

信用等级公告

联合〔2020〕1044号

联合资信评估有限公司通过对华远国际陆港集团有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定华远国际陆港集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，华远国际陆港集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年四月二十八日



华远国际陆港集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10—20 亿元

本期中期票据期限：3+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还公司及子公司有息债务

评级时间：2020 年 4 月 28 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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果	AA ⁺
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	4
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		3
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

评级观点

华远国际陆港集团有限公司（以下简称“公司”）是山西省人民政府批准并出资设立的省属大型国有企业，承担山西省政府赋予的代表山西省与中国国家铁路集团有限公司合资新建省级铁路项目出资人以及铁路、公路运输职责。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司外部发展环境良好且在政府支持及区域竞争实力等方面具有突出优势。同时联合资信也关注到，公司债务负担较重、整体盈利能力一般、未来投资规模大和存在一定或有负债风险等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。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 山西是中国煤炭能源生产及输出大省，2017 年以来，山西省经济增速回升，财政实力持续增强，公司发展的外部环境良好。
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，其参与投资山西省内国家重点铁路项目建设工作，并持续得到山西省政府在政府补助、项目资本金和政府债转贷资金拨付等方面的大力支持。
3. 公司运营管理的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。

分析师：薛琳霞 迟腾飞

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

关注

1. 公司债务规模快速增长，债务负担较重，2020 年面临较大集中兑付压力；未来持续参与省内铁路建设项目，存在较大筹资压力。
2. 公司利润主要来源于投资收益及政府补助，整体盈利能力一般。
3. 公司对外担保的受保客户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，存在一定或有债务风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	142.28	139.39	142.77	184.95
资产总额(亿元)	851.06	911.92	1012.12	1036.68
所有者权益(亿元)	248.13	265.03	341.07	344.33
短期债务(亿元)	157.68	129.28	145.49	193.25
长期债务(亿元)	323.92	389.88	360.84	337.12
全部债务(亿元)	481.61	519.16	506.33	530.37
营业收入(亿元)	217.25	256.03	248.68	184.38
利润总额(亿元)	1.64	2.11	2.48	2.19
EBITDA(亿元)	41.82	39.37	43.49	--
经营性净现金流(亿元)	7.64	9.70	28.20	19.05
营业利润率(%)	5.14	5.62	6.17	4.53
净资产收益率(%)	0.51	0.34	0.38	--
资产负债率(%)	70.84	70.94	66.30	66.79
全部债务资本化比率(%)	66.00	66.20	59.75	60.63
流动比率(%)	119.33	127.47	125.87	116.05
速动比率(%)	104.69	110.18	107.79	102.80
现金收入比(%)	102.25	93.86	99.54	83.18
经营现金流动负债比(%)	2.84	3.95	10.03	--
现金短期债务比(倍)	0.90	1.08	0.98	0.96
EBITDA 利息倍数(倍)	1.14	1.18	1.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.52	13.19	11.64	--
公司本部				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	615.70	659.76	720.57	738.43
所有者权益(亿元)	215.94	230.87	302.85	302.05
全部债务(亿元)	384.20	413.20	399.69	429.65
营业收入(亿元)	0.29	0.35	0.38	0.20
利润总额(亿元)	0.03	0.28	-0.62	-0.36
资产负债率(%)	64.93	65.01	57.97	59.10
全部债务资本化比率(%)	64.02	64.15	56.89	58.72
流动比率(%)	143.53	211.17	167.25	117.37
经营现金流动负债比(%)	1.49	4.15	3.86	--

注：1. 应付票据均系无息票据，未纳入短期债务计算；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. 2019 年三季度财务数据未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019.07.23	张依 薛琳霞	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
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连接可查阅；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、本报告引用的资料主要由华远国际陆港集团有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

华远国际陆港集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

华远国际陆港集团有限公司(以下简称“公司”)原名山西能源交通投资有限公司,系经山西省人民政府“晋政函(2009)91号”批准于2009年9月16日成立的国有独资公司,山西省人民政府授权山西省国有资产监督管理委员会(以下简称“山西国资委”)履行出资人职责,对公司的国有资产实施监管。公司初始注册资本60.00亿元,其中30.00亿元由山西省人民政府通过财政资金注资,另外30.00亿元由公司先行发行等额信托产品并将募集资金拆借给山西省国资委再作为注册资本金注入公司。根据山西省人民政府(2009)32次常务会议纪要精神、山西省财政厅“晋财建(2009)500号”、“晋财建(2009)501号”、“晋财建(2009)28号”文件,山西省财政厅同意公司委托中国银行发行信托资金理财计划(期限1年),以信托方式筹集30.00亿元注册资金,用于山西省铁路项目建设(该信托产品已由公司清偿)。2010—2012年,山西省国资委通过划拨国有资产、土地出让金返还及注入项目资本金等方式陆续冲抵公司其他应收款挂账,将上述30.00亿元资本金夯实。2010年7月14日,山西省国资委通过财政资金向公司注资3.30亿元,公司注册资本增加至63.30亿元。2017年8月18日,根据山西省人民政府《关于同意成立山西省国有资本投资运营有限公司的批复》(晋政函(2017)80号)及山西省国资委《关于将持有的省属22户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》(晋国资发(2017)35号)文件,公司控股股东由山西省国资委变更为山西省国有资本投资运营有限公司(以下简称“山西国投”)。2020年4月7日,公司名称变更为现名。截至2019年9月底,公司注册资本及实收资本均为63.30亿

元,公司控股股东为山西国投,实际控制人为山西省国资委。

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

截至2019年9月底,公司内设人力资源部、党群工作部、董事会秘书处、信息化管理部、投资管理部、资本运营部和财务部等13个职能部门(见附件1-2),拥有合并范围内二级子公司14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9月底,公司资产总额1036.68亿元,所有者权益344.33亿元(其中少数股东权益29.53亿元);2019年1—9月,公司实现营业收入184.38亿元,利润总额2.19亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司于2020年4月注册了总额度为20.00亿元的中期票据。本期拟在注册额度内发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据基础发行金额为10.00亿元，发行金额上限为20.00亿元，期限为3+2年，在存续期的第3个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金将用于归还公司及子公司有息负债。

三、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，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我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，我国国内生产总值（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。

表1 2016—2019年上半年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，我国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放

缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。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）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019

年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、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，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将持续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，

我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在 6.2% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

(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铁道统计公报，2016—2018 年，全国铁路旅客发送量分别完成 28.14 亿人、30.84 亿人和 33.75 亿人；全国铁路旅客周转量分别完成 12579.29 亿人公里、13456.92 亿人公里和 14146.58 亿人公里。2016—2018 年，全国铁路货运总发送量分别完成 33.32 亿吨、36.89 亿吨和 40.26 亿吨；铁路货运总周转量分别完成 23792.26 亿吨公里、26962.20 亿吨公里和 28820.99 亿吨公里。

从铁路建设方面看，2016—2018 年，全国铁路行业固定资产投资保持稳定。2018 年完成铁路行业固定资产投资 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，较上年增长 3.1%，其中高铁营业里程 2.9 万公里以上。全国铁路路网密度为 136.0 公里/万平方公里，增加 3.7 公里/万平方公里。

随着近年铁路建设和经济结构调整，东部路网紧缺已大大缓解，中西部地区路网建设的空间仍较大。未来一段时间我国铁路建设仍将面临很好的发展机遇，国家也将继续保持对铁路的政策支持力度。

(2) 运输价格调整

目前中国铁路货运价格调整幅度主要参照

上年综合运输成本及盈亏情况。近年来，为弥补因成品油价格调整而增加的铁路运输成本，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）分别于 2011 年 4 月、2012 年 5 月、2013 年 2 月、2014 年 2 月和 2015 年 1 月出台了相关文件调整铁路货运价格。

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

依据国家发改委发布的《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。铁路总公司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。根据《关

于深化增值税改革有关政策的公告》，自 2019 年 4 月 1 日起下调铁路运输服务增值税税率，铁路总公司决定同步对国铁运输的整车、零担、集装箱等货物运价相应下浮，取消翻卸车作业服务费等 6 项杂费，降低货车延期占用费等 4 项收费标准。2019 年 7 月 1 日起，中国铁路采取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措施。现阶段，中国铁路将深入实施运输供给侧结构性改革，坚持以市场需求为导向，优化货运产品结构，提升货运服务质量，以实际行动落实中央决策部署，支持实体经济发展。

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%至 30%区间，一等座涨幅在 65%至 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 年底国家发改委修订了《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、透明度发挥重要作用。综合看来，短期内铁路客运主要以提高运输能力、运营效率、增加客运量为主要任务，整体票价水平将保持相对稳定，未来还有较大上升空间。

（3）铁路投融资改革

2014 年 9 月，中国铁路发展基金股份有限公司由国务院批准设立，铁路发展基金是以财

政性资金为引导的多元化铁路投融资市场主体。根据《国务院关于铁路发展基金设立方案的批复》（国函〔2014〕52 号）等有关规定，国务院授权铁路总公司为政府出资人代表，铁路总公司作为铁路发展基金主发起人和普通股股东，与社会投资人作为优先股股东共同发起设立中国铁路发展基金股份有限公司，经营期 20 年。截至 2018 年 3 月，铁路发展基金共投资京张高铁、郑西高铁、沪昆高铁等 105 个大中型铁路建设项目，涉及 62 家合资铁路公司，合计股权投资 3785 亿元。

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

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

2015 年 9 月，铁路总公司出台《中国铁路总公司关于规范非控股合资铁路建设项目管理的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）。铁总不再要求对项目绝对控股，而是由各方出资人或其授权的出资人代表依法组建铁路建设项目合资公司。项目公司作为铁路建设项目法人，对铁路建设项目的策划、前期工作、资金筹集、建设管理、运输经营、还本付息、资产保值增值全过程负责。项目公司可根据需要依法决策项目建设管理方式，既可委托铁路局或铁路专业管理机构代建，也可由项目公司自行组织建设，充分保证了投资人的权利。此外，

对于合资铁路项目建成后的运输方式,《指导意见》给出了较大选择空间,可委托铁路运输企业进行运输管理,以发挥铁路运输企业的专业管理优势,提高运输效率;也可由项目公司自管自营,铁路总公司在列车运行图编制、运输组织等方面给予支持,投资人的话语权得到了充分保护,有利于提高民资的积极性。

2016年12月,中央经济工作会议首次将铁路纳入混改重点领域,2017年铁路改革持续推进,并取得实质性进展,主要在铁路土地开发和公司制改革方面。铁路土地开发方面,2017年8月铁路总公司分别委托上海联合产权交易所、北京联合产权交易所举办铁路土地综合开发项目推介会,铁路土地开发迈出实质性的一步,铁路土地开发将逐渐规范化和常态化。公司制改革方面,2017年11月铁路总公司所属的18个铁路局均已完成公司制改革工商变更登记,2018年起全面按照新的体制机制运行。

2017年,国家发改委、交通运输部、国家铁路局和铁路总公司联合印发实施《铁路“十三五”发展规划》,将“改革引领、创新驱动”列入了发展基本原则之一。铁路总公司积极推进投融资体制改革,实施分类分层建设新模式,杭绍台城际铁路¹等项目吸引社会投资建设取得新进展。

2018年,铁路改革持续推进,在铁路土地开方面和混合所有制改革方面取得实质性进展。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;2018年8月,铁路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、休闲旅游度假区、养老社区等。混合所有制改革方面,2018年6月,深圳市腾讯计算机系统有限公司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;2018年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。

总体来看,铁路在我国经济发展中的重要基础作用和战略地位不会改变,当前和今后一段时期,我国铁路发展仍将面临良好的机遇,公司经营环境良好。

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态势,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。

¹杭绍台城际铁路是连接杭州、绍兴、台州三地的旅客列车城际铁路,是中国首条民营资本控股的高铁PPP项目,项目资本金约占总投资的30%,其中民营联合体占比51%,铁路总公司占比15%、浙江省政府占比13.6%、绍兴和台州市政府合计占比20.4%。在51%的控股民资中,最大的股东是上海复星高科技(集团)有限公司。杭绍台城际铁路于2017年底全线开工建设。

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。

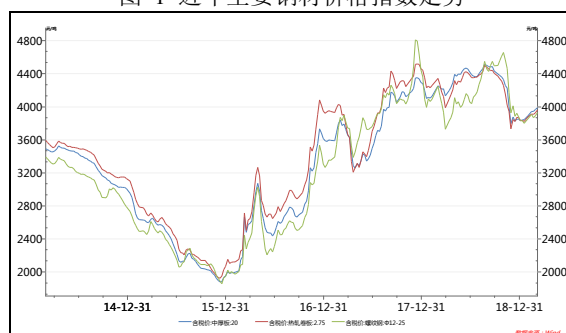
从下游需求情况看,中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业,其他重要的行业包括造船、石油石化、集装箱和铁道等。

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资讯

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($\phi 12-25$)、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 and 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境投入成本。

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。

根据山西省财政厅公布的财政数据，2019 年 1—9 月，山西省全省一般公共预算收入完成 1899.6 亿元，较上年同期增长 6.5%。税收收入完成 1467.3 亿元，同比增长 7.7%；非税收入完成 432.3 亿元，同比增长 2.7%；全省一般公共预算支出 3428.5 亿元，比上年同期增长 15.4%，增支 457.5 亿元，其中：民生支出 2812.1 亿元，占全省一般公共预算支出的 82%，增长 18%，增支 428.2 亿元。

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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年9月底，公司注册资本和实收资本均为63.30亿元，山西国投为公司控股股东，山西省国资委系公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是山西省人民政府批准并出资设立的省属国有大型企业，承担山西省政府赋予的代表山西省与中国国家铁路集团有限公司（以下简称“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“山西地铁”）是山西省内唯一的地方铁路运输企业，其所经营的地方铁路线路主要分布在霍西煤田、河东煤田、宁武煤田和沁水煤田的腹地，均与国铁干线连接，也是陕西省、内蒙古自治区等地煤炭入境山西铁路运输的纽带。2019年9月底，公司实际控制并运营的地方铁路专用线合计运营里程293公里，总设计年运力4100万吨。除实际控制的铁路外，山西地铁还与太原市铁路局共同出资成立大同地方铁路公司，代为管理包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线等100余条地方铁路专用线。

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

位。

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

3. 人员素质

截至2019年9月底，公司高管人员包括董事长兼党委书记1名、党委副书记1名、总经理1名、副总经理6名、总会计师1名。

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

于喜东先生，1960年生，中共党员，研究生学历；历任西山矿务局官地矿地测科科长，西山矿务局地测处副处长，西山煤电（集团）公司地测处处长，山西焦煤集团公司地质处处长，山西焦煤集团西山煤矿总公司地质处处长，山西焦煤集团公司副总工程师、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、副总经理；2012年6月至今任公司副董事长、党委委员、总经理。

截至2018年底，公司员工中有本科及以上学历人员占23%，专科学历人员占71%，高中及以下学历人员占6%；从年龄构成看，35岁以下的人员占11%，35~54岁的占88%，55岁及以上人员占1%；从岗位构成看，管理人员占26%，研发人员占7%，生产人员占61%，销售人员占6%。

总体看，公司高管人员行业管理经验丰富，员工综合素质较高，能满足公司日常经营管理需要。

4. 外部支持

公司承担了山西省主要合资新建铁路项目的资本金筹集和相关投资工作。近年来，山西

省政府在政府补助、项目资金、政府债券转贷资金等多方面持续给予公司大力支持。

政府补助

2016—2018 年及 2019 年前三季度，公司收到政府补助分别为 30.97 亿元、27.57 亿元、28.72 亿元和 28.27 亿元，其中财政贴息分别为 28.84 亿元、25.52 亿元、25.17 亿元和 24.00 亿元，2016 年计入营业外收入，2017—2018 年及 2019 年前三季度直接冲减财务费用。

项目资金

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

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 67.20 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。

政府债转贷资金

2016—2018 年及 2019 年前三季度，山西省财政厅分别向公司下达政府债转贷资金 14.70 亿元、20 亿元、22.50 亿元和 32.00 亿元，用于铁路项目建设、置换公司债务及偿还到期政府债券，期限 5~10 年，利率 3.02%~4.00%。政府债券发行利率低，期限较长，有助于缓解公司投资压力，降低公司综合资金成本。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 3 月 9 日，公司本部无未结清关注类或不良类信贷信息记录，存在 18 笔已结清的欠息记录，根据太原市城区农村信用合作联社朝阳信用社提供的说明，公司于 2011 年 12 月 28 日向该社申请项目贷款 18 亿元，到期日为 2021 年 12 月 12 日，共有 77 家联社参与发放贷款，该社为牵头社，贷款自发放以来，公司均按照

合同约定归还利息，从未出现欠息；上述欠息系参与社记账不及时形成，非公司恶意欠息行为。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国企业国有资产法》《企业国有资产监督管理暂行条例》《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》等有关法律法规并结合公司实际情况制定了公司章程作为规范公司组织和行为的基本制度，并形成了党委、董事会、监事会和经理层的法人治理结构。

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

公司不设股东会，由山西国投行使股东会职权。公司建立出资人制度，山西省人民政府授权山西省国资委履行出资人职责，山西省国资委授权山西国投履行出资人职责，对公司国有资产实施监管。出资人职权主要包括了解公司经营状况和财务状况；决定公司的经营方针

和投资计划；审议批准董事会监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案及决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；修改公司章程等。

公司设董事会，系公司的决策机构。公司董事会由 11 名董事组成，其中 10 名由省国资委委派，1 名由职工代表担任，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事 1 名，副董事长若干名，由省国资委从董事会成员中指定。董事任期三年，任期届满，可连派（选）连任。董事会职权主要包括向出资人报告工作；执行出资人的决定；决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案及决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案、增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；决定公司内部管理机构的设置；制定公司的基本管理制度、决定公司对外投资、融资、对外担保、以公司资产设置抵押（或质押）、购买及处置资产等事项。

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

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

总体看，公司法人治理结构基本健全。

2. 管理水平

公司内设综合管理部、人力资源部、财务部、法律审计部、战略规划部、资本运营部等 13 个职能部门，部门设置能较好满足目前管理需要。

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

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

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

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

对下属子公司管理方面，公司不参与下属子公司实际经营管理，通过董事会决议决定公司下属子公司董事会及主要领导的任命和重要决策，同时对重大项目实施审批，对下属子公

司实行绩效指标考核，在公司整体发展战略的框架内给予子公司相对的决策自由，以充分激发子公司的经营活力。

总体看，公司管理部门设置合理，制度建设完善，整体管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为山西省内合资铁路、地方铁路建设的出资人代表，主要承担山西省合资新建省级铁路项目的资本金筹集并根据协议对铁路及附属设施进行后续经营管理等，形成了围绕铁路资源开展的铁路投资与运营、现代物流和现代服务三大业务板块。2016—2018 年，公司营业收入波动增长，三年分别为 217.23 亿元、256.03 亿元和 248.68 亿元。

从收入情况看，铁路运营、现代物流和现代服务业一直是公司营业收入的主要来源，近

三年对公司营业收入贡献合计均在 95%以上。铁路运营营业收入主要系公司下属地方铁路专用线的运输费收入，2016—2018 年，分别实现营业收入 10.34 亿元、12.44 亿元和 25.80 亿元，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，实施全程货物运输费计入收入，使得铁路运营营业收入大幅增长 107.40%。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，2016—2018 年不断增长，分别为 167.05 亿元、178.74 亿元和 163.84 亿元。现代服务业收入主要来源于汽车运输收入，2016—2018 年有所波动，分别为 35.29 亿元、56.16 亿元和 49.34 亿元。新材料产业收入主要来源于煤气层开发、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，整体收入规模较小，对公司收入贡献不大。

表 2 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铁路运营	10.34	4.76	14.21	12.44	4.86	15.27	25.80	10.37	11.71	23.83	12.92	7.89
现代物流业	167.05	76.89	2.44	178.74	69.81	2.05	163.84	65.88	2.37	103.15	55.94	2.52
现代服务业	35.29	16.24	12.09	56.16	21.93	14.41	49.34	19.84	13.52	47.34	25.68	5.18
新材料产业	3.45	1.59	28.11	7.71	3.01	13.62	8.65	3.48	24.16	9.12	4.95	17.98
金融服务业	0.39	0.57	84.46	0.98	0.38	85.71	1.05	0.42	96.19	0.94	0.51	67.02
其他	0.29	0.13	100.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	217.23	100.00	5.41	256.03	100.00	6.07	248.68	100.00	6.71	184.38	100.00	4.99

注：合计数不等于 100%系四舍五入

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016—2018 年，公司铁路运营毛利率有所波动，主要系山西省内铁路煤炭运输价格提高、煤炭市场回暖运输规模效应以及铁路运输业务收入计算口径变化的影响；现代物流业主要系大宗商品贸易，毛利率一直维持较低水平；现代服务业毛利率有所波动；新材料产业受不同新材料产品推广应用价值高低，整体毛利率有较大幅度波动；金融服务业成本较低，毛利率维持在较高水平。2016—2018

年，公司综合毛利率保持相对稳定，分别为 5.41%、6.07%和 6.71%，由于毛利率较低是现代物流业收入占比较高，公司综合毛利率处于较低水平。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 184.38 亿元，相当于 2018 年营业收入的 74.14%，综合毛利率为 4.99%。其中，铁路运营毛利率为 7.89%，较 2018 年下降 3.82 个百分点，主要系当期货物短途运输较多所致；现代服务业毛利率为 5.18%，较 2018 年下降 8.34 个百分点，

主要原因是该业务规模逐渐扩大影响。

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：公司与国铁集团合资建设经国家发改委和原铁道部批复的山西省境内铁路项目，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、国铁集团按照铁路建设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2019年9月底，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2019年9月底公司参与的重大铁路建设项目情况（单位：亿元，%）

项目名称	项目总投资额	山西省总投资额	公司计划出资	持股比例	公司已完成投资	项目状态
大西铁路	963.30	755.55	151.11	31.37	151.11	已完工
中南铁路	1037.91	573.38	103.80	20.00	103.80	已完工
吕临支线	22.10	22.10	4.42	40.00	4.81	已完工
太兴铁路	85.94	85.94	12.89	30.00	12.89	已完工
黄韩侯铁路	22.04	22.04	1.50	7.50	1.50	已完工
太原南站枢纽	99.35	99.35	16.08	--	15.80	已完工
太中银铁路	303.20	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	46.20	在建
太焦铁路	431.30	392.22	123.10	61.41	65.60	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	-	435.70	--

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

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

截至2019年9月底，大西铁路、中南铁路、太兴铁路、吕临铁路、黄韩侯铁路、太原南站枢纽等项目已完工，阳大铁路公司已按持股比例完成出资，公司已累计投入资本金435.70亿元，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121.80亿元，尚需投资126.83亿元。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年及2019年前三季度，公司收到政府贴息补助25.17亿元和24.00亿元，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9月底公司在投铁路项目情况

指标	大同~张家口	太原~焦作	大同~原平
总里程（公里）	141.52	362.10	147.15
其中：山西	126.44	328.18	147.15
开工工期	2015年11月	2016年6月	2016年8月
计划完工日期	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）		46.20	65.60	10.00
2020 年计划出资（亿元）		7.10	33.70	--
2021 年计划出资（亿元）		--	10.26	--

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 9 月底，公司实际控制并运营

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

表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—9月	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
孝柳铁路	116	1366	1286	1730	1415	44817	48009	176681	161591
宁静铁路	93	309	209	256	243	3776	3229	4681	6194
武左铁路	84	71	100	331	375	4413	7384	6688	9195
合计	293	1746	1595	2317	2033	53006	58622	188050	176979

资料来源：公司提供

公司控制铁路线和车头、煤炭集运站等运营资产，省内煤炭如通过地方铁路运往干线铁路，需向公司支付相应费用。公司铁路运营业务收入包括运输费用、货车占用费、综合服务费，其中以运输费用为主。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 9 月底，公司代为经营管理的主要铁路线路包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线、山西晋鑫煤炭运销有限责任公司专用线、胡会煤站专用线等 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，客货运业务收入是公司现代服务业务的主要收入来源。

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—9 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	6.15	24.82
货 运	11.42	39.41	15.56	45.50	13.10	46.29	12.29	49.60
汽车修理及配件销售	9.17	31.64	11.47	33.54	8.80	31.10	6.34	25.58
合 计	28.98	100.00	34.20	100.00	28.30	100.00	24.78	100.00

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
资料来源：公司提供

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 9 月底，公司拥有运营车辆 8175 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—9 月，公司实现客运收入分别为 6.40 亿元和 6.15 亿元。2018 年，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 9 月底，公司拥有公司化经营班线 1213 班次、市际班线 1300 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 9 月
客运车辆（辆）	6962	7297	7200	8175
公司化经营班线（班次）	1686	1373	1343	1213
市际班线（班次）	1166	1498	1394	1300
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	0.84
旅客周转量（亿人公里）	153	154	132	94

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 9 月底，公司拥有货运车辆 5188 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—9 月，公司实现公路货运量分别为 1759 万吨和 1254

万吨，实现货物周转量分别为 42 亿吨公里和 31.46 亿吨公里，均呈现下降趋势；同期公司实

现货运收入分别为 13.10 亿元和 12.29 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 9 月
货运车辆（辆）	6415	5895	5812	5188
公路货运量（万吨）	2109	2078	1759	1254
货物周转量（亿吨公里）	47	45	42	31.46

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 9 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—9 月，公司实现汽车维修及配件销售收入分别为 8.80 亿元和 6.34 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”）和山西能投国际贸易有限公司（以下简称“山西能投”）经营。其中，三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，非煤矿产业由其余两家经营。2019 年 3 月，根据晋国资产权函（2019）135 号文件，公司以持有的山西能源产业集团有限公司（以下简称“山西能产”）100% 股权对山西燃气集团有限公司增资，山西能产不再纳入公司合并范围，并于 2019 年 6 月完成工商变更，故山西能产下的贸易业务和新能源业务不再在公司业务中体现。

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—9 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	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	348.00	15.40	243.73	38.78	33.32	21.24
合计	--	161.61	--	161.84	--	161.95	--	73.04

资料来源：公司提供

公司子公司山西物产、山西物流及山西能投三家子公司均有涉及煤炭贸易业务，公司现有 20 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）新材料业务

公司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

目前公司着力于完成好“两大战略任

务”：一个任务是全面完成山西省政府和国铁集团共同签署的合资铁路投资任务；另一个任务是建设物流旗舰企业集团。

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年度合并财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2019 年三季度合并财务报表未经审计。

截至 2019 年 9 月底，公司共有纳入合并范围的二级子公司 14 家。从合并范围变化来看，2017 年公司合并范围新增 22 家子公司，处置 3 家子公司，关闭 2 家子公司；2018 年公司合并范围减少 9 家子公司，新增 42 家子公司。2019 年 1—9 月公司划出一家二级子公司山西能源产业集团有限责任公司，总体看，2016—2018 年公司合并范围新增或减少子公司数量较多，但多为四级、五级子公司且绝大部分均未实现盈利且净资产规模较小，对公司财务报表的可比性影响很小。2019 年划转出的山西能源产业集团有限责任公司 2018 年审定总资产、净资产、营业收入和利润总额分别占 2018 年公司审定数的 4.20%、1.92%、15.25%和 11.64%，该划转事项对公司资产负债表影响不大，对公司 2019 年以及未来年度的收入及利润产生一定不利影响。

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 9 月底，公司资产总额 1036.68 亿元，所有者权益 344.33 亿元（其中少数股东权益 29.53 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 184.38 亿元，利润总额 2.19 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模保持增长，年均复合增长 9.05%。2018 年底，公司资产总额 1012.12 亿元，较 2017 年底增长 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 2016—2019 年 9 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	84.26	9.90	54.05	5.93	107.01	10.57	110.06	10.62
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	50.81	5.97	78.17	8.57	29.20	2.89	69.10	6.67
应收票据及应收账款	36.96	4.34	31.23	3.42	27.64	2.73	36.07	3.48
预付款项	25.36	2.98	20.30	2.23	23.16	2.29	26.89	2.59
其他应收款	82.59	9.70	84.25	9.24	111.62	11.03	84.09	8.11
存货	39.39	4.63	42.46	4.66	50.81	5.02	42.58	4.11
流动资产合计	321.00	37.72	313.14	34.34	353.87	34.96	373.12	35.99
可供出售金融资产	357.37	41.99	365.41	40.07	379.09	37.46	392.26	37.84
长期股权投资	6.49	0.76	42.88	4.70	62.11	6.14	67.94	6.55
固定资产	72.17	8.48	77.35	8.48	99.48	9.83	83.85	8.09
在建工程	58.56	6.88	72.57	7.96	72.96	7.21	75.12	7.25
其他非流动资产	19.64	2.31	18.15	1.99	19.46	1.92	19.49	1.88
非流动资产合计	530.05	62.28	598.78	65.66	658.25	65.04	663.57	64.01
资产总计	851.06	100.00	911.92	100.00	1012.12	100.00	1036.68	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

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 5.00%。2018 年底，公司流动资产 353.87 亿元，较 2017 年底增长 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。

2016—2018 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 12.70%。2018 年底，公司货币资金 107.01 亿元，较 2017 年底增长 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。

2016—2018 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动下降，年均复合下降 24.19%，主要系公司减少结构性存款所致。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，较 2017 年底下降 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%）。

2016—2018 年，公司应收票据及应收账款不断下降，分别为 36.96 亿元、31.23 亿元和 27.64 亿元。2018 年底，公司应收账款及应收票据 27.64 亿元，较 2017 年底下降 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

2016—2018 年, 公司预付款项波动中有所下降, 年均复合下降 4.43%。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。

2016—2018 年, 公司其他应收款快速增长, 年均复合增长 16.25%。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	--	--	--

资料来源: 公司审计报告

2016—2018 年, 公司存货不断增长, 年均复合增长 13.58%。2018 年底, 公司存货 50.81 亿元, 较 2017 年底增长 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。

非流动资产

2016—2018 年, 公司非流动资产不断增长, 年均复合增长 11.44%。2018 年底, 公司非流动资产 658.25 亿元, 较 2017 年底增长 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。

2016—2018 年, 公司可供出售金融资产有所增长, 年均复合增长 2.99%。2018 年底, 公司可供出售金融资产 379.09 亿元, 较 2017 年底增长 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。

2016—2018 年, 公司长期股权投资快速增长, 年均复合增长 209.42%。2018 年底, 公司长期股权投资 62.11 亿元, 较 2017 年底增加 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。

2016—2018 年, 公司固定资产快速增长, 年均复合增长 17.40%。2018 年底, 公司固定资产 99.48 亿元, 较 2017 年底增长 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。

2016—2018 年，公司在建工程不断增长，年均复合增长 11.62%。2018 年底，公司在建工程 72.96 亿元，较 2017 年底增长 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。

2016—2018 年，公司其他非流动资产有所波动，分别为 19.64 亿元、18.15 亿元和 19.46 亿元，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 9 月底，公司资产总额 1036.68 亿元，较 2018 年底增长 2.43%；其中流动资产占 35.99%，非流动资产占 64.01%。公司流动资产 373.12 亿元，较 2018 年底增长 5.44%，变动不大。流动资产中，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 69.10 亿元，较 2018 年底增长 136.62%，主要系结构性存款增加所致；应收票据及应收账款 36.07 亿元，较 2018 年底增长 30.54%，主要系本期销售回款有所放缓所致；预付款项 26.89 亿元，较 2018 年底增长 16.07%，主要系项目建设及贸易往来预付款有所增加；其他应收款 84.09 亿元，较 2018 年底下降 24.66%，主要系公司收回部分山西财政厅财政贴息款。2019 年 9 月底，公司非流动资产 663.57 亿元，较 2018 年底增长 0.81%，变动不大。公司非流动资产中可供出售金融资产 392.26 亿元，较 2018 年底增长 3.47%，主要系公司对大西铁路、中南铁路和吕临支线等铁路项目的持续投资所致；长期股权投资 67.94 亿元，较 2018 年底增长 9.38%，主要系对联营企业投资增加所致。固定资产 83.85 亿元，较 2018 年底减少 15.71%，主要系本期划出山西能源产业集团有限责任公司所致。

截至 2019 年 9 月底，公司受限资产 13.82 亿元，受限比例为 1.33%，受限比例低；主要构成是货币资金 13.11 亿元和固定资产 0.71 亿

元，分别用于银行承兑保证金和融资租赁抵押。

总体看，近年来公司资产规模保持增长，公司资产以非流动资产为主，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

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 17.24%。2018 年底，公司所有者权益 341.07 亿元，较 2017 年底增长 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%。

2016—2018 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 30.17%。2016 年底，公司资本公积 101.27 亿元，较 2015 年底增长 10.04%，主要系国开发展基金向公司资本性投入 10 亿元²。2017 年底，公司资本公积 105.35 亿元，较 2016 年底增长 4.03%，主要因山西省财政厅向公司拨付铁路项目建设资本金。2017 年底，公司资本公积中因国开发展基金向公司投资形成的金额合计 19.00 亿元。2018 年底，公司资本公积 171.59 亿元，较 2017 年底增长 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近年来公司陆续发行的永续债，截至 2018 年底总额为 65.00 亿元，

² 2015 年 8 月，国务院决定由国家开发银行设立国开发展基金，专项支持中西部铁路等重大基础设施建设，山西省的大张、太焦等铁路列入国家发改委专项基金项目清单。经山西省政府批复，由山西省财政厅、国开发展基金同公司签署三方投资合同。经山西省国资委批复，同意国开发展基金以公司为投资目标公司，投资金额计入公司股东权益，其中计入注册资本金额累计不超过 7 亿元，剩余金额计入资本公积；基金不参与公司内部管理，不参与额外分红，投资期 20 年，年化收益 1.2%，投资到期后，由山西省财政厅分期回购后基金从公司股东权益中退出

具体构成如下表。

表 13 2018 年底公司其他权益工具情况
(单位: 年、%、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	2016-02-26	5+N	5.80	20.00
17 山西交投 MTN001	2017-05-03	3+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

2016—2018 年, 公司少数股东权益分别为 20.17 亿元、23.66 亿元和 30.35 亿元, 呈快速增长趋势, 主要系少数股东增加投资所致。

2019 年 9 月底, 公司所有者权益合计 344.33 亿元 (含少数股东权益 29.53 亿元), 较 2018 年底下降 0.96%, 构成变化不大。

整体看, 近年来, 受发行永续债券和财政注资带动公司所有者权益不断增长, 其中资本公积、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

2016—2018 年, 公司负债规模持续增长, 年均复合增长 5.50%, 主要系应付债券增加所致。2018 年底, 公司负债合计 671.05 亿元, 较 2017 年底增长 3.73%, 其中流动负债和非流动负债分别占 41.90%和 58.10%。

2016—2018 年, 公司流动负债波动增长, 年均复合增长 2.23%。2018 年底, 公司流动负债 281.15 亿元, 较 2017 年底增长 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。

2016—2018 年, 公司短期借款不断下降, 年均复合下降 11.00%, 2018 年底, 公司短期借款 22.75 亿元, 较 2017 年底下降 16.88%, 以信用借款 (占 43.25%) 和保证借款 (占 52.84%) 为主。

2016—2018 年, 公司应付票据及应付账款快速增长, 年均复合增长 23.08%, 2018 年底,

2018 年底, 公司应付票据及应付账款 43.15 亿元, 较 2017 年底增长 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。

2016—2018 年, 公司其他应付款波动中有所增长, 年均复合增长 2.80%。2018 年底, 公司其他应付款 75.67 亿元, 较比 2017 年底增长 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。

2016—2018 年, 公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降, 年均复合下降 4.96%, 2018 年底, 公司一年内到期的非流动负债 109.19 亿元, 较比 2017 年底增长 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。

2016—2018 年, 公司非流动负债波动中有所增长, 年均复合增长 8.06%。2018 年底, 公司非流动负债 389.90 亿元, 较比 2017 年底下降 2.82%, 以长期借款 (占 40.38%) 和应付债券 (占 52.17%) 为主。

2016—2018 年, 公司长期借款波动较大, 年均复合下降 1.90%。2018 年底, 公司长期借款 157.45 亿元, 较比 2017 年底大幅下降 30.76%, 以信用借款和保证借款为主。

2016—2018 年, 公司应付债券不断增长, 年均复合增长 12.64%, 2018 年底, 公司应付债券 203.40 亿元, 较比 2017 年底增长 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, 到期日较为集中。

2019 年 9 月底, 公司负债总额 692.35 亿元, 较 2018 年底增长 3.17%; 其中, 流动负债占比较 2018 年底上升至 46.44%。2019 年 9 月底, 公司一年内到期的非流动负债 165.13 亿元, 较 2018 年底增长 51.23%, 主要系一年内到期的应付债券和长期借款增加所致; 应付债券 184.50

亿元，较 2018 年底减少 9.29%，主要系公司一年内到期应付债券重分类到一年内到期的非流动负债所致。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，2020—2022 年公

司应付债券到期金额分别为 121.69 亿元、105.50 亿元和 20.00 亿元，未来两年公司债券到期规模较大。

表 14 截至目前公司存续债券情况（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	2018-08-06	2021-08-06	3 年	17.00
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	2018-11-23	2021-11-23	3+N	5.00
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）	0.50
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 晋能转债	2013-03-08	2020-03-08	7 年	9.49
19 晋交 01	2019-08-12	2024-08-12	5 年	15.00
19 晋交 03	2019-10-23	2024-10-23	5 年	15.00
15 晋经 01	2015-10-09	2020-10-08	3+2 年	7.20
18 晋经建 PPN01	2018-12-06	2021-12-05	3 年	5.00
19 晋经 01	2019-04-17	2024-04-16	3 年	5.00
19 晋经建 PPN01	2019-07-15	2022-07-15	4 年	5.00
合计				353.70

数据来源：Wind 资讯

2018年底，公司全部债务506.33亿元，较2017年底下降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9月底，公司全部债务530.37亿元，较2018年底增长4.75%，其中短期债务和长期债务占比分别为36.44%和63.56%，短期债务占比有所提升。债务指标方面，2019年9月底，

公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.79%、60.63% 和 49.47%。若将所有者权益中的其他权益工具调整到有息债务计算，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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期债务	157.68	129.28	145.49	193.25
长期债务	323.92	389.88	360.84	337.12
全部债务	481.61	519.16	506.33	530.37
资产负债率	70.84	70.94	66.30	66.79
全部债务资本化比率	66.00	66.20	59.75	60.63
长期债务资本化比率	56.62	59.53	51.41	49.47

资料来源：公司提供

总体看，公司债务规模呈波动上升趋势，有息债务规模较大，其中 2020 和 2021 年到期债务规模较大，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

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 6.99%，2018 年，公司实现营业收入 248.68 亿元，同比下降 2.87%，主要系现代物流业收入及现代服务业收入减少所致。同期，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长 6.27%，2018 年为 232.05 亿元，同比下降 3.52%。

2016—2018 年，公司期间费用分别为 41.13 亿元、14.52 亿元和 17.14 亿元，其中 2017 年大幅下降，主要系根据最新会计准则将政府给予公司的贴息补助直接冲减财务费用所致。2018 年，公司收到政府贴息资金 25.17 亿元。同期，公司管理费用有所增长，年均复合增长 8.33%。近三年，公司期间费用占营业收入比重波动下降，分别为 18.93%、5.67% 和 6.89%。

2016—2018 年，公司投资收益波动下降，年均复合下降 17.66%，2018 年为 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。2016—2018 年，除政府贴息外，公司收到计入损益的政府补助分别为 30.97

亿元、2.05 亿元和 3.55 亿元。同期，公司利润总额不断增长，分别为 1.64 亿元、2.11 亿元和 2.48 亿元，政府补贴为公司利润的重要来源。

表 16 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	217.25	256.03	248.68
期间费用	41.13	14.52	17.14
营业利润	-30.25	1.63	2.28
计入损益的政府补助	30.97	2.05	3.55
利润总额	1.64	2.11	2.48
营业利润率	5.14	5.62	6.17
总资本收益率	5.02	4.14	4.22
净资产收益率	0.51	0.34	0.38

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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%，较上年分别上升 0.08 个和 0.04 个百分点。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 184.38 亿元，占上年营业收入的 74.14%，营业利润率 4.53%，利润总额为 2.19 亿元。

总体看，近年来，公司营业收入保持增长，但大宗商品贸易、汽车客运和铁路运输等主业盈利能力有限且期间费用对利润侵蚀较大，公司利润主要来源于政府补助及投资收益，整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所增长，分别为 222.14 亿元、240.30 亿元和 247.53 亿元；现金收入比有所波动，分别为 102.25%、93.86% 和 99.54%，公司收入实现质量尚可。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金保持相对稳定，分别为 192.95 亿元、197.74 亿元和 193.80 亿元。公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要是与外部单位的往来款。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。

2016—2018 年，公司投资活动以购建固定

资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金等支出项为主，主要是对铁路建设项目的持续投入。同期，公司投资活动现金流入快速增长，以收到其他与投资活动有关现金（政府贴息、国开基金注资、试运营收款、税收返还）为主。2016—2018 年，公司投资活动现金流量体现为大额净流出，且净流出规模快速增长，分别为-24.53 亿元、-32.20 亿元和-53.85 亿元。

2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量快速增长，主要为满足公司项目投资及到期债务偿付的资金需求。其中，吸收投资收到的现金快速下降，分别为 24.01 亿元、15.00 亿元和 8.77 亿元；取得借款收到的现金快速增长，分别为 114.21 亿元、204.07 亿元和 227.62 亿元。同期，公司筹资活动现金流出快速增长，分别为 97.99 亿元、206.88 亿元和 234.26 亿元，以偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主。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。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	289.58	290.01	299.96
经营活动现金流出量	281.95	280.32	271.76
经营活动现金流量净额	7.62	9.70	28.20
现金收入比	102.25	93.86	99.54
投资活动现金流量净额	-24.53	-32.20	-53.85
筹资活动现金流量净额	40.26	19.14	26.99

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额 19.05 亿元；投资活动现金流量净额-2.51 亿元；筹资活动现金流量净额 27.29 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动获现能力尚可，但投资支出规模较大，资金主要依靠债务融资，未来公司参与铁路项目计划投资规模大，仍存在较强融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近年来，公司流动比率及速动比率呈现波动增长态势，2018 年

底分别为125.87%和107.79%，较2017年底分别下降1.60个和2.39个百分点；公司经营现金流动负债比为10.03%；2019年9月底，公司流动比率和速动比率分别为116.05%和102.80%，较2018年底分别下降9.82和4.99个百分点。2019年9月底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数为0.96倍。公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA波动增长，2018年为43.49亿元；全部债务/EBITDA有所波动，2018年为11.64倍，公司长期偿债能力指标一般。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额合计 16.09 亿元，担保比率为 4.67%，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公司及山西潞安集团和顺李阳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 2019 年 9 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 9 月底，公司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。

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

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。

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。

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。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模上限为20.00亿元，相当于2019年9月底公司长期债务的5.93%，全部债务的3.77%。

2019年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为66.79%、60.63%和49.47%；以公司2019年9月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素变化，预计本期中期票据按发行规模上限发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率将分别上升至67.41%、61.51%和50.91%，公司债务负担将进一步上升。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还还有息负债，发行后对公司现有债务的影响将

小于上述指标预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司EBITDA分别为41.82亿元、39.37亿元和43.49亿元，分别为本期中期票据拟发行规模上限的2.09倍、1.97倍和2.17倍，公司EBITDA对本期中期票据保障能力较强。

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为289.58亿元、290.01亿元和299.96亿元，为本期中期票据拟发行规模上限的14.48倍、14.50倍和15.00倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度好。

十、结论

铁路在国民经济和社会发展中具有重要地位，属于国家重点扶持和发展的产业。公司作为山西省人民政府省级铁路建设项目出资人代表，以铁路投资运营、现代物流和现代服务业为主要业务，业务具有区域垄断优势。

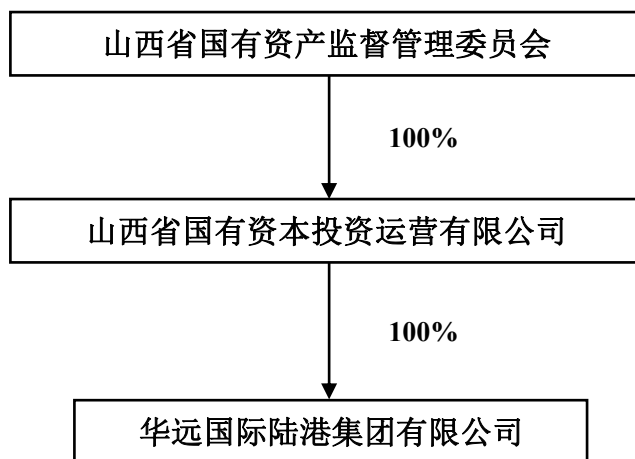
2017年以来，山西省地方经济增速回升，财政实力持续增强，为地区企业发展提供了良好的外部环境。公司在政府补助、项目资本金和政府债转贷资金拨付等方面持续获得山西省政府大力支持。公司是山西省唯一的地方省级铁路投资建设与运输企业，公司运营管理铁路专用线在山西省内运力及区位优势显著，公路运输领域行业地位突出，具备较强的竞争实力。近年来，公司资产规模、营业收入保持稳定增长，整体资产质量尚可，但公司主业盈利空间小，整体盈利能力一般，公司债务规模快速增长，债务负担较重；考虑未来铁路项目投资规模较大，公司外部融资需求较强。

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

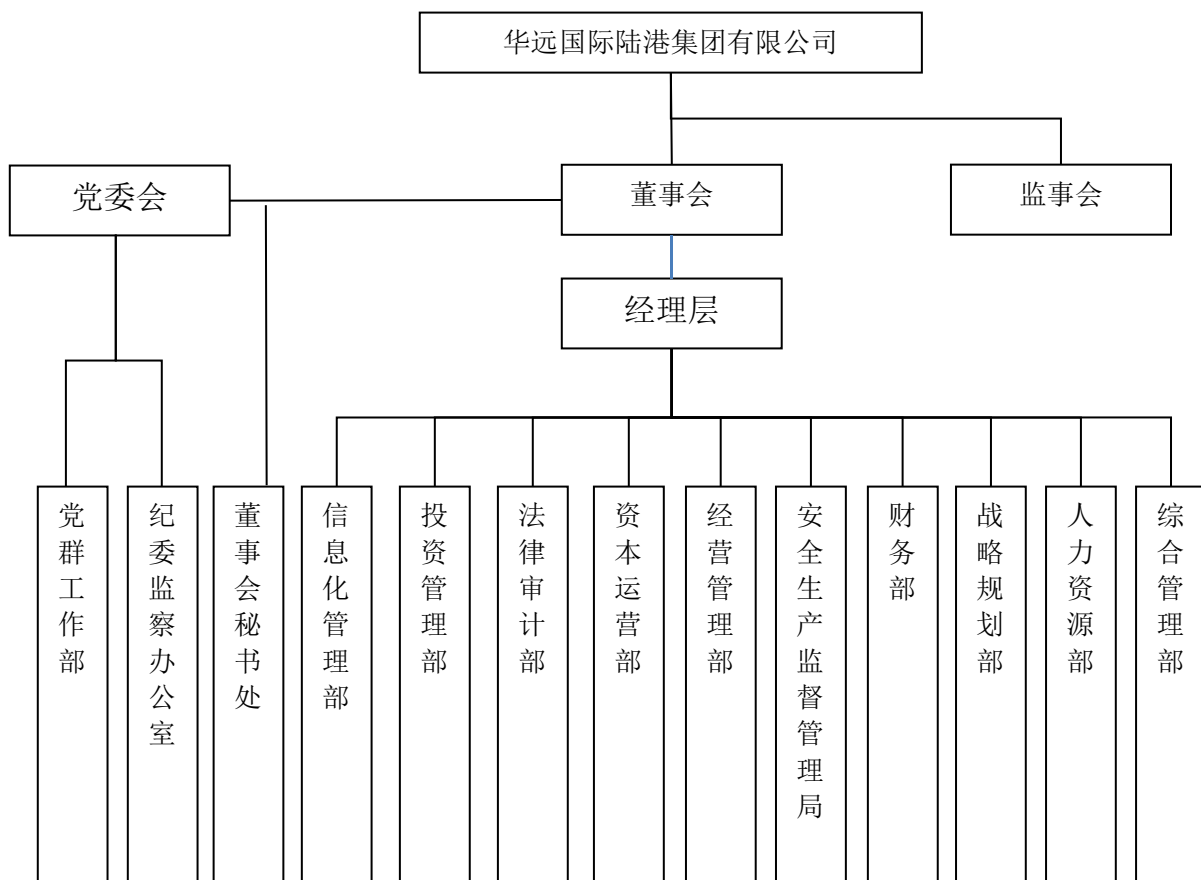
续发展奠定基础。

总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至目前公司股权结构图



附件 1-2 截至目前公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司子公司情况

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	100.00	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	100.00	公路客货运输、物流配送
3	山西地方铁路集团有限责任公司	40000.00	100.00	铁路基本建设、客货运输管理
4	山西国际物流有限公司	50000.00	100.00	物流仓储、贸易
5	山西能投国际贸易有限公司	15000.00	100.00	物资贸易
6	山西省经济建设投资集团有限公司	347257.30	100.00	投资管理
7	晋鲁国际能源投资有限公司	10000.00	100.00	煤炭销售、物流仓储
8	山西企业再担保有限公司	50000.00	100.00	再担保
9	山西能投汇丰实业有限责任公司	5000.00	100.00	其他农业服务
10	山商供应链管理有限公司	10000.00	100.00	互联网信息服务
11	山西大原铁路客运专线有限责任公司	855000.00	75.00	铁路工程建设
12	山西能投基础设施投资开发有限公司	50000.00	100.00	土地及地产开发
13	山西能投科技有限公司	5000.00	70.00	光伏电站项目的开发、设计、建设
14	山西能投生物质能开发利用股份有限公司	15000.00	75.50	热力生产供应

资料来源：公司提供

附件 1-4 截至 2019 年 9 月底公司对外担保情况

被担保单位	余额（亿元）	担保期限	企业性质
山西建筑工程集团总公司	1.00	2018.11-2019.11	国有控股
山西建筑工程集团总公司	1.00	2019.06-2020-05	国有控股
山西潞安集团和顺李阳煤业有限公司	0.35	2014.12-2019.10	国有控股
山西潞安集团潞宁煤业有限公司	2.43	2015.02-2020.02	国有控股
山西省旅游投资控股集团有限公司	2.00	2019.05-2020.05	国有控股
山西省旅游投资控股集团有限公司	2.00	2018.10-2019.10	国有控股
山西省旅游投资控股集团有限公司	2.00	2019.02-2020.02	国有控股
山西省旅游投资控股集团有限公司	0.80	2018.12-2019.12	国有控股
山西省旅游投资控股集团有限公司	1.00	2019.02-2020.02	国有控股
山西寿阳潞阳麦捷煤业有限公司	0.36	2014.12-2019.10	国有控股
山西寿阳潞阳麦捷煤业有限公司	1.45	2013.12-2023.12	国有控股
山西寿阳潞阳瑞龙煤业有限公司	1.70	2013.12-2027.12	国有控股
合计	16.09		--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	142.28	139.39	142.77	184.95
资产总额(亿元)	851.06	911.92	1012.12	1036.68
所有者权益(亿元)	248.13	265.03	341.07	344.33
短期债务(亿元)	157.68	129.28	145.49	193.25
长期债务(亿元)	323.92	389.88	360.84	337.12
全部债务(亿元)	481.61	519.16	506.33	530.37
营业收入(亿元)	217.25	256.03	248.68	184.38
利润总额(亿元)	1.64	2.11	2.48	2.19
EBITDA(亿元)	41.82	39.37	43.49	--
经营性净现金流(亿元)	7.64	9.70	28.20	19.05
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	83.18
营业利润率(%)	5.14	5.62	6.17	4.53
总资本收益率(%)	5.02	4.25	4.22	--
净资产收益率(%)	0.51	0.34	0.38	--
长期债务资本化比率(%)	56.62	59.53	51.41	49.47
全部债务资本化比率(%)	66.00	66.20	59.75	60.63
资产负债率(%)	70.84	70.94	66.30	66.79
流动比率(%)	119.33	127.47	125.87	116.05
速动比率(%)	104.69	110.18	107.79	102.80
经营现金流动负债比(%)	2.84	3.95	10.03	--
现金短期债务比(倍)	0.90	1.08	0.98	0.96
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. 应付票据均系无息票据，未纳入短期债务计算；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. 2019 年三季度财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	95.56	86.20	79.18	110.50
资产总额(亿元)	615.70	659.76	720.57	738.43
所有者权益(亿元)	215.94	230.87	302.85	302.05
短期债务(亿元)	116.00	65.52	97.85	161.70
长期债务(亿元)	268.20	347.69	301.84	267.95
全部债务(亿元)	384.20	413.20	399.69	429.65
营业收入(亿元)	0.29	0.35	0.38	0.20
利润总额(亿元)	0.03	0.28	-0.62	-0.36
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	1.97	3.37	4.47	2.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.76	1.20	2.00	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00	131.24
营业利润率(%)	99.55	99.62	99.32	99.16
总资本收益率(%)	0.01	0.04	-0.09	--
净资产收益率(%)	0.01	0.12	-0.21	--
长期债务资本化比率(%)	55.40	60.09	49.92	47.01
全部债务资本化比率(%)	64.02	64.15	56.89	58.72
资产负债率(%)	64.93	65.01	57.97	59.10
流动比率(%)	143.53	211.17	167.25	117.37
速动比率(%)	143.53	211.17	167.25	117.37
经营现金流动负债比(%)	1.49	4.15	3.86	--
现金短期债务比(倍)	0.82	1.32	0.81	0.68
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：1、2019 年三季度财务数据未经审计；2、公司未提供母公司固定资产折旧及摊销相关数据

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-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%
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/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

联合资信评估有限公司关于 华远国际陆港集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华远国际陆港集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

华远国际陆港集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对华远国际陆港集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，华远国际陆港集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华远国际陆港集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现华远国际陆港集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华远国际陆港集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华远国际陆港集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对华远国际陆港集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与华远国际陆港集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。