信用等级公告

联合〔2019〕2170 号

联合资信评估有限公司通过对山西能源交通投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山西能源交通投资有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 山西交投 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

山西能源交通投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 山西交投 MTN001	18.00 亿元	2024/02/27	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	142.28	139.39	163.85	182.75
资产总额(亿元)	851.06	911.92	1012.12	1074.39
所有者权益(亿元)	248.13	265.03	341.07	346.42
短期债务(亿元)	157.68	129.28	145.49	176.61
长期债务(亿元)	323.92	389.88	360.84	369.69
全部债务(亿元)	481.61	519.16	506.33	546.30
营业收入(亿元)	217.25	256.03	248.68	56.20
利润总额 (亿元)	1.64	2.97	2.48	0.85
EBITDA(亿元)	41.82	39.37	43.49	--
经营性净现金流(亿元)	7.64	9.70	28.20	2.32
营业利润率(%)	5.14	5.62	6.17	5.63
净资产收益率(%)	0.51	0.67	0.38	--
资产负债率(%)	70.84	70.94	66.30	67.76
全部债务资本化比率(%)	66.00	66.20	59.75	61.19
流动比率(%)	119.33	127.47	125.87	125.52
经营现金流动负债比(%)	2.84	3.95	10.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.14	1.18	1.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.52	13.19	11.64	--

注：1.公司应付票据均系无息票据，未计入短期债务计算；其他应付款中有息部分计入短期债务，其他流动负债中有息部分计入短期债务。
2.公司 2019 年一季度合并报表未经审计。

评级观点

山西能源交通投资有限公司（以下简称“公司”）是山西省人民政府批准并出资设立的省属国有大型企业，承担山西省政府赋予的代表山西省与中国铁路总公司合资新建省级铁路项目出资人职责。跟踪期内，山西省经济增速回升，财政实力有所增强，公司在政府补助、资本金注入及铁路建设资金拨付等方面持续获得政府的大力支持，所有者权益大幅增长，债务负担有所减轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司债务负担仍较重、整体盈利能力弱，存在一定或有负债风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

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

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，“19山西交投MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 山西是中国煤炭能源生产及输出大省，2018 年山西省经济增速回升，财政实力持续增强，公司外部发展环境良好。
2. 公司是山西省唯一的地方省级铁路投资建设与运输企业，公司运营管理铁路专用线在山西省内运力及区位优势显著，公路运输领域行业地位突出，具备较强的竞争实力。
3. 跟踪期内，公司持续得到山西省政府在政府补助、资本金注入和铁路建设资金拨付

分析师：张依　薛琳霞
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

等方面的大力支持。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模仍较大，债务负担较重，2020 年面临较大集中兑付压力。
2. 公司主业盈利空间小，整体盈利能力弱。
3. 公司未来铁路投资项目规模较大，存在较大的资本支出压力。
4. 公司对外担保企业主要集中在煤炭行业，存在一定行业集中风险，且部分企业被列入法院失信执行人名单，公司存在一定或有债务风险。

声　明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山西能源交通投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西能源交通投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围均未发生变化。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为63.30亿元，山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”）持有公司100%股权，公司实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西国资委”）。

截至2019年3月底，公司本部内设人力资源部、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1-2），合并范围拥有二级子公司15家（见附件2）。

截至 2018 年底，公司资产总额 1012.12 亿元，所有者权益 341.07 亿元（其中少数股东权益 30.35 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 248.68 亿元，利润总额 2.48 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1074.39 亿元，所有者权益 346.42 亿元（其中少数股东权益 33.47 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 56.20 亿元，利润总额 0.85 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。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，联合资信所评债券“19山西交投MTN001”尚需偿还债券余额18.00亿元，存续债券情况见表1。“19山西交投MTN001”具有公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权等特点，期限3+2年，每年付息一次，到期一次还本。募集资金用途为补充公司本部及子公司流动资金及偿还公司到期债务。截至2019年3月底，募集资金已使用15.87亿元。跟踪期内“19山西交投MTN001”尚未至首个付息日。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	余额	期限	起息日	票面利率
19 山西交投 MTN001	18.00 亿元	3+2 年	2019/2/27	4.60%

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅

（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中

国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业与区域经济

1. 铁路投资建设行业

（1）行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，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。

根据国家铁路局发布的《2018 年铁道统计公报》，2018 年全国铁路旅客发送量完成 33.75 亿人，比上年增加 2.91 亿人，增长 9.4%；全国铁路旅客周转量完成 14146.58 亿人公里，比上年增加 689.66 亿人公里，增长 5.1%。2018 年，全国铁路货运总发送量完成 40.26 亿吨，比上

年增加 3.38 亿吨，增长 9.2%；铁路货运总周转量完成 28820.99 亿吨公里，比上年增加 1858.78 亿吨公里，增长 6.9%。

从铁路建设方面看，2018 年，全国铁路行业固定资产投资完成 8028 亿元，投产新线 4683 公里，其中高速铁路 4100 公里。截至 2018 年底，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里，比上年增长 3.1%，其中高铁营业里程 2.9 万公里以上。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。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。根据《财政部税务总局关于调整增值税税率的通知》（财税〔2018〕32 号），自 2018 年 5 月 1 日起铁路运输服务增值税税率从 11%降至 10%，同时铁路总公司决定，同时下浮铁路主要货物运价。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，中国铁路总公司对东南沿海高铁开行的时速 200 公里至 250 公里动车组列车的公布票价进行优化调整，沪杭、杭甬段时速 300 公里高铁动车组票价不在调整范围。从上限票价来看，二等座涨幅在 25%-30%区间，一等座涨幅在 65%—70%区间。同时，具体票价将根据季节、客流的变化，依据市场供求关系制定。为适应新形势下加强垄断行业监管的新要求，2017 年底国家发展改革委修订了《政府制定价格成本监审办法》，加强垄断行业监管，规范成本监审行为，标志着政府成本监管进入科学监管、制度监管的新阶段，必将对健全政府定价规则、提升政府制定价格的科学性、透彻度发挥重要作用。综合看来，短期内铁路客运主要以提高运输能力运营效率，增加客运量为主要任务，整体票价水平将保持相对稳定。

（3）铁路投融资改革

2018 年铁路改革持续推进，并取得实质性进展，主要在铁路土地开发方面和混合所有制改革方面。铁路土地开发方面， 2018 年 4 月广深铁路股份有限公司与广州市土地开发中心等签署《国有土地使用权收储补偿协议》交储面积为 37116.63 平方米的广州东石牌旧货场土地使用权，获得一次性补偿款 13.05 亿元；8 月铁总公司在北京产权交易所举行铁路土地综合开发项目推介会，共推出了 11 个土地综合开发项目，面积达 5689.37 亩，项目类型包括商品住宅、城镇综合体、物流园区、休闲旅游园区、养老社区等。混合所有制改革方面，2018 年 6 月腾讯与浙江吉利控股集团有限公司联合中标动车网络科技有限公司 49%股权；8 月中铁顺丰国际快运有限公司成立；同年，铁路总公司还与民航局、招商局集团多部门与集团签

订战略合作协议，力推铁路资产全面升级。

2. 贸易行业

（1）行业现状

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。2016 年，中国出台一系列供给侧改革政策，随着去产能政策的实施，主要大宗商品价格回暖，部分贸易品种量价齐升，国内贸易有所复苏。2017 年，在供给侧结构性改革的持续推进下，大宗商品价格普遍有较大幅度上涨。据中国大宗商品研究中心数据，2017 年，大宗商品价格环比上升的商品共 138 种，集中在化工板块（共 59 种）和有色板块（共 16 种），涨幅在 5%以上的商品主要集中在化工板块；环比下降的商品共 47 种，集中在化工（共 13 种）和农副板块（共 11 种），跌幅在 5%以上的商品亦主要集中在化工板块。

（2）主要贸易品种运行情况

钢铁

2018 年，钢铁行业供给侧改革深入推进，钢铁行业去产能接近尾声。“蓝天保卫战”、环保督查、专项大检查等项目的持续开展，有效防范了“地条钢”死灰复燃已化解的过剩产能复产及严禁违规新增产能，供给侧改革成效得到了较好的维护和巩固。钢铁行业景气程度处于较高水平。

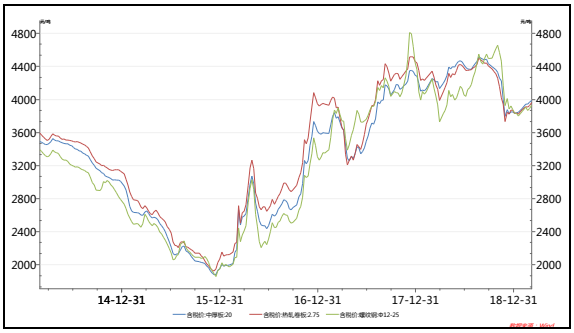
产量方面，根据国家统计局数据，2018 年，中国生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，分别同比增长 3%、6.6%和 8.5%。截至 2018 年底，钢铁行业已提前完成“十三五”确定的钢铁去产能 1.4－1.5 亿吨的上限指标。此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能。整体来看，钢铁行业后期的去产能空间已经不大，主要集中于河北（河北省 2019 年预计将压减钢铁产能 1000 万吨）、江苏和山东等产钢大省，且未来去产能更多的涉及在产产能，去产能压力较大。此外，防止“地条钢”死灰复燃也对钢铁行业后期的健康发展具有重要意义。

从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业，其他重要的行业包括造船、石油石化、集装箱和铁道等。

近年来，中国粗钢表观消费量总体呈上升趋势，2016 年为 7.09 亿吨，同比增长 2.0%，2016 年粗钢表观消费量得以增长主要由于基础设施、房地产和汽车行业的超预期增长，但造船、大型机械等制造业以及家电、能源等行业用钢需求有所减少；2017 年，全国粗钢表观消费量 7.68 亿吨，同比增长 8.2%，受益于全球经济超预期复苏，国内经济下滑趋缓，主要下游行业钢材消费量均保持良好增长态势；2018 年全国粗钢表观消费量 8.70 亿元，同比增长 13.3%，达到历史最高水平，其中国产自给率超过 98%。

从终端下游占比来看，超过 50%的钢材用于建筑业（房地产和基建），其次是近 20%的钢材用于机械。建筑业消耗过半的钢铁，同时建筑行业周期性强，因此其是钢铁需求最主要影响因子。建筑业与固定资产投资密切相关，2018 年全年全社会太固定资产投资 645675 亿元，同比增长 5.9%。2018 年以来，全国固定资产投资增速下滑明显，在当前国内固定资产投资增速放缓的背景下，建筑业需求增速面临下滑。目前建筑业承接主要来自房地产和基建领域。房地产行业方面，2018 年以来，房地产行业各主要指标增速均处于下降趋势，楼市下行态势较大，直接影响建筑行业承揽情况。基建方面，虽然“补短板”和积极的财政政策促使基建投资增速在触底后发生反弹，但反弹空间有限。机械制造业方面，受国际经济总体走弱、产能过剩矛盾突出、工业品出厂价格持续下降、工业企业利润下降的影响，国内制造业企业投资意愿不足，全国制造业投资增速持续回落。

图 1 近年主要钢材价格指数走势



资料来源：Wind

钢材价格方面，2017 年，受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响，中国主要钢材品种价格延续了 2016 年以来的上升趋势，在 3 月价格受短期供需矛盾影响由升转降后，从 4 月下旬开始稳步上涨。2018 年，受去产能政策、环保政策等因素影响，钢材价格有所波动，但整体仍维持了高位运行。根据 Wind 数据，截至 2019 年 2 月 22 日，螺纹钢（φ12-25）、中厚板(20)和热轧卷板(2.75)含税价分别为 3869.00 元/吨、3945.00 元/吨和 3909.00 元/吨，分别较年初上涨 1.02%、2.92%和 2.06%。

钢铁贸易

目前中国钢材贸易企业众多，行业竞争较为激烈，根据中国企业联合会统计，中国目前除西藏自治区外，其余省区市均具有钢铁贸易市场，总数超过千余个，进驻大小贸易企业超过 20 万家，已形成京津冀、长三角、珠三角、厦门福州地区和武汉郑州地区五大钢铁物流圈。中国钢材贸易企业初步已形成了依靠资金、渠道及供应链集成等优势形成的覆盖全国的大型流通企业，如中国五矿集团公司、中国中钢集团公司、中国铁路物资集团公司、天津物产集团有限公司等；地处钢材主要生产地、需求集中地或具有独特优势的大中型、区域性流通企业，如杭州热联进出口股份有限公司、中国诚通控股集团等；以及需求导向性明显的区域性或依托中国经济发达地区主要钢材市场建立的众多小型、微型钢贸企业三类规模差距的钢材贸易企业梯队。

短期内钢材贸易市场仍将处于调整期，大型的钢贸企业利用自身资金优势，通过逐步完善钢材上下游的产业链和供应链，将与钢厂形成更加紧密的合作关系增强议价能力，并通过建设物流配送基地为下游客户提供更好的服务，将逐步完成从一般钢材贸易商向钢材综合服务商的转变；对于部分小微钢贸企业，在行业不景气竞争加剧的环境面临较高的被淘汰风险，但由于大型钢贸企业销售网络仍主要布局于全国一、二线城市，仍需大量次级分销商直达终端客户，因此虽然钢贸行业的集中度将逐渐提高，但经营区域分散、服务对象多样化的小型钢贸企业仍有生存空间。

总体看，钢材贸易企业普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点；在行业竞争较为激烈的环境下，行业经验丰富、区域市场占有率相对较高的钢材贸易企业在议价能力、销售渠道、资金实力等方面都具备一定优势。

有色金属

有色金属是国民经济的重要基础原材料，在经济建设、国防建设和社会发展中发挥着重要作用。据 Wind 数据显示，全球锌储量为 23000 万吨，主要分布在澳大利亚、中国、秘鲁、哈萨克斯坦、墨西哥和美国六国；全球铜储量为 79000 万吨，主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、墨西哥、美国和中国六国；全球铅储量为 8800 万吨，主要分布在澳大利亚、中国、俄罗斯、美国、秘鲁和墨西哥六国。

2018 年，受环保整治及新建矿山有限等影响，铅、锌精矿产量 133 万吨、284 万吨，同比下降 5.9%、4.9%，国内铅锌矿产资源自给率不断下降。铅、锌产量 511 万吨、568 万吨，同比增长 9.8%、-3.2%。其中，随着国内企业对铅锌二次物料利用水平的提升，再生铅、锌产量分别为 225 万吨、60 万吨，同比增长 10.0%、56.8%，占铅、锌产量比重达到 44.1%、10.5%。

从进口情况来看：2018 年随着国内再生铅产业高速发展，铅精矿进口量 122.7 万吨，同比下降 5.1%；锌精矿、精锌进口量分别为 297

万吨、72 万吨，分别同比增长 21.5%、5.9%。出口铅酸蓄电池 19016.3 万只，同比下降 3.9%。

2019 年，随着生态保护和污染防治工作的深入推进，以及下游消费市场持续低迷，铅锌行业转型升级的任务将更为迫切，绿色发展将是行业发展的主攻方向。2019 年将推动铅锌行业加快绿色生产适用技术改造，积极利用二次物料，实现联合冶炼，引导再生铅锌行业规范发展，提高资源综合利用能力，提升行业清洁生产和绿色发展水平。

行业政策方面，2018 年 1 月 1 日起实施《中华人民共和国环境保护税法》，税法要求直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳税人，应当依照本法规定缴纳环境保护税。对于资源开采行业的环境保护要求趋严，增大资源开采行业的环保投入成本。

总体看，2016 年以来，有色金属行业供给侧改革促进了有色金属的有序开采、合理利用，有利于有色金属产业结构调整，以促进有色金属行业整体的健康、可持续发展，环保税的实施将增大资源开采行业的环保投入成本。由于有色金属工业是能源消耗大户，用电量约占全国用电量的 8%左右，电价居高不下使得有色金属企业电力成本仍然普遍较高。此外，企业环保投入增加、社保费用计提基数提高等因素也导致企业成本费用刚性上升。同时，随着新环保法的实施，热电锅炉的脱硫脱硝改造量大，环保设施运行成本增加。

此外，对于有色金属矿采选业企业来说，其核心竞争力体现在矿产储量及矿石品位上，由于矿石资源有限，考虑到企业可持续发展，需要不断通过获得探矿权、探转采或者兼并收购其他矿山来进行矿山资源储备。一方面，矿山资源储备同时将占用大量资金；另一方面，能否获得易开采、高品位矿山，上述因素成为制约有色金属矿采选业的关键因素。

3. 区域经济环境

山西省是典型的资源依赖型经济，作为中国的能源大省，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。2018 年第三产业增加值 8988.3 亿元，同比增长 8.8%，占比为 53.4%，山西省地区经济增速有所提高。

根据 2018 年《山西省国民经济与社会发展统计公报》，山西省地区生产总值为 16818.1 亿元，按可比价格，增长 6.7%，山西省地方经济增速有所回升。2018 年增速高于全国同期增速 0.1 个百分点。固定资产投资方面，2018 年固定资产按可比价格增速为 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%。

铁路运营方面，2018 年，山西省货物运输量 21.15 亿吨，同比增长 11.6%，其中铁路完成 8.53 亿吨，同比增长 14.3%；道路货运量 12.62 亿吨，同比增长 9.9%。全省累计完成货运周转量 4489.4 亿吨公里，同比增长 7.3%，其中铁路货运周转量完成 2581.6 亿吨公里，同比增长 6.4%，道路货运周转量完成 1907.7 亿吨公里，同比增长 8.5%。

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 2292.60 亿元，增长 22.8%，其中税收收入 1645.6 亿元，增长 17.8%；非税收入 647.0 亿元。全省一般公共预算支出 4285.4 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 3423.8 亿元，增长 11.9%，财政自给率 53.5%，财政自给率一般。

政府债务方面，2018 年，山西省地方政府性债务余额 2963.7 亿元，均为负有偿还责任的债务，整体债务水平适中。

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

总体来看，山西省作为中国重要的煤炭能源生产及输出大省，是蒙西、陕北、宁夏煤炭的主要运输通道；2018 年山西省地方经济增速回升，财政实力持续增强，为地区企业发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

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

跟踪期内，公司持续在政府补助、资本金注入和铁路建设资金拨付方面获得政府的大力支持。2018 年，公司收到政府补助为 28.72 亿元，直接冲减财务费用。2018 年，根据《山西省财政厅关于转增国家资本金的通知》，山西省财政厅转贷公司的 67.20 亿元政府债券由山西省财政厅负责还本付息，同时将投入铁路建设的 67.2 亿元政府债券所形成的资产划归公司管理，增加公司资本公积。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，公司收到山西省政府所发行的地方政府债券（包含置换债券）用于公司铁路建设转贷资金 22.50 亿元，计入“长期借款”科目。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码为 G1014010901177230P），截至 2019 年 4 月 25 日，公司本部无未结清关注类或不良类信贷信息记录，存在一笔未结清的欠息记录（2018 年 10 月 23 日），金额 8.40 亿元，根据太原市城区农村信用合作联社朝阳信用社提供的说明，公司于 2011 年 12 月 28 日向该社申请项目贷款 18 亿元，到期日为 2021 年 12 月 12 日，共有 77 家联社参与发放贷款，该社为牵头社，贷款自发放以来，公司均按照合同约定归还利息，从未出现欠息；上述欠息系参与社记账不及时形成，非公司恶意欠息行为。

七、管理分析

2019年4月，根据公司发布的《山西能源交通投资有限公司关于说明山西省属国有企业监事会转隶属情况的公告》，根据《国务院机构改革》方案，国务院国有资产监督管理委员会的国有企业领导干部经济责任审计和国有重点大型企业监事会的职责划入审计署，不再设立国有重点大型企业监事会。按照《山西省机构改革实施方案》的安排，省政府国有资产监督管理委员会的国有企业领导干部经济责任审计和省属国有重点大型企业监事会的职责等划入审计厅，不再保留省国有企业监事会及其办公室。不再设立省国有企业监事会的省属国有企业中包括公司。变动后公司监事会成员仅剩一名职工监事。

本次监事会设置情况变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大不利影响。

跟踪期内，公司高级管理人员和管理制度无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，铁路运营业、现代物流业和现代服务业仍是公司营业收入的主要来源，三者合计占比 96.09%。铁路运营业收入主要系公司下属地方铁路专用线的运输费收入，2018 年得益于《铁路货物运输进款结算办法（试行）》（铁总财〔2017〕333 号）的发布，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，使得铁路运营业收入大幅增长 107.40%至 25.80 亿元。现代物流业收入主要是煤炭、非煤矿产、化工、钢材等贸易收入，2018 年实现 163.84 亿元。现代服务业收入主要来源于汽车运输收入，2018 年实现 49.34 亿元。新能源板块收入主要来源于光伏及新材料应用等业务收入，金融服务业收入主要来源于子公司担保服务收入，以上两个板块整体收入规模较小，对公司收入贡献不大。

表 2 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	12.44	4.86	15.27	25.80	10.37	11.71	7.95	14.15	7.92
现代物流业	178.74	69.81	2.05	163.84	65.88	2.37	38.78	69.00	3.30
现代服务业	56.16	21.93	14.41	49.34	19.84	13.52	6.26	11.14	14.70
新能源产业	7.71	3.01	13.62	8.65	3.48	24.16	3.15	5.61	16.71
金融服务业	0.98	0.38	85.71	1.05	0.42	96.19	0.06	0.11	100.00
其他	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	**256.03**	**100.00**	**6.07**	**248.68**	**100.00**	**6.71**	**56.20**	**100.00**	**6.07**

资料来源：公司提供
注：合计数不等于 100%系四舍五入

毛利率方面，2018 年，受铁路运输业务收入计算口径变化的影响，公司铁路运营业毛利率下降 3.56 个百分点至 11.71%；现代物流业毛利率保持相对稳定，但毛利率一直维持较低水平；现代服务业毛利率保持相对稳定；新能源产业受不同新能源产品推广应用价值高低，整体毛利率有较大幅度波动，2018 年为 24.16%；金融服务业成本较低，毛利率仍维持在较高水平。跟踪期内，公司整体毛利率有所增长，同比增加 0.64 个百分点至 6.71%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 56.20 亿元，相当于 2018 年营业收入的 22.60%，综合毛利率为 6.07%。

2. 业务经营分析

（1）铁路投资与运营

铁路投资方面，公司作为山西省出资人代表参与国家级重点铁路的建设与运营。具体方式为：公司与中国国家铁路集团有限公司（以下简称“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负责具体铁路项目的建设和运营；在铁路建设过程中，项目资本金由公司和国铁公司按照铁路建设投资计划同步按比例出资，总投资中剩余的资金需求由各项目公司自行筹资解决；相关铁路项目完工投运后，公司按持股比例获得投资收益。截至 2018 年底，公司已参与投资建设 10 条铁路及太原南站枢纽，计划总投资 3362.43 亿元，需由公司代表山西省政府直接投入资金 562.42 亿元。

表 3 截至 2018 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	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	**3362.43**	**2433.51**	**562.42**	**-**	**393.90**	**--**

资料来源：公司提供

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

截至 2018 年底，大西铁路、中南铁路、太兴铁路、吕临铁路、黄韩侯铁路、太原南站枢纽等项目已完工，阳大铁路公司已按持股比例完成出资，公司已累计投入资本金 313.90 亿元，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；尚需参与投资的重大铁路建设项目有大张（大同-张家口）铁路、太焦（太原-焦作）铁路和大原（大同-太原）铁路，上述项目公司计划总投资额 248.63 亿元，累计已投资 80.00 亿元，尚需投资 168.63 亿元。由于山西省政府铁路投资资本金到位具有一定滞后性，实际操作上铁路投资前期资金主要来源于公司自有资金和外部借款融资，后期山西省政府将通过资本金注入、财政贴息、建安及运输营业税返还等方式对公司进行支持。2018 年，公司收到政府补助 28.72 亿元，直接冲减财务费用。总体来看，公司受托参与投资山西省国家重点铁路项目建设工作，公司未来铁路投资项目规模较大，面临较大的资金支出压力。

表 4 截至 2019 年 3 月底公司在投铁路项目情况

指标		大同～张家口	太原～焦作	大同～原平
总里程（公里）		141.52	362.10	147.15
其中：山西		126.44	328.18	147.15
开工工期（年月）		2015 年 11 月	2016 年 6 月	2016 年 8 月
计划完工日期（年月）		2019 年	2020 年 12 月	2022 年 1 月
货运能力（亿吨）		--	--	--
客运能力（万人）		4500	4000	3500
计划总投资（亿元）		180.50	431.30	171.00
其中：山西		152.76	392.22	171.00
资本金分配（亿元）	国铁	91.36	77.36	--
	公司	61.40	123.10	64.13
	其他	--	--	21.38
已完成投资（晋能交投）		24.00	46.00	10.00
2019 年计划出资		17.00	40.00	15.00
2020 年计划出资		0.40	18.10	9.13

资料来源：公司提供

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

铁路运营方面，公司铁路运营业务主要由全资子公司山西地方铁路集团有限责任公司（以下简称“山西地铁”）运营。山西地铁是山西省内唯一的地方铁路运输公司，在铁路运输领域具有明显的竞争优势。

截至 2019 年 3 月底，公司实际控制并运营的地方铁路包括孝柳（孝义-柳林）铁路、宁静（宁武-静乐）铁路和武左（武乡-左权）铁路，

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

表5　近年来公司地方铁路运营情况

铁路名称	运营里程（公里）	实际发运量（万吨）				营业收入（万元）			
		2016年	2017年	2018年	2019年1—3月	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
孝柳铁路	116	1366	1286	1730	452	44817	48009	176,681	53126
宁静铁路	93	309	209	256	46	3776	3229	4681	967
武左铁路	84	71	100	331	110	4413	7384	6688	1593
合计	**293**	**1746**	**1595**	**2317**	**609**	**53006**	**58622**	**188,050**	**55686**

资料来源：公司提供

公司控制铁路线和车头、煤炭集运站等运营资产，省内煤炭如通过地方铁路运往干线铁路，需向公司支付相应费用。公司铁路运营业务收入包括运输费用、货车占用费、综合服务费等，其中以运输费用为主。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，铁路运营业务收入大幅提升。

除上述孝柳、武左、宁静三条铁路之外，山西地铁与太原局集团共同设立了大同地方铁路公司，大同地方铁路公司组建于 1989 年 7 月，经济性质为全民所有制企业，注册资本 1000 万元。按照中国铁路总公司及山西省国资委要求，目前正在对该公司进行改制，太原局集团公司和山西地铁同意协商对大同地铁公司进行股份制改造，双方已确定各持 50%股份，由山西地铁合并报表，目前正在办理中。公司从事地方专用铁路代管业务。截至 2019 年 3 月底，公司代为经营管理的主要铁路线路包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线、山西晋鑫煤炭运销有限责任公司专用线、胡会煤站专用线等 90 余条。具体经营模式为：公司与各个铁路专用线产权人根据各铁路专用线的规模、托管范围等要素协商确定运费分成比例；公司收到下游客户的运费，计入营业收入，扣除一定比例的管理费用后，将剩余的运费付给铁路产权人，并记为营业成本。

（2）现代服务业

公司现代服务业务主要由山西汽车运输集团有限公司（以下简称“山西汽运”）负责经营。现代服务业主要包括公路的客运业务、货运业务和汽车维修及配件销售业务，客运及货运业务是公司现代服务业务的收入主要来源。

表 6　现代服务业主要收入构成情况　（单位：亿元、%）

项　目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客 运	8.39	28.95	7.17	20.96	6.40	22.61	2.57	25.45
货 运	11.42	39.41	15.56	45.50	13.10	46.29	4.93	48.81
汽车修理及配件销售	9.17	31.64	11.47	33.54	8.80	31.10	2.60	25.74
合计	**28.98**	**100.00**	**34.20**	**100.00**	**28.30**	**100.00**	**10.10**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：公司现代服务业除上述业务外，还包括驾培、汽车租赁和房地产开发

客运方面，公司客运业务在山西省内具有很强的垄断优势，其收入主要来源于自有车辆的客运收入和社会车辆管理费收入。截至 2019 年 3 月底，公司拥有运营车辆 7293 辆，客运站

111 个，实现对山西省内各地市的全覆盖；同时公司以山西省为核心，客运路线辐射全国 23 个省，形成了客运网络经营优势，行业竞争力明显。2018 年，公司实现公路客运量 1.05 亿人，实现旅客周转量 132 亿人公里；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。2018 年及 2019 年 1—3 月，公司实现客运业务收入分别为 6.40 亿元和 2.57 亿元。跟踪期内，公路客运量和旅客周转量均出现不同程度下降，进而导致公路客运业务收入下降，主要是受宏观经济下行和高铁分流等因素影响。受客运量影响，公司对班线进行调整，减少公司化经营班线，截至 2019 年 3 月底，公司拥有公司化经营班线 1133 班次、市际班线 1302 班次、区内及农村班线 1611 班次。

表 7　公司主要客运经营指标情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
客运车辆（辆）	6962	7297	7200	7293
公司化经营班线（班次）	1686	1373	1343	1133
市际班线（班次）	1166	1498	1394	1302
区内及农村班线（班次）	1807	1922	2006	1611
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
旅客周转量（亿人公里）	153	154	132	31

资料来源：公司提供

货运方面，由于山西省内货运市场个体商户较多，业务类型相对分散，竞争较为激烈，山西汽运在货运方面的市场份额占比较低。截至 2019 年 3 月底，公司拥有货运车辆 5822 辆，货运业务主要承接省内短途货运业务。结算方式有两种，第一种为下游客户预付部分运费，第二种为货到付款；货运费率主要参考市场价格议定；支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，尾款一般在 1—2 个月内付清。下游客户主要有同煤集团、侯马方略国际物流有限公司、河北兴县铸管有限公司等；此外，公司与隆力奇、爱立信、德克士、沃尔玛等商家展开合作，拓展第三方物流业务。2018 年及 2019 年 1—3 月，公司实现公路货运量分别为 1759 万吨和 390 万吨，实现货物周转量分别为 42 亿吨公里和 8 亿吨公里，均呈现下降趋势；同期公司实现货运业务收入分别为 13.10 亿元和 4.93 亿元，有所下降。

表 8　公司主要货运经营指标情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
货运车辆（辆）	6415	5895	5812	5822
公路货运量（万吨）	2109	2078	1759	390
货物周转量（亿吨公里）	47	45	42	8

资料来源：公司提供

汽车维修及配件销售主要包括汽车维修、检修与配件销售等全套服务。截至 2019 年 3 月底，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。2018 年及 2019 年 1—3 月，公司实现汽车维修及配件销售收入分别为 8.80 亿元和 2.60 亿元，2018 年收入下降的原因主要系亏损 4S 店关停、商用车市场需求下降等所致。

（3）现代物流业

公司现代物流业务主要以煤炭、非煤矿产

业、化工产品和钢材贸易为主，主要由子公司山西能源产业集团有限责任公司（以下简称“山西能产”）、山西省物资产业集团有限责任公司（以下简称“山西物产”）、山西国际物流有限公司（以下简称“山西物流”）及山西能投国际贸易有限公司（以下简称“山西能投”）经营。其中，四家子公司均涉及煤炭贸易业务，化工产品贸易主要由山西物产经营，非煤矿产业由其余三家经营。

表 9　公司主要贸易品种情况（单位：万吨、亿元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—3 月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
煤炭	1877.22	96.99	1718.62	126.47	1544.00	92.82	371.40	19.82
钢材	4.37	3.23	28.37	9.96	78.86	27.96	20.33	6.92
化工	17.03	18.86	19.42	10.01	10.94	2.39	0.60	0.29
非煤矿产	580.85	42.53	348.00	15.40	243.73	38.78	17.50	6.59
合计	—	**161.61**	--	**161.84**	--	**161.95**	--	**33.62**

资料来源：公司提供

公司子公司山西能产、山西物产、山西物流及山西能投四家子公司均有涉及煤炭贸易业务，其中山西能产是山西省煤炭发运计划单列单位。公司现有 23 个煤炭发运站点，分布在山西省境内 10 个地市，在煤炭运销领域拥有一定优势。公司煤炭贸易采取自营与代发相结合的方式。自营模式为公司自行组织上游煤源和下游客户并承担发运工作，公司将承担煤炭采购与销售价格变动带来的风险；代发模式为下游客户已经组织好上游煤源，由公司代为发运并收取一定发运费用，此种模式公司不承担市场风险；两种模式的煤炭贸易量占比基本各占 50%。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，煤炭收入有所下降，2018 年实现收入 92.82 亿元。

除煤炭贸易外，公司还涉及非煤矿产、钢材和化工产品贸易，非煤矿产主要贸易品种为铁矿砂、钢铁等，钢材主要贸易品种为线材、螺纹钢、焊管等，化工产品主要贸易品种为工业萘、纯苯等。公司非煤矿产、钢材和化工产品贸易主要采取“以销定购”、赚取差价的模式，下游客户需向公司支付一定比例的预付款，支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，尾款一般在 1~2 个月内付清。公司在进行上游采购时，主要采用预付结算的方式控制因市场供给带来的价格波动风险。2018 年，公司实现钢材贸易销量 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。

（4）新能源业务

公司新能源业务板块主要由山西能产负责，主要包含光伏业务及生物质能源和新材料业务。2018 年公司新能源业务实现收入 8.65 亿元。

煤层气项目方面，2018 年 7 月，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将相关资产注入山西大地环境投资控股有限公司的意见》（晋国资产权函〔2018〕321 号），山西国投将相关业务所在子公司山西省地产投资有限公司 100%股权无偿划转至山西大地环境投资控股有限公司，公司未来将不再产生相关收入。

光伏业务方面，公司正推进阳曲光伏发电项目建设，总投资金额约 65 亿元，项目分三期建设：一期工程为 20 阳光伏电站，投资约 2.5 亿元(含农业项目)；二期工程为 100MW 光伏电站，三期工程为 420 阳光伏电站；截至 2019 年 3 月底，公司已完成投资 10 亿元，尚需投资 55.00 亿元，未来存在一定的投资压力。

生物质能源方面，公司着力发展以垃圾焚烧和秸轩直燃为主的生物质发电，目前推进晋北生物质天然气项目建设。该项目建设用地面积 130 亩，利用原平市区域范围内的废弃秸杆资源以及养殖业废弃物，建设大型混合原料沼气综合利用生产区，将沼气提纯后制成甲烷含量高于 95%的生物天然气，主要用于车用燃气、罐装销售等。项目预计总投资 2.5 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 1.80 亿元，预计到 2020 年，该项目销售收入可达 3600 万元，利润约 930 万元。

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

（5）金融服务业务

金融服务板块主要由子公司山西企业再担保有限公司（以下简称“山西再担保”）负责，以担保业务为主。截至 2018 年底，再担保公司资产总额 5.31 亿元，净资产 5.05 亿元，在保责任余额约为 2.00 亿元，2018 年实现营业收入 0.23 亿元，担保企业以中、小型企业为主，山西再担保设有反担保措施（动产、不动产等可办理抵质押的标的），未发生担保代偿。

3. 未来发展

未来公司将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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度合并财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度的合并财务报表未经审计。

截至 2018 年底，公司拥有纳入合并范围的二级子公司共 15 家。跟踪期内，公司合并范围增加 5 家二级子公司，新增子公司资产规模和业务规模相对较小，合并范围变动对财务数据的可比性影响不大，财务数据的可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 1012.12 亿元，所有者权益 341.07 亿元（含少数股东权益 30.35 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 248.68 亿元，利润总额 2.48 亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1074.39亿元，所有者权益346.42亿元（其中少数股东权益33.47亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入56.20亿元，利润总额0.85亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额1012.12亿元，同比增长10.99%，主要系货币资金、其他应收款、固定资产和长期股权投资的增长所致。其中，流动资产占34.96%，非流动资产占65.04%，主要资产构成详见表10。

表 10　2017—2018 年底及 2019 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54.05	5.93	107.01	10.57	122.34	11.39
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	78.17	8.57	29.20	2.89	60.40	5.62
应收票据及应收账款	31.23	3.42	27.64	2.73	36.44	3.39
预付款项	20.30	2.23	23.16	2.29	31.72	2.95
其他应收款	84.25	9.24	111.62	11.03	108.97	10.14
存货	42.46	4.66	50.81	5.02	45.12	4.20
流动资产合计	**313.14**	**34.34**	**353.87**	**34.96**	**409.06**	**38.07**
可供出售金融资产	365.41	40.07	379.09	37.46	382.26	35.58
长期股权投资	42.88	4.70	62.11	6.14	62.11	5.78
固定资产	77.35	8.48	99.48	9.83	98.87	9.20
在建工程	72.57	7.96	72.96	7.21	76.88	7.16
其他非流动资产	18.15	1.99	19.46	1.92	19.49	1.81
非流动资产合计	**598.78**	**65.66**	**658.25**	**65.04**	**665.33**	**61.93**
资产总计	**911.92**	**100.00**	**1012.12**	**100.00**	**1074.39**	**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

2018 年底，公司流动资产 353.87 亿元，同比增长 13.01%，主要来自货币资金的增长，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2018 年底，公司货币资金 107.01 亿元，同比增长 97.96%，公司货币资金以银行存款（占 91.50%）为主，使用受限资金 5.13 亿元，主要是保证金。

2018 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 29.20 亿元，同比下降 62.62%，主要原因是公司多品种结构性存款到期，大多为结构性存款（占 99.99%）。

2018 年底，公司应收账款及应收票据 27.64 亿元，同比下降 11.50%，系客户结算所致；应收账款账面余额 24.00 亿元，主要为应收贸易业务款项，公司计提坏账准备 2.92 亿元，计提比例 12.17%。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。2018 年底，公司应收账款前五大客户合计金额占 16.70%，集中度较低。

表 11　2018 年底公司应收账款前五名情况

（单位：万元、%）

名称	金额	占比
内蒙古包钢钢联股份有限公司	10691.23	4.45
黄陵县南川一号煤炭实业有限公司	8227.14	3.43
北京安力博发投资有限公司	7623.40	3.18
国家电网	6998.84	2.92
中机国能电力工程有限公司	6535.92	2.72
合　计	**40076.53**	**16.70**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司预付款项 23.16 亿元，主要是预付煤炭采购款及运杂费。从账龄看，公司预付款项账龄在 1 年以内的占 62.15%， 3 年以上的占 27.75%，共计提坏账准备 3.31 亿元。

2018 年底，公司其他应收款 111.62 亿元，主要是财政贴息（占 28.03%）、暂付南站投资款（占 14.19%）、代垫铁路出资款（占 16.11%）和外部单位往来款（占 38.74%）。提取坏账准备的其他应收款账面余额 52.94 亿元，账龄 1 年以内占 83.07%，1~2 年占 2.62%，2~3 年占 1.12%，3 年以上占 13.19%，共计提坏账准备 2.71 亿元。2018 年底，公司其他应收款前五大

客户合计金额占 47.07%，集中度一般。公司其他应收款主要为与政府单位之间的款项，回收风险较低。

表 12　2018 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	性质	账龄	占比
山西省财政厅	31.21	政府贴息	1 年以内、1-2 年	27.14
太原铁路局太原枢纽建设指挥部	15.80	暂付南站投资款	2-3 年	13.74
晋商信用增进投资股份有限公司	2.18	保证金	1 年以内	1.89
山西宏盛能源开发投资集团有限公司	3.99	预付货款	4-5 年	3.47
清徐县财政局	0.95	预付款	1 年以内	0.83
合计	**54.13**	--	--	**47.07**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司存货 50.81 亿元，同比增长 19.69%，主要系房地产开发成本增长所致；公司存货主要是库存商品（占 41.10%）和房地产开发成本（占 54.60%）；合计计提跌价准备 882.69 万元。

2018 年底，公司非流动资产 658.25 亿元，同比增长 9.93%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

2018 年底，公司可供出售金融资产 379.09 亿元，同比增长 3.75%，均为可供出售的权益工具。其中按公允价值计量的合计 5.73 亿元，主要是二级子公司山西省经济建设投资集团有限公司持有的山西路桥股份有限公司、太原煤气化股份有限公司、山西关铝股份有限公司、太原狮头水泥股份有限公司、山西亚宝药业集团股份有限公司 5 家公司的股票和山西汽车运输集团有限公司持有交通银行的股票；按成本计量的合计 373.36 亿元，主要是公司对大西铁路客运专项有限责任公司、晋豫鲁铁路通道股份有限公司等铁路公司投资。

2018 年底，公司长期股权投资 62.11 亿元，同比增加 19.24 亿元，主要系公司追加对联营企业太焦城际铁路山西有限责任公司（以下简称“太焦城际”）的投资。从投资企业类型看，公司投资的联营企业主要分布在铁路运输、煤炭贸易及房地产开发领域，行业景气程度受宏观经济环境影响较大。

2018 年底，公司固定资产 99.48 亿元，同比增长 28.61%，主要因购置房屋建筑物、机器设备和车辆资产所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和运输工具构成。

2018 年底，公司在建工程 72.96 亿元，同比增长 0.53%，主要在建项目包括长子铁路发运站项目、世行煤层气开发利用示范项目、静乐至静游地方铁路项目等。

2018 年底，公司其他非流动资产为 19.46 亿元，主要由 11.57 亿元的太中银铁路项目和 7.23 亿元的委托贷款构成。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1074.39 亿元，较 2018 年底增长 6.15%；其中流动资产占 38.07%，非流动资产占 61.93%。公司流动资产 409.06 亿元，较 2018 年底增长 15.60%，主要系货币资金及结构性存款等现金类资产增长所致。流动资产中，货币资金 122.34 亿元，较 2018 年底增长 14.33%；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 60.40 亿元，较 2018 年底增长 106.85%；应收账款及应收票据 36.44 亿元，较 2018 年底增长 31.85%；预付款项 31.72 亿元，较 2018 年底增长 36.94%；其他应收款 108.97 亿元，较 2018 年底下降 2.37%。2019 年 9 月底，公司非流动资产 665.33 亿元，较 2018 年底增长 1.07%。

截至 2018 年底，公司受限资产 7.91 亿元，受限比例为 0.78%，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，分别用于银行承兑保证金和融资租赁抵质押。

跟踪期内，公司资产规模有所增长，流动资产中，货币资金及结构性存款等现金类资产、存货和其他应收款占比较大，非流动资产以铁路投资形成的可供出售金融资产和在建工程为

主。公司整体资产流动性一般，质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 341.07 亿元，同比增长 28.69%，主要来自资本公积和其他权益工具的增长，其中实收资本占 18.56%、资本公积占 50.31%、其他权益工具占 19.06%、少数股东权益占 8.90%。

2018 年底，公司资本公积 171.59 亿元，同比增长 62.87%，主要原因是山西省财政厅转贷公司的 67.20 亿元政府债券由省财政负责还本付息，同时将 67.20 亿元政府债券形成的铁路资产由公司管理，调增公司的国家资本金。

公司其他权益工具系公司发行的永续债，2018年底为65.00亿元，构成详见下表。

表 13 2018 年底公司其他权益工具情况

（单位：%、亿元）

债券简称	发行时间	期限	利率	余额
15 晋交投 MNT001	2015-10-28	5+N	5.50	30.00
16 晋交投 MNT001	2016-2-26	5+N	5.80	20.00
17 山西交投 MTN001	2017-5-3	5+N	6.70	10.00
18 山西交投 MTN002	2018-11-21	3+N	7.50	5.00
合 计	--	--	--	**65.00**

资料来源：公司审计报告

2018 年，公司少数股东权益为 30.35 亿元，同比增长 28.28%，主要系子公司其他股东增加投资所致。

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，构成中资本公积、实收资本和其他权益工具占比较高。公司权益稳定性一般。

负债

2018 年底，公司负债合计 671.05 亿元，同比增长 3.73%，其中流动负债和非流动负债分别占 41.90%和 58.10%。

2018年底，公司流动负债281.15亿元，同比增长14.44%，主要来自一年内到期的非流动负债的增长，以短期借款（占8.09%）、应付票据及应付账款（15.35%）、其他应付款（占26.92%）、预收款项（占8.24%）和一年内到期的非流动负债（占38.84%）为主。

2018 年底，公司短期借款 22.75 亿元，同比下降 16.88%，以信用借款（占 43.25%）和保证借款（占 52.84%）为主。

2018 年底，公司应付票据及应付账款 43.15 亿元，同比增长 21.83%，主要是应付煤炭采购款。公司应付账款账期普遍较短，近三年应付账款账龄大部分集中在 1 年以内。

2018 年底，公司其他应付款 75.67 亿元，同比增长 12.79%，主要由应付工程款及工程保证金、押金构成，合计占 37.93%；此外，公司其他应付款包括外部借款及利息 13.55 亿元，已调整至短期债务核算。

2018年底，公司一年内到期的非流动负债109.19亿元，同比增长15.22%，其中一年内到期的长期借款35.71亿元，一年内到期的应付债券71.30亿元，一年内到期的长期应付款2.18亿元。

2018 年底，公司非流动负债 389.90 亿元，同比下降 2.82%，以长期借款（占 40.38%）和应付债券（占 52.17%）为主。

2018 年底，公司长期借款 157.45 亿元，同比大幅下降 30.76%，以信用借款（159.72 亿元）和保证借款（33.05 亿元）为主。

2018 年底，公司应付债券 203.40 亿元，同比增长 25.18%，主要系 2018 年成功发行多支债务融资工具所致；公司应付债券大部分在 2020—2021 年间到期，到期期限较为集中。

2018 年底，公司长期应付款 9.32 亿元，同比增长 298.52%，主要为融资租赁和债权投资计划借款。

2018 年底，公司递延收益 18.10 亿元，同比增长 154.14%，主要系基础设施专项改造资金补助增加所致。公司递延收益主要包括基础设施专项改造资金（8.99 亿元）及汽运集团业务补助。

2019年3月底，公司负债总额727.97亿元，较2018年底增长8.48%，源于一年内到期的非流动负债及应付债券增长；其中，流动负债占比较2018年底上升至44.77%。2019年3月底，公司一年内到期的非流动负债145.26亿元，主要是一年内到期的应付债券和长期借款；长期借款147.78亿元，较2018年底下降6.14%；应付债券221.91亿元，较2018年底增长9.10%，系公司新发行中期票据所致。考虑公司永续债的最近一次赎回日及含权债券的下一行权日，2019—2021年公司应付债券到期金额分别为75.00亿元、155.40亿元、94.60亿元，未来三年公司债券到期金额较大。

表14　截至2019年3月底公司存续债券情况（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
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MTN001	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
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03	2016-09-02	2021-09-05	5年（3+2）	15.00
16晋交02	2016-08-22	2021-08-23	5年（3+2）	25.00
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）	30.00
13晋能交债	2013-03-08	2020-03-08	7年	9.49
12晋汽运债	2012-11-05	2019-11-05	7年	1.20
19晋经01	2019-04-17	2024-04-17	5年（3+2）	5.00
18晋经建PPN01	2018-12-06	2021-12-06	3年	5.00
16晋经01	2016-10-10	2019-10-10	3年	1.30
15晋经01	2015-10-09	2020-10-09	5年	7.20
合计				**362.70**

数据来源：Wind

2018年底，公司全部债务506.33亿元，同比下降2.47%；其中短期债务145.49亿元（占28.73%），长期债务360.84亿元（占71.27%），

公司债务以长期债务为主。从债务指标看，2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.30%、59.75%和51.41%，较2017年底分别下降4.64个、6.45个和8.12个百分点。

2019年3月底，公司全部债务546.30亿元，较2018年底增长7.89%，主要来自短期债务的增长，其中短期债务和长期债务占比分别为32.33%和67.67%，短期债务占比有所提升。债务指标方面，2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.76%、61.19%和51.62%。若将所有者权益中的其他权益工具纳入有息债务计算，公司债务负担将进一步加重。

表15 公司有息债务构成情况（单位：亿元）

科目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	129.28	145.49	176.61
长期债务	389.88	360.84	369.69
全部债务	519.16	506.33	546.30
资产负债率（%）	70.94	66.30	67.76
全部债务资本化比率（%）	66.20	59.75	61.19
长期债务资本化比率（%）	59.53	51.41	51.62

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司债务规模呈上升趋势，有息债务规模仍较大，2020年公司面临较大集中兑付压力，整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入248.68亿元，同比下降2.87%，主要因现代物流业及现代服务业收入减少所致。同期，公司营业成本为232.05亿元，同比下降3.52%。公司营业利润率为6.17%。

表16 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
营业收入	256.03	248.68
期间费用	13.66	17.14
营业利润	2.49	2.28
计入损益的政府补助	2.05	3.55
利润总额	2.97	2.48
营业利润率	5.62	6.17
总资本收益率	4.25	4.22
净资产收益率	0.67	0.38

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

注：上表中2018年计入损益的政府补助不含与财务费用冲减的政府贴息25.17亿元。

2018年，公司期间费用总额为17.14亿元，较上年增长25.51%，主要系财务费用支出增加所致；2018年，公司收到政府贴息资金25.17亿元。2018年公司期间费用占营业收入比重6.89%。

2018年，公司投资收益为0.98亿元，主要来源于持有联营企业股权带来的投资收益和处置股权收益。2018年，除政府贴息外，公司收到计入损益的政府补助为3.55亿元。同期，公司利润总额为2.48亿元，政府补贴为公司利润的重要来源。

从主要盈利指标看，2018年公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.22%和0.38%，较上年分别下降0.03个和0.29个百分点。

2019年1—3月，公司实现营业收入56.20亿元，占上年营业收入的22.60%，营业利润率5.63%，利润总额为0.85亿元。

跟踪期内，公司营业收入有所下降，公司业务构成中大宗商品贸易、汽车客运和铁路运输等主业盈利空间小，公司利润主要来源于政府补助及投资收益，整体盈利能力弱。

5. 现金流

从经营活动看，2018年公司经营活动现金流入299.96亿元，同比增长3.43%，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金；其中销售商品、提供劳务收到的现金247.53亿元，收到其他与经营活动有关的现金52.16亿元，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，2018年公司经营活动现金流出为271.76亿元，其中，支付其

他与经营活动有关的现金为 58.39 亿元，主要为公司支付的往来款、支付代收款等。2018 年公司经营活动现金流量净额为 28.20 亿元，净流入规模持续扩大。2018 年，公司现金收入比为 99.54%。

表 17　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	290.01	299.96
经营活动现金流出量	280.32	271.76
经营活动现金流量净额	9.70	28.20
现金收入比	93.86	99.54
投资活动现金流量净额	-32.20	-53.85
筹资活动现金流量净额	19.13	26.99

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，2018年公司投资活动现金流入为28.59亿元，主要由收到其他与投资活动有关的现金（主要为政府贴息）构成。2018年公司投资活动现金流出规模较大，为82.43亿元，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为-53.85亿元，净流出持续扩大。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入为 261.25亿元。2018年，公司筹资活动现金流出为234.26亿元，同比增长13.23%，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。2018年公司筹资活动现金流量净额为26.99亿元，持续为净流入。

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额快速增长，但由于对外投资规模较大，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，未来随着铁路建设项目持续投入以及债务的到期偿还，公司仍存在较强的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年底公司流动比率和速动比率分别为125.87%和107.79%，较2017年底分别下降1.60个和2.39个百分点；公司经营活动现金流动负债比为10.03%；2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为125.52%和111.68%，较2018年底变化不大。2019年3月底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数为1.19倍。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为43.49亿元，全部债务/EBITDA为11.64倍，公司长期偿债能力指标一般。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额合计 13.13 亿元，担保比率为 3.79 %，担保比率较低，被担保单位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顺李阳煤业有限责任公司均系山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）下属煤企，此类担保系公司早期同潞安集团互保形成，截至 2019 年 3 月底公司对潞安系担保余额 6.29 亿元。潞安集团是山西省五大国有特大型煤炭生产集团企业之一，主营煤炭生产与销售，并涉及建材、房地产、煤化工、工程、电力等延伸产业，控股股东为山西国投，实际控制人为山西省国资委，2018 年底，潞安集团资产总额 2408.79 亿元，所有者权益 509.22 亿元，2018 年实现营业收入 1775.42 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，被担保企业行业及区域集中度较高，且个别被担保单位被列入全国法院失信被执行人名单，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为 694.40 亿元，尚未使用的授信额度为 295.66 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

考虑到公司在山西省铁路建设投资领域的重要地位以及山西省政府对公司持续的大力支

持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为720.57亿元。其中，流动资产为193.81亿元，非流动资产为526.76亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、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2018年底，母公司所有者权益为302.85亿元。其中，实收资本占20.90%，资本公积占57.84%，其他权益工具占21.46%。公司所有者权益稳定性一般。

截至2018年底，母公司负债规模为417.71亿元。其中，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。母公司资产负债率为57.97%

2018年，母公司营业收入为0.38亿元，利润总额为-0.62亿元。

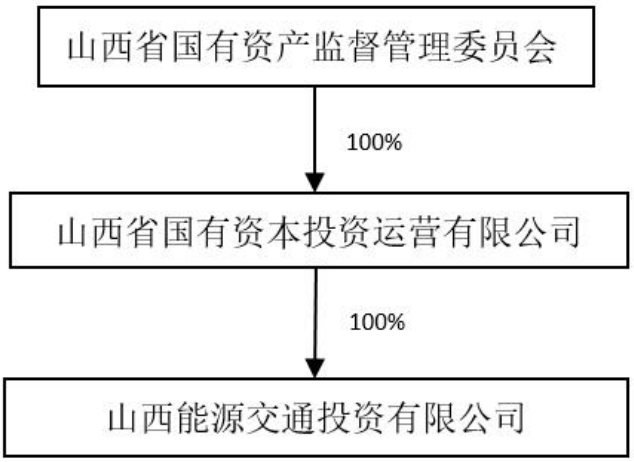
十、存续期债券偿债能力分析

2018年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为43.49亿元、299.96亿元和28.20亿元，分别是“19山西交投MTN001”尚需偿还余额 18.00亿元的2.42倍、16.66倍和1.57倍。公司经营活动现金流入量对公司待偿还的中期票据保障能力强。

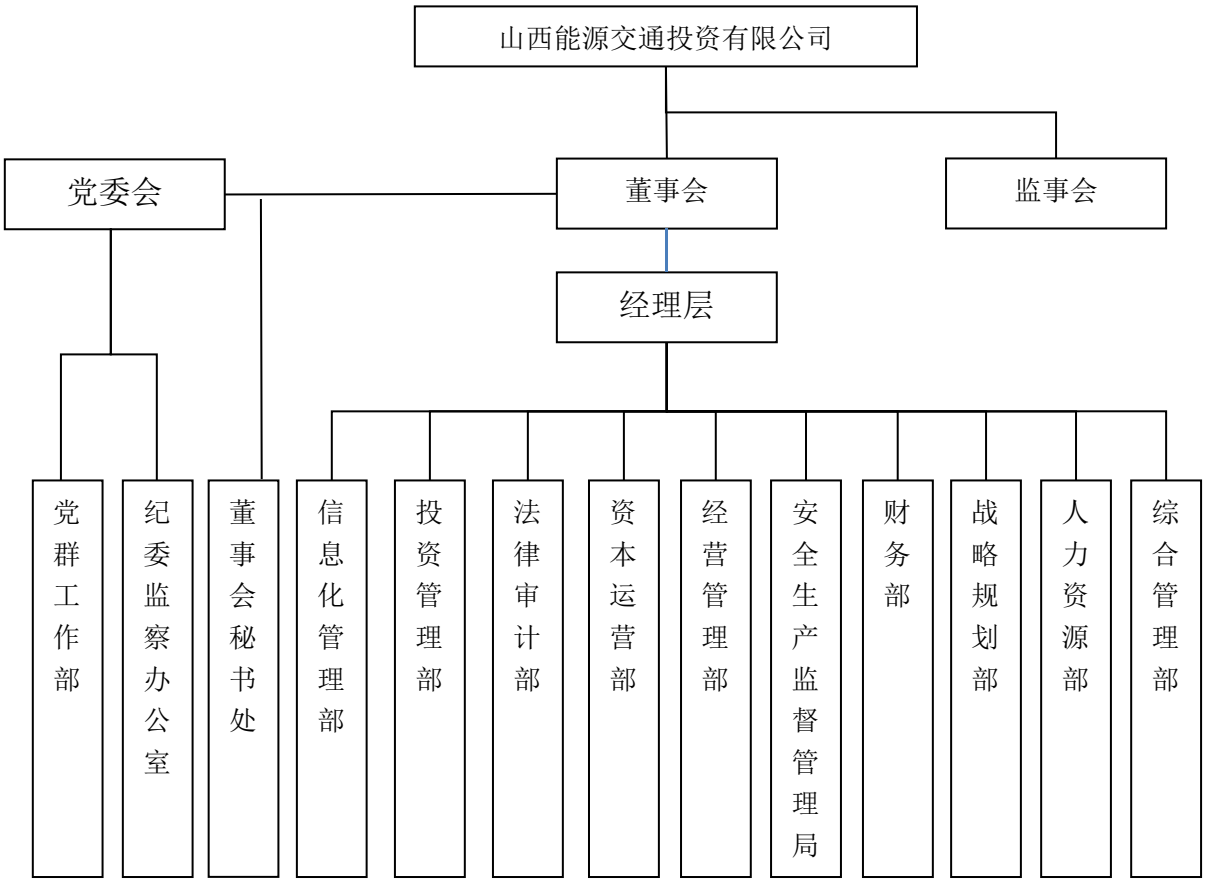
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，“19山西交投MTN001”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 月底公司二级子公司情况

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

资料来源：公司提供

附件 1-4　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保单位	余额	企业性质	担保期限
山西寿阳潞阳瑞龙煤业有限公司	1.70	国有控股	2013.12.11~2027.12.11
山西寿阳潞阳麦捷煤业有限公司	1.45	国有控股	2013.12.11~2023.12.11
山西寿阳潞阳麦捷煤业有限公司	0.36	国有控股	2014.12.15~2019.10.15
山西省旅游投资控股集团有限公司	2.00	国有控股	2018.08.30~2019.08.29
山西省旅游投资控股集团有限公司	1.50	国有控股	2018.08.30~2019.10.15
山西省旅游投资控股集团有限公司	0.80	国有控股	2018.12.29~2019.12.29
山西能源煤层气有限公司	0.54	国有控股	2008.09.17~2028.12.15
山西潞安集团潞宁煤业有限责任公司	2.43	国有控股	2015.02.16~2020.02.16
山西潞安集团和顺李阳煤业有限责任公司	0.35	国有控股	2014.12.15~2019.10.15
山西建筑工程集团总公司	1.00	国有控股	2018.08.24~2019.06.15
山西建筑工程集团总公司	1.00	国有控股	2018.11.14~2019.11.14
合计	**13.13**	--	--

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	142.28	139.39	163.85	182.75
资产总额(亿元)	851.06	911.92	1012.12	1074.39
所有者权益(亿元)	248.13	265.03	341.07	346.42
短期债务(亿元)	157.68	129.28	145.49	176.61
长期债务(亿元)	323.92	389.88	360.84	369.69
全部债务(亿元)	481.61	519.16	506.33	546.30
营业收入(亿元)	217.25	256.03	248.68	56.20
利润总额(亿元)	1.64	2.97	2.48	0.85
EBITDA(亿元)	41.82	39.37	43.49	--
经营性净现金流(亿元)	7.64	9.70	28.20	2.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.29	7.51	8.45	--
存货周转次数(次)	5.51	5.88	4.98	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.29	0.26	--
现金收入比(%)	102.25	93.86	99.54	78.40
营业利润率(%)	5.14	5.62	6.17	5.63
总资本收益率(%)	5.02	4.25	4.22	--
净资产收益率(%)	0.51	0.67	0.38	--
长期债务资本化比率(%)	56.62	59.53	51.41	51.62
全部债务资本化比率(%)	66.00	66.20	59.75	61.19
资产负债率(%)	70.84	70.94	66.30	67.76
流动比率(%)	119.33	127.47	125.87	125.52
速动比率(%)	104.69	110.18	107.79	111.68
经营现金流动负债比(%)	2.84	3.95	10.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.14	1.18	1.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.52	13.19	11.64	--

注：1.公司应付票据均系无息票据，未计入短期债务计算；其他应付款中有息部分计入短期债务，其他流动负债中有息部分计入短期债务。
2.公司 2019 年一季度合并报表未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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	营业利润/营业收入净额×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%
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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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