销物流网络，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。2021 年，公司实现网络货运收入 50.80 亿元、进出口加工及跨境业务 14.34 亿元，主要为第三方货运物流业务，毛利率水平均较低。

（3）现代物流业

2021 年，公司现代物流业务仍以煤炭贸易为主、钢材及非煤矿产类贸易为辅，随着煤炭行情的好转、平均售价大幅上升，公司煤炭贸易收入大幅增长。

公司贸易品种以煤炭为主，其他贸易品种种类较多，主要概括为钢材、化工产品和非煤矿产三类。2021 年和 2022 年 1－3 月，公司分别实现现代物流业收入 200.31 亿元和 54.05 亿元，毛利率仍较低。

表 10　公司主要贸易品种销售情况（单位：万吨、亿元）

项目	2020 年		2021 年		2022 年 1－3 月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
煤炭	1194.05	63.08	1231.97	134.18	279.95	38.03
钢材	60.85	27.69	53.93	30.07	4.50	2.18
化工	8.11	1.79	7.00	1.62	0.57	0.34
非煤矿产	77.17	25.51	36.00	27.47	1.78	4.72
合计	**1340.18**	**118.07**	**1328.90**	**193.33**	**286.80**	**45.27**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2021 年，公司煤炭销售量同比小幅增长 3.18%；同时，得益于煤炭市场行情的持续向好，公司煤炭平均售价较上年大幅提升 106.17%，带动煤炭销售收入同比增长 112.71%，煤炭在贸易收入中的比重由 2020 年的 51.85%进一步上升至 66.99%。

表 11　公司煤炭贸易销售情况

项目	2020 年	2021 年
煤炭贸易量（万吨）	1194.05	1231.97
煤炭销售收入（亿元）	63.08	134.18
平均售价（元/吨）	528.27	1089.15

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煤炭生产企业及煤炭贸易企业；下游客户主要为鞍钢股份有限公司、攀钢集团物资贸易有限公司等钢铁企业或贸易企业等。2021 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 273.47 万吨和 337.30 万吨，占总采购量和总销量的比重分别为 22.76%和 27.38%，集中度均不高。公司煤炭贸易业务延续以销定采的模式，因其采用预收现付制，资金回笼较好。

钢材主要贸易品种为线材、螺纹钢、焊管、卷板、H 型钢以及不锈钢产品，经营模式主要为“以销定购”。2021 年，公司钢材贸易量同比下降 11.37%，受益于钢材价格的上涨，钢材贸易收入同比增长 8.60%，占公司贸易收入的 15.01%。

非煤矿产主要贸易品种为铁矿砂、高碳铬铁、煤层气、电解铜等。2021 年，非煤矿产销量进一步下滑，受铁矿砂、煤层气等品种单价的提升，非煤矿产收入同比小幅上升至 27.47

亿元。

（4）其他业务

2021 年，公司其他业务主要包括新能源业务和金融服务业务，收入规模均较小，对公司整体收入和利润影响有限。

公司其他业务包括新能源产业和金融服务业。其中，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。2021 年和 2022 年 1－3 月，公司分别实现新能源业务收入 5.56 亿元和 1.24 亿元，毛利率有所下降。

公司金融服务板块含融资租赁、资产管理服务费、再担保等业务。2021 年 2022 年 1－3 月，公司分别实现金融服务收入 2.09 亿元和 0.61 亿元，毛利率有所下降。公司金融服务业务以中、小型企业为主，截至 2022 年 5 月底，公司因客户贷款逾期或担保代偿正在追偿的规模为 1358.97 万元，整体风险可控。

3. 未来发展

未来，公司在完成在建铁路投资建设项目后，将以打造产融结合特色明显的现代化物流企业为主要任务，计划构建三大基础体系。一是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；二是以各类物流园区（包括煤炭配送基地）为空间承载的仓储配送体系；三是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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司 2021 年度合并财务报表经中勤万信会计师事务所（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 2022 年一季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2021 年，公司合并范围内新增二级子公司 4 家，均为投资设立且规模较小；2022 年一季度合并范围未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司 21 家，新增子公司规模均小，对合并范围数据影响不大，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，货币资金及对地方铁路投资形成的股权投资类资产占比较大，同时少部分其他应收款面临较大的回收风险。

截至 2021 年底，公司资产总额较上年底增长 11.50%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年变化不大。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	170.69	14.63	147.15	11.31	211.46	15.57
交易性金融资产	0.80	0.07	37.54	2.88	38.67	2.85
应收账款	23.66	2.03	27.43	2.11	45.18	3.33
预付款项	27.32	2.34	43.00	3.30	47.81	3.52
其他应收款	98.29	8.42	118.98	9.14	80.87	5.95
存货	76.08	6.52	87.25	6.71	87.97	6.48
流动资产	**409.71**	**35.11**	**479.08**	**36.82**	**526.56**	**38.76**
可供出售金融资产	490.19	42.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	494.76	38.02	494.76	36.42
固定资产	100.34	8.60	101.83	7.83	100.77	7.42
在建工程	115.01	9.86	127.08	9.77	133.06	9.79

非流动资产	757.30	64.89	822.13	63.18	831.94	61.24
资产总额	1167.00	100.00	1301.21	100.00	1358.51	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年底，公司货币资金同比下降 13.79%，主要由银行存款构成（占 93.17%）；其中受限货币资金 4.56 亿元，用于质押贷款及开具承兑汇票保证金。此外，公司交易性金融资产较上年底增加 36.74 亿元，主要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等国有企业以及部分民营上市公司的股票、认购的中国银行结构性存款产品等。

截至 2021 年底，公司应收账款较上年底增长 15.95%，主要系应收贸易货款增长所致；应收账款账龄以 1 年以内为主（占 72.55%），账龄较短；累计计提坏账准备 3.99 亿元。集中度方面，公司前五大欠款方合计欠款比重为 27.15%，集中度较低。

截至 2021 年底，公司预付款项较上年底增长 57.36%，主要系预付的工程款和贸易相关款项，预付前五大客户主要为大同市集大原高铁项目办公室、朔州市大原客专建设总指挥部办公室、忻州市大原客专项目建设指挥部等企事业单位。

截至 2021 年底，公司其他应收款较上年底增长 21.05%，主要为应收财政贴息款 22.60 亿元、铁路投资款 15.80 亿元、资金借贷款 15.00 亿元以及垫支款、代收代付款和外部单位往来款等 64.74 亿元。其他应收款前五大欠款方主要为政府部门及国有企业，其中应收山西蓝图化工工程设计有限公司（以下简称“蓝图设计公司”）非经营性购房款 5.04 亿元，蓝图设计公司为民营企业，目前因经营异常被吊销营业执照，公司对其应收款项面临较大的回收风险，未来计提坏账损失的可能性较大；应收前五大欠款方合计金额占比为 53.28%，集中度一般；从前五大欠款方的账龄看，1 年以内占比 64.44%、1~2 年占比 19.07%，整体账龄较短。

表 13　截至 2021 年底公司前五大其他应收款情况

债务人名称	款项性质	账面余额（亿元）	占比（%）
山西省财政厅	财政贴息	22.60	18.60
太原铁路局太原枢纽建设指挥部	暂付南站投资款	15.80	13.00
晋能控股集团有限公司	借款	15.00	12.34
太原万物都荟房地产开发有限公司	周转往来款	6.32	5.20
山西蓝图化工工程设计有限公司	购房款	5.04	4.15
合计	--	64.76	53.28

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司存货较上年底增长 14.68%，主要为自制半成品及在产品的增长。存货主要由物流业务库存商品（14.26 亿元）和房地产业务自制半成品（63.45 亿元）及开发成本（8.68 亿元）构成，累计计提跌价准备 3595.28 万元。

截至 2021 年底，公司可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资科目，主要为公司作为产权方实施的铁路建设项目资产（被投资单位的建设、生产经营完全由铁路总公司全权控制，公司对该部分企业不具有权力或重大影响）及部分煤电、矿务经营单位的股权。

截至 2021 年底，公司固定资产略有增长，主要由房屋及建筑物 59.86 亿元、机器设备 17.98 亿元和运输工具 14.88 亿元构成，累计计提折旧 65.60 亿元，固定资产成新率 60.80%。

截至 2021 年底，公司在建工程同比增长 10.50%，主要系对大原铁路、晋城东站站前广场及丹河快线“1+3”项目一期工程、新建大同至原平客运专线项目等现代服务业板块客运线路和货运线路建设维护持续投入所致。

受限资产方面，截至 2021 年底，公司受限资产 5.05 亿元，主要用于银行承兑保证金和融

资租赁抵质押，其中货币资金 4.56 亿元，其余为少量的应收票据和固定资产抵质押。受限资产占总资产比重为 0.39%，受限比例低。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 1358.51 亿元，较上年底小幅增长 4.40%，仍以非流动资产为主。其中，货币资金较上年底增长 43.70%，主要系银行贷款、发行债券等债务融资增加所致；应收账款较上年底增长 64.72%，主要为应收贸易货款的增加。

3. 资本结构

跟踪期内，随着省级及各地市政府部门对公司投资的铁路项目增资，公司所有者权益稳定增长，权益稳定性较强；债务规模持续增长，债务负担较重，且 2022-2023 年集中兑付压力较大。

所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益较上年底增长 15.28%，其中实收资本、资本公积占比合计 69.18%，权益稳定性较强。

表 14 公司主要所有者权益构成情况 （单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	225.60	56.79	231.30	50.51	231.30	50.30
资本公积	87.18	21.95	85.46	18.66	85.52	18.60
其他权益工具	25.00	6.29	12.00	2.62	12.00	2.61
归属于母公司的所有者权益	**348.14**	**87.64**	**341.66**	**74.61**	**343.10**	**74.61**
少数股东权益	49.09	12.36	116.26	25.39	116.73	25.39
所有者权益合计	**397.24**	**100.00**	**457.92**	**100.00**	**459.83**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年底，公司实收资本较上年底增长 2.53%，系山西省财政厅对公司货币注资以及国开基金投资款由资本公积转入实收资本所致。公司其他权益工具全部为公司发行的“2021 年中保投资永续中票”，较上年底减少 13.00 亿元，系公司赎回部分永续债券所致。少数股东权益增加 67.17 亿元，主要系省级及各地市政府部门对公司投资的铁路项目增资所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益较上年底略有增长，系未分配利润的增加。

负债

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 9.55%，以非流动负债为主。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	46.63	6.06	44.18	5.24	41.44	4.61
应付账款	29.48	3.83	32.97	3.91	38.47	4.28
其他应付款	83.26	10.82	68.98	8.18	68.35	7.61
一年内到期的非流动负债	130.64	16.97	156.15	18.52	135.33	15.06
其他流动负债	16.15	2.10	13.87	1.64	13.10	1.46
流动负债	**341.39**	**44.35**	**352.45**	**41.79**	**350.12**	**38.96**
长期借款	234.44	30.46	309.50	36.70	340.54	37.89
应付债券	142.24	18.48	129.00	15.30	155.00	17.25
长期应付款（合计）	23.06	3.00	22.93	2.72	24.30	2.70

递延收益	27.26	3.54	26.80	3.18	26.56	2.96
非流动负债	**428.38**	**55.65**	**490.85**	**58.21**	**548.56**	**61.04**
负债总额	**769.76**	**100.00**	**843.30**	**100.00**	**898.68**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年底，公司短期借款较上年底下降 5.26%，主要由保证借款和信用借款构成。应付账款较上年底增长 11.83%，主要系应付贸易货款的增加。公司其他应付款较上年底下降 17.15%，主要系应付咨询费等其他费用减少所致；其他应付款主要为往来款及借款、保证金、质保金等，本报告将其他应付款付息部分计入短期债务。公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 19.53%，主要由一年内到期的长期借款 67.80 亿元和一年内到期的应付债券 86.04 亿元构成。公司长期借款较上年底增长 32.02%，主要为信用借款（占 81.00%），利率区间为 2.80%~10.60%。公司应付债券较上年底下降 9.31%，主要系偿还部分债券以及一年内到期部分调整至流动负债所致。公司长期应付款与上年基本持平，其中融资租赁款均已调整至有息债务核算。递延收益较上年底下降 1.69%，全部为政府补助。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额较 2021 年底小幅增长 6.57%，主要为长期借款和应付债券的增长。其中，非流动负债占比上升至 61.04%。

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 674.88 亿元，较上年底增长 13.91%，以长期债务为主；资产负债率较上年底小幅下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率与上年底基本持平。截至 2022 年 3 月底，公司上述指标较上年底均小幅上升。跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担较重。

表 16　公司债务及债务指标情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期债务	203.41	222.27	218.42
长期债务	389.05	452.61	509.06
全部债务	592.46	674.88	727.48
资产负债率	65.96	64.81	66.15
全部债务资本化比率	59.86	59.58	61.27
长期债务资本化比率	49.48	49.71	52.54

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

公司未来债务到期情况如下表所示。公司 2022－2023 年债务到期规模较大，集中兑付压力较大。

表 17　截至 2022 年 3 月底公司有息债务到期分布（单位：亿元）

项目	2022 年 4－12 月	2023 年	2024 年	2025 年及以后
到期金额	190.78	178.42	87.56	269.58

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

公司营业总收入快速增长，政府补助和投资收益对利润贡献程度高。

表 18　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
营业总收入	215.64	384.53	103.27
营业成本	203.48	367.12	99.16
期间费用	18.92	23.34	5.10
投资收益	4.34	2.59	0.64
其他收益	7.56	8.82	2.13
利润总额	4.25	6.01	2.03
营业利润率	5.17	4.07	3.61
总资本收益率	1.15	1.15	--
净资产收益率	0.65	0.63	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年，公司营业总收入同比增长 78.32%；同期，营业成本同比增长 80.43%；公司营业利率润为 4.07%，较 2021 年小幅下降。

2020 年，公司期间费用同比增长 23.38%，主要由管理费用（占 48.79%）和财务费用（占

34.35%）构成。同期，期间费用率为 6.07%，期间费用控制能力尚可。

2021 年，公司投资收益为 2.59 亿元，主要来源于其他权益工具投资持有期间和出售时取得的投资收益。2021 年，除政府贴息外，公司收到计入损益的政府补助为 8.82 亿元。同期，公司利润总额为 6.01 亿元，政府补助及投资收益为公司利润的重要来源。

从主要盈利指标看，2021 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.15%和 0.63%，与上年基本持平。

2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 103.27 亿元，营业利润率 3.61%，利润总额为 2.03 亿元。

5. 现金流分析

2021年，公司经营活动现金保持净流入状态，投资活动现金流持续净流出，公司有息债务偿付以及在建项目投入所需资金对外部融资依赖较大。

从经营活动来看，2021 年，随着贸易业务和现代服务业收入的大幅增长，公司经营活动现金流入同比增长 62.04%；同期，经营活动现金流出同比增长 63.57%。收到和支付其他与经营活动有关的现金主要是保证金及与其他单位的往来款。公司经营活动现金保持净流入状态。2021 年，公司现金收入比为 86.52%，收入实现质量仍有待提升。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入同比下降 30.13%，主要系当年收到代建铁路垫资款减少；投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金 10.32 亿元、收到政府贴息款 23.00 亿元和收到工程退款等其他投资相关款项 20.57 亿元。投资活动现金流出同比增长 3.18%，仍主要为铁路项目投入、购买理财产品投资以及对关联企业借款支付的现金。公司投资活动现金流仍呈净流出状态。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入较上年小幅下降，主要为取得银行贷款、外部资金拆解等收到的现金；筹资活动现金流出小幅增长，主要为偿还债务本息支付的现金。公司筹资活动保持净流入。

表 19 公司现金流状况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	268.09	434.42	116.59
经营活动现金流出小计	257.41	421.05	110.23
经营活动现金流量净额	**10.68**	**13.36**	**6.36**
投资活动现金流入小计	81.74	57.11	45.17
投资活动现金流出小计	97.95	101.07	16.44
投资活动现金流量净额	**-16.21**	**-43.96**	**28.73**
筹资活动现金流入小计	328.06	321.22	90.36
筹资活动现金流出小计	298.04	305.23	67.13
筹资活动现金流量净额	**30.02**	**15.99**	**23.22**
现金收入比	80.01	86.52	71.35

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2022 年 1－3 月，公司经营活动现金呈小规模净流入；投资活动现金流由净流出转为净流入；公司债务滚续压力较大，保持较大融资力度，筹资活动现金流持续净流入。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标较强，长期偿债指标均表现尚可，间接融资渠道通畅，或有负债风险可控。

表20 公司偿债指标

项目	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	120.01	135.93	150.39
速动比率(%)	97.73	111.17	125.27
经营现金流动负债比(%)	3.13	3.79	--
现金短期债务比（倍）	0.86	0.85	1.16
长期偿债能力指标			
EBITDA（亿元）	25.11	28.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.09	2.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	23.60	24.02	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率、速动比率和经营现金流动负债

比较上年底均有所上升，现金短期债务比较上年底基本稳定。截至 2022 年 3 月底，流动比率和速动比率较 2021 年底进一步上升，现金短期债务比为 1.16 倍。公司短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA28.09 亿元，同比增长 11.90%，主要由折旧（占 31.74%）和费用化利息支出（占 36.01%）和利润总额（占 21.39%）构成。公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 较上年基本持平。公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2022 年 3 月底，公司获得银行授信总额 1065.25 亿元，尚未使用的授信额度为 484.88 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2021 年底，公司对外担保金额合计 12.65 亿元，担保比率为 2.76%，被担保方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 2021 年底公司对潞安集团担保余额 1.65 亿元。此外，被担保方山西省旅游投资控股集团有限公司、山西大地环境投资控股有限公司均系晋国资实际控制企业，公司未对被担保企业进行过代偿。总体看，公司或有风险可控。

7. 母公司财务分析

母公司主要承担铁路项目投资建设及管理职能，收入主要来源于子公司，母公司债务负担较重。

截至 2021 年底，母公司资产总额 955.85 亿元，较上年底增长 20.71%，主要为其他应收款和股权投资类科目的增长。截至 2021 年底，母公司货币资金为 79.05 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 608.59 亿元，较上年底增长 34.37%，主要为其他应付款和长期借款的增长。截至 2021 年底，母公司全部债务 482.40 亿元，以长期债务（占 75.83%）为主。截至 2021 年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.67%和 58.14%，母公司债务负担较重。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 347.26 亿元，较上年底增长 2.46%。其中，实收资本和资本公积分别占 66.61%和 30.21%，所有者权益稳定性较好。

2021 年，母公司营业收入为 0.40 亿元，投资收益为 3.08 亿元，利润总额为 0.15 亿元，利润的实现对投资收益依赖较大。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 29.15 亿元，投资活动现金流净额 -40.96 亿元，筹资活动现金流净额 26.69 亿元，母公司投资活动所需资金对外部融资存在较大依赖。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 973.44 亿元，所有者权益为 346.69 亿元；母公司全部债务 506.04 亿元，较上年底增长 4.90%，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.39%和 59.34%，现金短期债务比为 1.42 倍。2022 年 1－3 月，母公司营业收入 0.03 亿元，利润总额-0.66 亿元。

十、外部支持

2021年以来，公司持续在贷款贴息、地方政府债券资金拨付、股东注资、政府补助等方面得到山西省政府的大力支持。

根据山西省政府省长办公会议纪要（2018）23次要求和山西省发展和改革委员会文件（晋发改交通发〔2021〕101 号），2021 年，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共计 23.00 亿元，公司直接冲减当年财务费用。根据晋发改交通发〔2022〕109 号，2022 年一季度，山西省财政厅对公司拨付 2022 年铁路建设贷款利息贴息资金 23.16 亿元。

根据山西省财政厅文件（晋财债〔2021〕23号、晋财债〔2021〕25号、晋财债〔2021〕28号、晋财债〔2021〕42号、晋发改投资发〔2020〕366号），2021年，公司收到山西省政府转贷的地方政府债券（包含再融资一般债券、专项债券、结余专项债券调整资金等）19.20亿元，公司计入“长期借款”。其中，2.30亿元用于太中银铁路太原南至柳林南段项目省级出资部分、10.00亿元用于偿还大西铁路建设项目举借的山西省政府一般债券到期本金、1.40亿元用于物流基础设施建设、1.50亿元用于雄忻铁路建设项目、4.00亿元用于集大原铁路中央预算内资本金投入。2022年1—3月，根据晋财债〔2022〕2号和晋财债〔2022〕9号文件，公司收到山西省政府转贷的地方政府专项债券20.00亿元，其中5.15亿元用于雄忻铁路建设项目资本金，14.85亿元用于新建集宁经大同至原平铁路项目资本金。

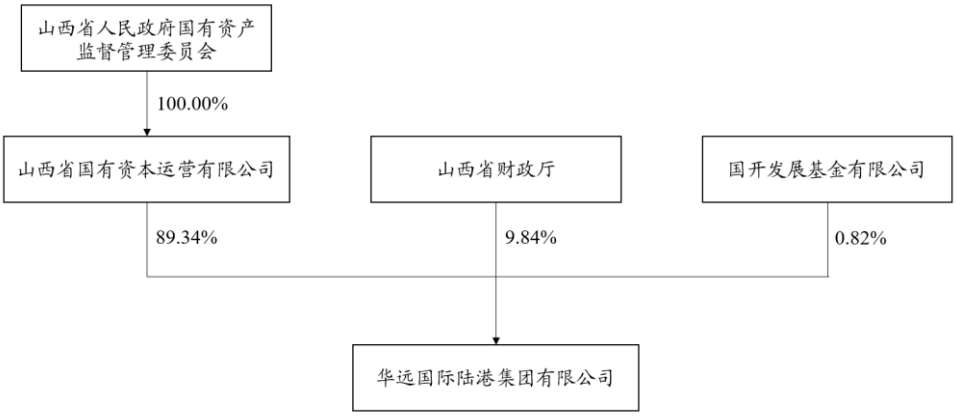
根据晋财建〔2021〕156号文件，山西省财政厅将3.80亿元铁路建设资金投入形成的资产划归公司管理并同时调整公司资本金。

此外，公司2021年及2022年一季度分别收到计入损益的政府补助8.82亿元和2.13亿元，计入“其他收益”。

十一、 结论

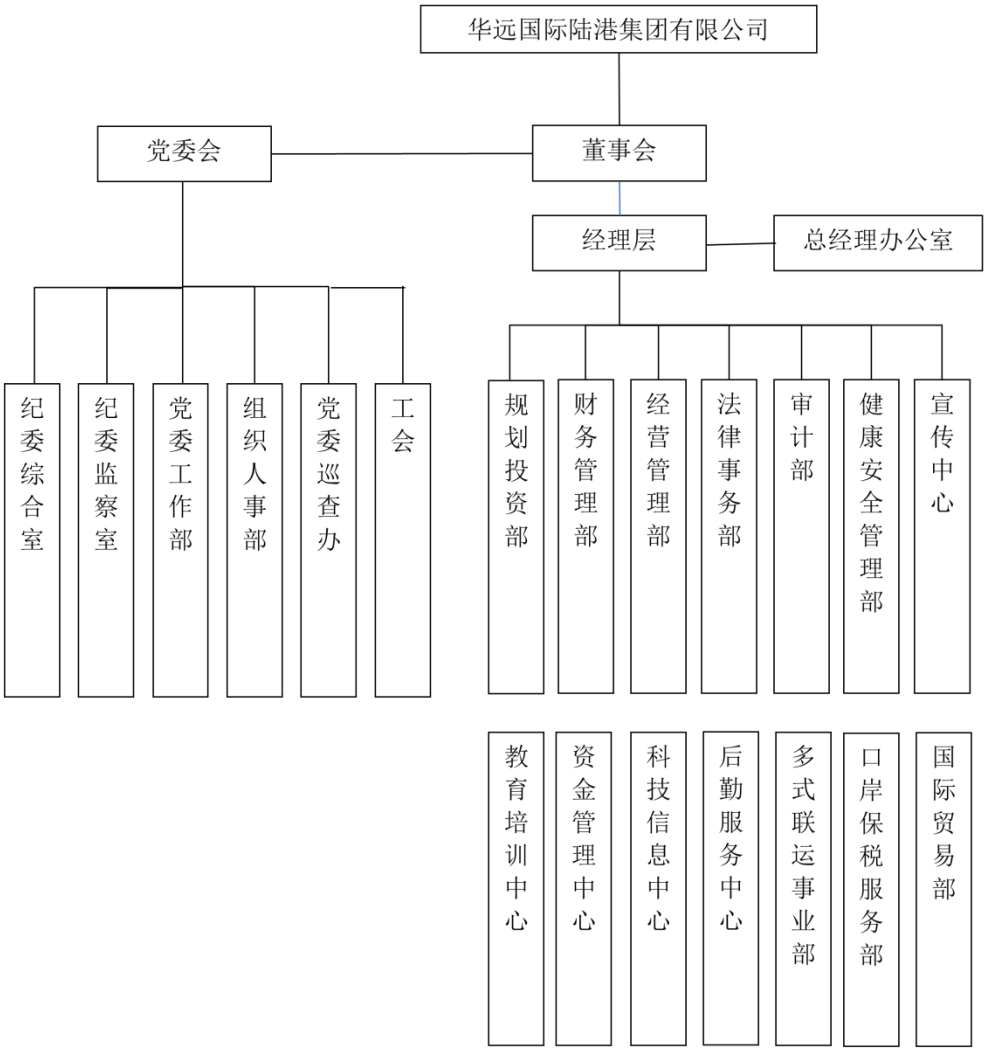
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“19山西交投MTN001”“20华港Y1”“20华远陆港MTN001”“20华远陆港MTN002”和“21华远陆港MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2022 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	公司名称	表决权比例（%）	业务性质
1	山西国际物流有限公司	100.00	物流仓储贸易
2	山西能投汇丰实业有限责任公司	100.00	农业服务
3	晋鲁国际能源投资有限公司	100.00	物流仓储贸易
4	山西能投国际贸易有限公司	100.00	物资贸易
5	山西省大宗商品交易集团有限公司	100.00	电子贸易
6	山西省经济建设投资集团有限公司	100.00	投资与资产管理
7	山西地方铁路集团有限责任公司	100.00	铁路运输
8	山西省物资产业集团有限责任公司	100.00	物资贸易
9	山西汽车运输集团有限公司	100.00	道路运输
10	山西大原铁路客运专线有限责任公司	61.87	铁路运输
11	山西能投生物质能开发利用股份有限公司	82.21	生物质燃气生产及供应
12	华远陆港基础设施投资有限公司	100.00	房地产开发
13	山西能投科技有限公司	81.40	光伏电站开发建设
14	山西能投传化物流供应链有限公司	100.00	物流
15	华远陆港跨境电子商务有限公司	100.00	综合零售
16	华远陆港网络货运（山西）有限公司	100.00	多式联运
17	华远陆港产业研究院（山西）有限公司	100.00	信息技术咨询服务
18	华远陆港资本运营有限公司	100.00	金融资产管理
19	华远国际陆港（大同）集团有限公司	51.00	仓储
20	山西华远陆港铁路投资有限公司	100.00	铁路货物运输
21	华远陆港智慧物流科技有限公司	100.00	信息技术咨询服务

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	153.75	175.35	188.40	252.66
资产总额（亿元）	1,049.50	1,167.00	1,301.21	1,358.51
所有者权益（亿元）	381.17	397.24	457.92	459.83
短期债务（亿元）	208.72	203.41	222.27	218.42
长期债务（亿元）	320.98	389.05	452.61	509.06
全部债务（亿元）	529.70	592.46	674.88	727.48
营业总收入（亿元）	239.96	215.64	384.53	103.27
利润总额（亿元）	4.17	4.25	6.01	2.03
EBITDA（亿元）	22.79	25.11	28.09	--
经营性净现金流（亿元）	10.55	10.68	13.36	6.36
财务指标				
现金收入比（%）	87.31	80.01	86.52	71.35
营业利润率（%）	5.42	5.17	4.07	3.61
总资本收益率（%）	1.33	1.15	1.15	--
净资产收益率（%）	0.67	0.65	0.63	--
长期债务资本化比率（%）	45.71	49.48	49.71	52.54
全部债务资本化比率（%）	58.15	59.86	59.58	61.27
资产负债率（%）	63.68	65.96	64.81	66.15
流动比率（%）	115.14	120.01	135.93	150.39
速动比率（%）	98.78	97.73	111.17	125.27
经营现金流动负债比（%）	3.28	3.13	3.79	--
现金短期债务比（倍）	0.74	0.86	0.85	1.16
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	2.09	2.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	23.25	23.60	24.02	--

注：1. 2022 年一季报未经审计；2.本报告将公司其他应付款、其他流动负债及长期应付款中有息债务部分计入全部债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	69.89	71.78	86.86	141.32
资产总额（亿元）	749.73	791.84	955.85	973.44
所有者权益（亿元）	335.53	338.93	347.26	346.69
短期债务（亿元）	152.17	120.05	116.58	99.58
长期债务（亿元）	244.99	292.81	365.81	406.45
全部债务（亿元）	397.16	412.86	482.40	506.04
营业总收入（亿元）	0.34	0.36	0.40	0.03
利润总额（亿元）	0.13	0.10	0.15	-0.66
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.15	2.47	29.15	-0.31
财务指标				
现金收入比（%）	0.00	0.00	107.68	106.00
营业利润率（%）	99.51	99.35	88.72	99.44
总资本收益率（%）	0.02	0.01	0.02	--
净资产收益率（%）	0.04	0.03	0.04	--
长期债务资本化比率（%）	42.20	46.35	51.30	53.97
全部债务资本化比率（%）	54.21	54.92	58.14	59.34
资产负债率（%）	55.25	57.20	63.67	64.39
流动比率（%）	118.45	124.73	101.14	119.41
速动比率（%）	118.45	124.73	101.14	119.41
经营现金流动负债比（%）	2.45	1.55	12.01	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.60	0.75	1.42
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.母公司 2022 年一季报未经审计；2.公司未提供母公司现金流量表补充资料，故母公司 EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”表示
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 5　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 6-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及含义

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

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