信用等级公告

联合〔2020〕1806 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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将华远国际陆港集团有限公司主体长期信用等级上调为 AAA，将“19 山西交投 MTN001”和“20 华远陆港 MTN001”的信用等级上调为 AAA，维持“20 华远陆港 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十三日

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

华远国际陆港集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AA^+	稳定
19山西交投MTN001	AAA	稳定	AA^+	稳定
20华远陆港MTN001	AAA	稳定	AA^+	稳定
20华远陆港CP001	A-1	稳定	A-1	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	18.00亿元	18.00亿元	2024/02/07
20华远陆港MTN001	10.00亿元	10.00亿元	2025/05/11
20华远陆港CP001	15.00亿元	15.00亿元	2021/05/15

注：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

跟踪评级时间：2020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

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	2
			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	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
政府支持				2

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

评级观点

华远国际陆港集团有限公司（以下简称“公司”）是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，区域竞争优势显著，跟踪期内，山西省作为中国重要的煤炭能源生产及输出大省，经济实力稳步增强，公司继续获得山西省政府的大力支持，公司资本实力显著提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司建设完成的铁路投资回报率很低、存在较大的短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为AAA，将“19山西交投MTN001”和“20华远陆港MTN001”的信用等级上调为AAA，维持“20华远陆港CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 山西省是我国重要的煤炭能源生产及输出大省，经济持续稳步发展，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，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，公司持续得到继续获得政府在贷款贴息、专项建设资金及政府债券资金偿付等方面的大力支持。
4. 得益于资本公积及政府债券转增实收资本，公司资本实力显著提升。

关注

1. 跟踪期内，公司建设完成的铁路大部分仍处于亏损状态，投资回报率依然很低。
2. 跟踪期内，公司债务规模继续扩大，且存在较大的短期偿付压力。

分析师：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

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	139.39	142.77	153.75	172.37
资产总额(亿元)	911.92	1012.12	1049.50	1073.16
所有者权益(亿元)	265.03	341.07	381.17	382.36
短期债务(亿元)	129.28	145.49	199.99	207.64
长期债务(亿元)	389.88	360.84	320.86	329.66
全部债务(亿元)	519.16	506.33	520.85	537.30
营业收入(亿元)	256.03	248.68	239.96	38.11
利润总额(亿元)	2.11	2.48	4.17	0.29
EBITDA(亿元)	39.37	43.49	48.16	--
经营性净现金流(亿元)	9.70	28.20	10.55	-14.52
营业利润率(%)	5.62	6.17	5.42	4.62
净资产收益率(%)	0.34	0.38	0.67	--
资产负债率(%)	70.94	66.30	63.68	64.37
全部债务资本化比率(%)	66.20	59.75	57.74	58.42
流动比率(%)	127.47	125.87	115.14	116.82
速动比率(%)	110.18	107.79	98.78	96.94
现金收入比(%)	93.86	99.54	87.31	67.36
经营现金流动负债比(%)	3.95	10.03	3.28	--
现金短期债务比(倍)	1.08	0.98	0.77	0.83
EBITDA 利息倍数(倍)	1.18	1.21	1.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.19	11.64	10.82	--
公司本部				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	659.76	720.57	749.73	744.20
所有者权益(亿元)	230.87	302.85	335.53	335.79
全部债务(亿元)	413.20	399.69	397.16	393.28
营业收入(亿元)	0.35	0.38	0.34	0.00
利润总额(亿元)	0.28	-0.62	0.13	0.25
资产负债率(%)	65.01	57.97	55.25	54.88
全部债务资本化比率(%)	64.15	56.89	54.21	53.94
流动比率(%)	211.17	167.25	118.00	115.00
经营现金流动负债比(%)	4.15	3.86	2.45	--

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、其他流动负债中有息部分计入短期债务，将长期应付款、其他非流动负债中有息部分计入长期债务核算；2.2020 年一季度财务数据未经审计

存续债券评级历史：

债项名称	债项级别	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
19 山西交投 MTN001	AA+	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
20 华远陆港 CP001	A-1	AA+	稳定	2020.05.06	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
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。

华远国际陆港集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

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”）关于华远国际陆港集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人均未发生变化，变更了名称、经营范围和注册地址。2020 年 4 月经晋国资运营函〔2020〕36 号文件批复，公司名称由山西能源交通投资有限公司变更为华远国际陆港集团有限公司。经山西省财政厅批准，公司将部分资本公积转增实收资本，截至 2019 年底公司实收资本由年初的 63.30 亿元增至 181.97 亿元。截至 2020 年 5 月底，公司注册及实收资本均为 181.97 亿元，唯一股东为山西省国有资本运营有限公司（以下简称“晋国资”），实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）。

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

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设党群工作部、纪委监察办公室、信息化管理部、投资管理部、资本运营部等 13 个职能部门，合并范围内二级子公司有 15 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 1049.50 亿元，所有者权益 381.17 亿元（其中少数股东权益 35.79 亿元）；2019 年公司实现营业收入 239.96 亿元，利润总额 4.17 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1073.16 亿元，所有者权益 382.36 亿元（其中少数股东权益 37.49 亿元）。2020 年 1—3 月公司实现营业收入 38.11 亿元，利润总额 0.29 亿元。

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

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“19 山西交投 MTN001”“20 华远陆港 MTN001”和“20 华远陆港 CP001”，尚需偿还债券余额合计 43.00 亿元，存续债券情况见表 1。其中，“19 山西交投 MTN001”“20 华远陆港 MTN001”均附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，公司已按时足额支付“19 山西交投 MTN001”当期利息；“20 华远陆港 MTN001”和“20 华远陆港 CP001”尚未至首个付息日。

截至 2020 年 3 月底，“19 山西交投 MTN001”募集资金已按计划使用完毕，“20

华远陆港 MTN001”和“20 华远陆港 CP001”募集资金尚未使用。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	余额	起息日	债券期限	票面利率
19 山西交投 MTN001	18.00 亿元	2019/02/27	3+2 年	4.60%
20 华远陆港 MTN001	10.00 亿元	2020/05/11	3+2 年	3.92%
20 华远陆港 CP001	15.00 亿元	2020/05/15	1 年	2.20%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、

14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，

至 4.15%;五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施

老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

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

（1）行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。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 2019 年底，中国铁路营业里程 13.9 万公里以上，其中高铁 3.5 万公里；全国铁路路网密度 145.5 公里/万平方公里；其中，复线里程 8.3 万公里，复线率 59.0%；电气化里程 10.0 万公里，电化率 71.9%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：中国国家铁路集团有限公司（原中国铁路总公司，以下简称“国铁集团”）独资投建铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国铁集团控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续的运营管理。

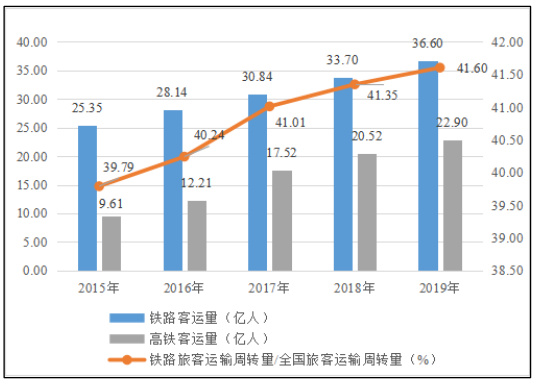
（2）铁路运输

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

客运量方面，近年来，中国铁路旅客运量及周转量呈较快增长；受益于高铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2019 年，全国铁路旅客发送量 36.60 亿人，同比增长 8.4%；铁路旅客周转量 14706.64 亿人公里，同比增长 4.0%，占全国旅客运输周转量比重为 41.60%，较上年提升 0.25 个百分点，位居四大交通运输方式之首。其中，全国高铁旅客发送量 22.90 亿人，同比增长 14.2%，增速维持高位；高铁动车组客运量占铁路总客运量比重增至 62.57%，同比提升约 3 个百分点。

客运价格变化方面，2017 年 4 月起，国铁集团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，国铁集团进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。

图 1 中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。2019 年，中国铁路货运总发送量 43.89 亿吨，同比增长 7.2%；铁路货运总周转量 30181.95 亿吨公里，同比增长 4.3%。从运输货种看，煤为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在 40%[1]左右，其次为金属矿石、钢铁及有色金属，占比在 7%左右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019 年周转量占全国货物周转量的比重约为 15%。

货运价格变化方面，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，国铁集团在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，还采取降了低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。

（3）铁路投资

基本建设方面，“十三五”期间，中国铁路行业固定资产投资保持相对稳定，年投资额均维持在 8000 亿元以上规模，经历三年建设期后，投产新线大幅增长，以高铁为主。根据国家铁路局发布的《中国铁道统计公报》，2019 年，中国铁路行业完成固定资产投资 8029 亿元，投产新线 8489 公里，其中高速铁路 5474 公里。

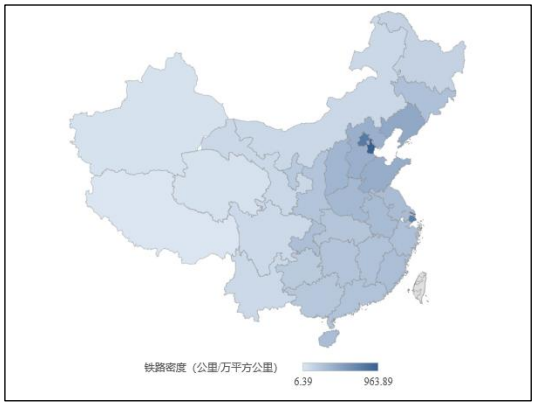
表 3 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产投资	8238	8015	8010	8028	8029
投产新线	9531	3281	3038	4683	8489
高铁投产新线	3306	1903	2182	4100	5474
新开工项目数	61	46	35	22	26

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，2018 年底，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大：其中，天津铁路密度最高，达 963.89 公里/万平方公里，北京、上海次之，铁路密度均超过 700 公里/万平方公里；西藏密度最低，为 6.39 公里/万平方公里，云南、新疆、青海同样较低，均不足 100 公里/万平方公里。总体看，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

图 2 中国铁路路网密度情况



注：香港、台湾、澳门地区未纳入统计

资料来源：联合资信根据中国统计局披露数据整理

2020 年是“十三五”规划收官之年，按照规划目标，至“十三五”末，中国铁路的营业里程计划达到 15 万公里，其中高速铁路营业里程达到 3 万公里。截至 2019 年底，中国已完成“十三五”规划中高速铁路建设总体要求，全国铁路总里程和规划目标还有 1.1 万公里的差距。根据《2019 年政府工作报告》及国铁集团发布的建设计划，2020 年中国将推进“八纵

[1] 统计口径为国家铁路

八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设，积极支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群、都市圈城际铁路、市域（郊）铁路规划建设等，全国计划完成铁路投资 8000 亿元。

（4）行业政策

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

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 10 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。

表 4　铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015 年 7 月 10 日	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610 号	全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制
2015 年 10 月 12 日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015 年 12 月 23 日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070 号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定
2017 年 12 月 14 日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格〔2017〕2163 号	扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，具体包括：1、铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。2、将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018 年 9 月 17 日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）的通知》国办发〔2018〕91 号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域）为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量

发布日期	文件名称	主要内容
2019 年 9 月 19 日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

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

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

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

2. 区域经济环境

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

山西省区域经济属于典型的资源依赖型，作为我国重要的能源大省，省内拥有丰富的煤炭、铝土、铁等自然资源。同时，山西省地处中西部能源经济圈的中心，是蒙西、陕北、宁夏煤炭的主要运输通道，拥有四条西气东输主干管道穿越省境，也是煤炭能源输出大省，其交通网络承担着全国 60%以上的煤炭外运任务，并以铁路运输和公路运输为主。货物运输以煤炭为主，铁路运输的煤炭与其他货物比例为 8:2，全省铁路货运总量和煤炭运量均居全国第一位。

近年来，山西省在推动传统以煤炭为主的资源型经济转型的同时，大力培育文化旅游、装备制造、新材料、新能源、节能环保、食品医药、现代服务业等七大产业。根据《山西省 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，山西省实现地区生产总值（GDP）17026.68 亿元，按可比价格计算，较上年增长 6.2%。固定资产投资方面，2019 年山西省固定资产投资增长 9.3%。分产业来看，第一产业投资增长 16.3%；第二产业投资增长 5.4%，其中工业投资增长 5.4%；第三产业投资增长 11.4%，其中基础设施投资增长 13.9%。

铁路运营方面，2019 年，山西省货物运输量 21.93 亿吨，增长 3.7%，其中铁路完成 9.13 亿吨，增长 7.1%；公路货运量 12.80 亿吨，增长 1.4%。全省累计完成货运周转量 4,690.40 亿吨公里，增长 4.5%，其中铁路货运周转量完成 2774.70 亿吨公里，增长 7.5%，公路货运周转量完成 1915.60 亿吨公里，增长 0.4%。

根据《山西省2019年一般公共预算收支情况》，2019年山西省一般预算收入2347.6亿元，增长2.4%，其中税收收入1783.5亿元，增长8.4%。全省一般公共预算支出4713.1亿元，增长10.0%。财政自给率49.8%，财政自给程度较低。2020年一季度，全省完成一般预算收入617.4亿元，较上年同期下降17.8%，其中税收收入完成423.3亿元，较上年同期下降26.3%。

六、基础素质分析

公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，跟踪期内，公司持续在贷款贴息、地方政府债券资金拨付等方面得到山西省政府的大力支持。

1、外部支持

（1）贷款贴息

根据山西省财政厅相关政策性文件（晋发改交通发〔2020〕89号和晋发改交通发〔2020〕92号），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。2019年，公司获得山西省财政厅贷款贴息29.54亿元，直接冲减当年财务费用。

（2）地方政府债券资金拨付

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

（3）资本金注入

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

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

2、企业信用记录

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

七、管理分析

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

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

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

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

此次变更所涉及的人事变更均为正常人事变更，对公司日常经营管理无重大不利影响；董事会成员变动对董事会决议有效性无不利影响。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

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

2019 年，受合并范围变化的影响，公司营业收入较上年下降 3.51%至 239.96 亿元。从收入构成看，2019 年，由于收入计算口径有所变化，公司铁路运输业务较上年增长 21.47%。现代物流收入主要为贸易收入，受合并范围变化的影响，该业务收入较上年下降 12.20%。现代服务主要是汽车运输业务，2019 年收入稳步增长。新能源业务主要为加气站天然气销售业务，得益于公司推出优惠活动以扩大营销规模、扩大客户范围等因素，该业务 2019 年收入较上年大幅增长 38.50%。金融服务业收入来源于山西商品电子交易中心股份有限公司（以下简称“商品交易中心”）的交易收入和山西企业再担保有限公司（以下简称“山西再担保”）的担保收入，2019 年收入较上年增长 44.76%，但占比很小，对营业收入影响不大。

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

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

表 5　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铁路运营业	25.80	10.37	11.71	31.34	13.06	13.94	7.47	19.60	11.91
现代物流业	163.84	65.88	2.37	143.80	59.93	2.28	25.49	53.77	2.44
现代服务业	49.34	19.84	13.52	51.33	21.39	6.41	3.50	22.30	4.22
新能源产业	8.65	3.48	24.16	11.98	4.99	17.95	1.50	3.94	21.33
金融服务业	1.05	0.42	96.19	1.52	0.63	70.38	0.15	0.39	46.67
合计	**248.68**	**100.00**	**6.71**	**239.96**	**100.00**	**5.90**	**38.11**	**100.00**	**4.99**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）铁路投资与运营

公司负责山西省地方铁路的投资建设与运营，跟踪期内，公司铁路投资进展顺利，大部分已完工铁路尚未获得投资收益；公司运营的3条地方铁路收入同比大幅增长；在建铁路建设仍存在较大投资压力。

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 2019 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 6 截至 2019 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	155.11	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	在建
大张铁路	180.50	152.76	61.40	40.19	54.30	在建
太焦铁路	431.30	392.22	123.10	61.41	94.60	在建
大原铁路	171.00	171.00	64.13	75.00	10.00	在建
合计	**3362.43**	**2433.51**	**562.42**	--	**476.80**	--

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 2019 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 305.46 亿元，仅黄韩侯铁路产生 0.16 亿元投资收益，其余铁路尚未产生投资收益，持续亏损。同期，公司在建铁路项目包括阳大铁路、大张铁路、大原铁路和太焦铁路，上述项目公司计划总投资额 261.07 亿元，累计已投资 171.34 亿元，尚需投资 89.73 亿元，暂无拟建项目。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。2019 年公司收到山西省政府铁路投资建设的各项资金 29.54 亿元。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司在投铁路项目情况

指标	大同－张家口	阳泉－大同	太原－焦作	大同－原平
总里程（公里）	141.52	79.07	362.10	147.25
其中：山西	126.44	79.07	328.18	147.25
计划工期（年）	4.00	3.00	5.00	4.50
货运能力（亿吨）	--	0.25	--	--
客运能力（万人）	4500.00	63.00	4000.00	3500.00
计划总投资（亿元）	180.50	45.79	431.30	171.00
其中：山西	152.76	45.79	392.22	171.00
已完成投资（亿元）	54.30	12.44	94.60	10.00
2020 年计划出资（亿元）	0.40	--	18.10	9.13

资料来源：公司提供

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“山西铁路”）运营。山西铁路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。

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2020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8　近年来公司地方铁路运营情况（单位：公里、万吨、亿元）

铁路线	运营里程	货物发运量			营业收入		
		2018年	2019年	2020年1—3月	2018年	2019年	2020年1—3月
孝柳铁路	116.00	1730.00	1748.21	363.93	17.67	21.48	4.98
宁静铁路	93.64	256.00	349.00	84.00	0.47	0.88	0.12
武沁铁路	118.00	331.00	553.21	35.04	0.67	1.41	0.42
合计	**327.64**	**2317.00**	**2,650.42**	**482.97**	**18.81**	**23.77**	**5.51**

资料来源：公司提供

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

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

除铁路运营外，公司同时对部分铁路代为经营管理，主要铁路线路包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线、山西晋鑫泰煤炭运销有限责任公司专用线、胡会煤站专用线等90余条，公司仅将按照一定比例计提的管理费用确认收入，收入规模不大，对铁路运输收入影响不大。

（2）现代服务业

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

公司现代服务业务主要是汽车运输，仍由子公司山西汽车运输集团有限公司（以下简称“山西汽运”）经营；除汽车运输外，该板块还包含房地产、物业租赁等多个子板块，各子板块收入占比不大。山西汽运的运输收入包含客运、货运、汽车修理及配件销售和其他业务。货运和汽车修理及配件销售是运输收入的主要来源，2019年，汽车运输收入较上年增长12.16%，主要系货运收入增长所致。

表9　现代服务业主要收入构成情况（单位：亿元、%）

项　目	2018年		2019年		2020年1—3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客　运	6.40	22.61	7.50	23.63	0.52	10.97
货　运	13.10	46.29	16.05	50.57	2.07	43.67
汽车修理及配件销售	8.80	31.10	8.19	25.80	2.15	45.36
合计	**28.30**	**100.00**	**31.74**	**100.00**	**4.74**	**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，山西汽运拥有遍布全省各地市的客运站点，客运线路和货运线路辐射 23 个省。2019 年，山西汽运公路客运量较上年增长 6.67%，处于稳步增长态势。山西汽运计划自 2019 年起大力发展旅游服务业，对班线进行调整，减少公司化经营班线、市际班线和区内及农村班线，相应增加旅游班线。但旅游客流量并未达到预期，随着居民出行方式的变更，大部分游客选择自驾游或者铁路出行，山西汽运旅客周转量较上年下降 7.58%。截至 2020 年 3 月底，公司拥有公司化经营班线 1036 班次、市际班线 850 班次、区内及农村班线 830 班次。公司客运业务收入主要包括客运收入和社会车辆管理费收入，业务模式较上年均未发生变化。随客运量的增长，2019 年山西汽运客运收入较上年增长 17.19%。

表 10　公司主要客运经营指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
客运车辆（辆）	7200	8133	8042
公司化经营班线（班次）	1343	1211	1036
市际班线（班次）	1394	1300	850
区内及农村班线（班次）	2006	1,604	830
旅游班线（班次）	266	370	395
客运站（个）	111	111	121
公路客运量（亿人）	1.05	1.12	0.09
旅客周转量（亿人公里）	132	122	31

资料来源：公司提供

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。2019 年，随着货运量的小幅增长，加之运输货物品类增加、单价小幅增长，山西汽运货运收入较上年增长 22.52%。截至 2019 年底，公司运营的大型货运站点 7 个，小件快运网点 1840 个，大中型货源基地 46 个。此外，公司加快第三方物流发展步伐，努力构建营销物流网络，与隆力奇、爱立信、德克士、沃尔玛等商家广泛合作，由单一的经营物流市场逐步向第三方物流迈进。公司未来计划大力发展第三方物流，拓宽公司货运业务范围及业务种类，公司货运业务或将迎来新的增长点。

表 11　公司主要货运经营指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
货运车辆（辆）	5812	5223	4812
公路货运量（万吨）	1759	1789	177
货物周转量（亿吨公里）	42	35	8

资料来源：公司提供

2019 年，山西汽运汽车维修及配件销售收入较上年下降 6.93%。截至 2019 年底，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 19 个，二类维修企业 14 个，各类特约维修服务站 184 个，相关从业人员 650 人。近年来，公司还拓展了汽车 4S 店业务，建设了包含标志、雪铁龙、江淮、众泰、解放、东风等国内知名品牌在内的 4S 店共计 6 个，在山西省内的汽车维修及配件销售领域具有一定地位。

（3）现代物流业

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

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

2019 年 7 月，公司将持有的山西能产 100%股权以 4.67 亿元的账面价值协议转让至山西省国资委，山西能产 2019 年 7 月份之后产生的贸易收入不纳入公司合并范围。

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

主要介绍煤炭销售贸易。

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

表 12　2018－2019 年公司煤炭贸易销售情况

项目	2018 年	2019 年
煤炭贸易量（万吨）	1544.00	1657.60
煤炭销售收入（亿元）	92.82	68.16
平均售价（元/吨）	697.28	447.08

资料来源：公司提供

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

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

（4）新能源业务

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

公司新能源板块仍主要由山西汽运负责，收入来源于加气站的天然气销售收入。

跟踪期内，公司业务模式延续。2019 年，公司扩大了太原东客站加气站的天然气供应量，其销售对象主要为太原市公共交通总公司，销售对象稳定且利润较高，加之当年公司以折扣营销的方式扩大了销售客户范围，以上因素综合影响下，山西汽运新能源业务收入较上年大幅增长 38.50%至 11.98 亿元，但随着营销成本的增加，新能源业务毛利率较上年有所下滑。

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

（5）金融服务业务

公司金融服务板块收入有所增长，但其收入占比较小，对公司整体收入影响不大。

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

2019 年，山西再担保实现担保费收入 730.55 万元，较年初增长 23.63%；净利润 818.22 万元，较年初增长 41.26%。截至 2019 年底，山西再担保担保责任余额 3.23 亿元（较年初下降 41.79%），在保客户共计 35 户，全部为贷款担保；2019 年全年累计解除到期担保金额 6.20 亿元，较年初增长 29.52%。从担保期限看，截至 2019 年底，山西再担保担保余额 1 年以内（含）占 93.73%，1~3 年（含）占 6.27%。山西再担保担保企业以中、小型企业为主，山西再担保设有反担保措施（动产、不动产等可办理抵质押的标的），未发生担保代偿。

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2019年度合并财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度的合并财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年 3 月底，公司拥有 16 家二级子公司，2019 年合并范围较上年新增 2 家、减少 2 家。2020 年一季度合并范围未发生变化。2019 年划出的山西能产 2018 年审定总资产、净资产、营业收入和利润总额分别占 2018 年公司审定数的 4.20%、1.92%、15.25%和 11.64%，该划转事项对公司报表可比性产生一定影响。

截至 2019 年底，公司资产总额 1049.50 亿元，所有者权益 381.17 亿元（其中少数股东权益 35.79 亿元）；2019 年公司实现营业收入 239.96 亿元，利润总额 4.17 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1073.16 亿元，所有者权益 382.36 亿元（其中少数股东权益 37.49 亿元）。2020 年 1—3 月公司实现营业收入 38.11 亿元，利润总额 0.29 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，以铁路投资为主的可供出售金融资产在资产中占比较大，公司资产流动性较弱，资产质量尚可。

2019年底，公司资产总额1049.50亿元，较2018年底增长3.69%，其中，流动资产占35.31%，非流动资产占64.69%，主要资产构成详见表13。

表 13　2018—2019 年及 2019 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	107.01	10.57	143.98	13.72	145.96	13.60
应收账款	21.08	2.08	19.33	1.84	24.49	2.28
预付款项	23.16	2.29	26.09	2.49	30.89	2.88
其他应收款	111.62	11.03	112.07	10.68	--	--
存货	50.81	5.02	52.63	5.01	66.30	6.18
流动资产合计	**353.87**	**34.96**	**370.60**	**35.31**	**389.48**	**36.29**
可供出售金融资产	379.09	37.46	387.69	36.94	386.57	36.02
长期股权投资	62.11	6.14	75.96	7.24	75.96	7.08
固定资产	99.48	9.83	92.32	8.80	90.93	8.47
在建工程	72.96	7.21	77.79	7.41	84.29	7.85
非流动资产合计	**658.25**	**65.04**	**678.90**	**64.69**	**683.68**	**63.71**
资产总计	**1012.12**	**100.00**	**1049.50**	**100.00**	**1073.16**	**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

2019 年底，公司流动资产较 2018 年底增长 4.73%，主要系货币资金增长所致，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2019 年底，公司货币资金为 143.98 亿元，较 2018 年底增长 34.55%，主要系公司取得借款和通过发行债务融资工具获取现金增加所致。货币资金中有 7.56 亿元受限资金，受限比例为 5.18%，主要为银行保证金及结构性存款。

2019 年底，公司应收账款账面价值 19.33 亿元，较 2018 年底下降 8.29%，主要系应收贸易货款减少所致。从账龄看，1 年以内的占 58.42%、1~2 年的占 6.42%、5 年以上的占 20.09%。公司应收账款累计计提坏账 3.35 亿元。应收账款前五大欠款方合计金额为 5.03 亿元，占比为 26.02%，集中度低。

2019 年底，公司预付款项 26.09 亿元，较 2018 年底增长 12.65%，主要系预付货款增加所致。从集中度看，预付前五大客户主要为朔州

市大原客专建设总指挥部办公室、大同煤矿天建钢铁有限公司等企事业单位，合计金额占比为 31.28%，集中度一般。

2019 年底，公司其他应收款 112.07 亿元，较 2018 年底增长 0.64%，主要为应收的往来款、政府补贴款和铁路投资款。其他应收款前五大欠款方为山西省财政厅、太原铁路局太原枢纽建设指挥部、山西宏盛能源开发投资集团有限公司、山西蓝图化工工程设计有限公司和晋城市财政局，合计金额占比为 48.95%，集中度一般；从前五大欠款方的账龄看，主要分布于 1 年以内、1~2 年及 3~4 年，账龄较为分散。

2019 年底，公司存货 52.63 亿元，较 2018 年底增长 3.58%。存货主要由自制半成品及在产品、库存商品和光伏项目投资成本构成，累计计提跌价准备 583.68 万元。

2019 年底，公司非流动资产 678.90 亿元，较 2018 年底增长 3.14%，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。

2019 年底，公司可供出售金融资产 387.69 亿元，较 2018 年底增长 2.27%。其中，按公允价值计量的可供出售权益工具（账面价值 6.85 亿元）为公司持有的山西路桥股份有限公司、山西蓝焰控股股份有限公司、五矿稀土股份有限公司、太原狮头水泥股份有限公司、亚宝药业集团股份有限公司 5 家股票和山西汽运持有的交通银行股票；按成本计量的可供出售权益工具（账面价值 380.83 亿元）主要是公司作为产权方实施的铁路建设项目资产及部分煤电、矿务经营单位的股权，当年实现投资收益 0.67 亿元。

2019 年底，公司长期股权投资 75.96 亿元，较 2018 年底增长 22.30%，主要系公司追加对太焦城际铁路山西有限责任公司（以下简称“太焦城铁”）的投资 13.74 亿元所致；太焦城铁总资产 280.70 亿元，净资产 155.50 亿元，公司持有太焦城铁 44.30%的股权。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。

2019 年底，公司固定资产 92.32 亿元，较 2018 年底下降 7.20%，主要系计提的折旧增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和运输工具构成，累计计提折旧 49.29 亿元，固定资产成新率 65.17%。

2019 年底，公司在建工程 77.79 亿元，较 2018 年底增长 6.62%，主要系对大原高铁、静乐至静游地方铁路项目、长子南煤炭发运站铁路专线、经建投晋城市中原街改造及地下综合管廊道路工程等项目持续投入所致。在建工程主要为在建项目开发成本，累计计提跌价准备 807.58 万元。

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

2020 年 3 月底，公司资产总额 1073.16 亿元，较 2019 年底增长 2.25%；其中流动资产占 36.29%，非流动资产占 63.71%。资产构成较 2019 年底变化不大。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益规模进一步扩大；公司债务规模保持增长，以长期债务为主，公司整体债务负担适中。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益合计 381.17 亿元，较 2018 年底增长 11.76%，主要系实收资本增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 90.61%，少数股东权益占比为 9.39%。归属于母公司所有者权益 345.38 亿元，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 52.69%、25.21%、18.82%和 1.89%。所有者权益稳定性较好。

2019 年底，公司实收资本由 2018 年底的 63.30 亿元增至 181.97 亿元，资本公积由 2018 年底的 171.59 亿元降至 87.08 亿元，主要系部

分资本公积转增资本、政府债券转增实收资本所致。

公司其他权益工具系公司发行的永续债，2019年底为65.00亿元，构成详见表14。

表 14　2019 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

2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 382.36 亿元，较 2019 年底增长 0.31%。权益结构较 2019 年底变化不大。

负债

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

截至2019年底，公司流动负债较2019年底增长14.49%，主要系流动负债增长所致，主要来自一年内到期的非流动负债的增长，以短期借款、应付账款、其他应付款、预收款项和一年内到期的非流动负债为主。

2019 年底，公司短期借款 24.97 亿元，较 2018 年底增长 9.74%，主要由抵押借款（占 6.33%）、保证借款（占 56.39%）和信用借款（占 37.53%）构成。

2019 年底，公司应付账款 25.85 亿元，较 2018 年底下降 25.51%，主要系应付贸易货款减少所致；从账龄看，1 年以内占 65.49%、1~2 年占 11.88%。

2019 年底，公司其他应付款 67.87 亿元，较 2018 年底下降 10.31%，主要系应付工程款、设备款等及保证金下降所致；其他应付款主要由应付工程款、设备款及保证金（占 16.65%）和拆借款（占 49.04%）构成。本报告将其他应付款付息部分计入短期债务。

2019年底，公司一年内到期的非流动负债168.34亿元，较2018年底增长53.99%，主要系应付债券一年内到期部分调至该科目所致。其中，一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款占比分别为26.53%、72.92%和0.55%。

2019 年底，公司非流动负债 346.45 亿元，较 2018 年底下降 11.14%，主要系长期借款和应付债券减少所致，以长期借款和应付债券为主。

2019 年底，公司长期借款 126.21 亿元，较 2018 年底下降 19.84%，主要系长期借款转增实收资本所致；长期借款主要由保证借款（占 22.56%）和信用借款（占 76.48%）构成。

2019 年底，公司应付债券 184.10 亿元，较 2018 年底下降 9.49%，主要系一年内到期部分调整至流动负债所致。公司应付债券大部分在 2021 年到期，到期期限较为集中。

2019 年底，公司长期应付款 11.10 亿元，较 2018 年底增长 19.13%，主要为融资租赁款，已计入长期债务核算。

2019 年底，公司递延收益 22.81 亿元，较 2018 年底增长 26.06%，主要系新增 5.04 亿元基础设施专项建设资金所致；公司递延收益全部为政府补助。

2020 年 3 月底，公司负债总额 690.80 亿元，较 2019 年底增长 3.36%，源于长期借款的增长；其中，流动负债占比较 2019 年底上升至 48.26%。负债构成较 2019 年底变化不大。

2019年底，公司全部债务520.85亿元，同比增长2.87%；其中短期债务199.99亿元（占38.40%），长期债务320.86亿元（占61.60%），公司债务以长期债务为主。从债务指标看，2019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63.68%、57.74%和45.70%，较2018年底分别下降2.62个、2.01个和5.71个百分点。

2020 年 3 月底，公司全部债务 537.30 亿元，较 2019 年底增长 3.16%，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

38.65%和 61.35%。债务指标方面，2020 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 64.37%、58.42%和 46.30%。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	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	145.49	199.99	207.64
长期债务	360.84	320.86	329.66
全部债务	506.33	520.85	537.30
资产负债率（%）	66.30	63.68	64.37
全部债务资本化比率（%）	59.75	57.74	58.42
长期债务资本化比率（%）	51.41	45.70	46.30

资料来源：联合资信根据审计报告及财务数据整理

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入小幅下滑，非经常损益对利润贡献程度高，整体盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 239.96 亿元，同比下降 3.51%。同期，公司营业成本为 225.81 亿元，同比下降 2.69%。公司营业利润率为 5.42%。

表 16 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	248.68	239.96
期间费用	17.14	18.98
营业利润	2.28	4.32
其他收益	3.12	7.73
利润总额	2.48	4.17
营业利润率	6.17	5.42
总资本收益率	4.22	4.62
净资产收益率	0.38	0.67

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司期间费用总额为 18.98 亿元，较 2018 年底增长 10.72%，主要系管理费用增加所致；2019 年，公司收到政府贴息补助 29.54 亿元。2019 年公司期间费用占营业收入比重 7.91%。

2019 年，公司投资收益为 2.83 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。2019 年，除政府贴息外，公司收到计入损益的政府补助为 7.73 亿元。同期，公司利润总额为 4.17 亿元，政府补贴为公司利润的重要来源。

从主要盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.62%和 0.67%，较上年分别下降 0.40 个和 0.29 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.11 亿元，营业利润率 4.62%，利润总额为 0.29 亿元。

5. 现金流

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

从经营活动看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入及流出规模分别为 288.73 亿元和 278.18 亿元，均较上年基本稳定。公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年下降 15.36%，主要系随合并范围的变化公司收到的贸易货款下降所致；同受合并范围变化的影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金较上年下降 7.23%。受往来款规模增长的影响，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金较上年均大幅增长。综合影响下，2019 年，公司经营活动现金持续净流入，但净流入规模有所收窄。2019 年，公司现金收入比为 87.31%，较上年下降 12.23 个百分点，收现质量有所提升。

表17 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	299.96	288.73
经营活动现金流出量	271.76	278.18
经营活动现金流量净额	28.20	10.55
现金收入比（%）	99.54	87.31
投资活动现金流量净额	-53.85	-25.70
筹资活动现金流量净额	26.99	24.60

资料来源：根据公司审计报告整理

从投资活动看， 2019 年，公司投资活动现金流入为 50.60 亿元，较上年增长 76.99%，主要系公司收回铁路垫资款 19.51 亿元带动收

到其他与投资活动有关的现金大幅增长。同期，公司投资活动现金流出为 76.30 亿元，较上年下降 7.45%，主要系公司缩减理财产品投资规模所致。2019 年，公司投资活动产生的现金流持续净流出，净流出规模有所缩减。

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

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

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标一般，但考虑到公司的融资渠道畅通、且作为山西省地方铁路的投资建设及运营主体，持续得到山西省政府的大力支持，公司偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底公司流动比率和速动比率分别为 115.14%和 98.78%，较 2018 年底分别下降 10.73 个和 9.01 个百分点；公司经营活动现金流动负债比为 3.28%；2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 116.82%和 96.94%，较 2019 年底变化不大。2020 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数为 0.83 倍。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 48.16 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.23 倍；全部债务/EBITDA 为 10.82 倍，公司长期偿债能力指标一般。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保金额合计 9.94 亿元，担保比率为 2.60%，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、山西潞安集团潞宁煤业有限责任公司及山西潞安集团和李阳煤业有限责任公司均系山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）下属煤企，此类担保系公司早期同潞安集团互保形成，截至 2019 年底公司对潞安系担保余额 2.90 亿元。此外，山西省旅游投资控股集团有限公司、山西能源煤层气有限公司及山西建设投资集团有限公司均系山西国投实际控制企业，公司未对被担保企业进行过代偿。总体看，公司的被担保企业行业及区域集中度较高，但被担保企业主要为地方国有企业，股东背景强，公司或有风险可控。

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

7. 母公司财务分析

公司资产主要来源于母公司，收入主要来源于子公司，母公司债务负担适中。

2019 年底，母公司资产总额 749.73 亿元，较 2018 年底增长 4.05%。其中，流动资产 200.43 亿元（占 26.73%），非流动资产 549.31 亿元（占 73.27%）。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，非流动资产主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成。

2019 年底，母公司负债总额 414.20 亿元，较 2018 年底变化不大。其中，流动负债 169.21 亿元（占 40.85%），非流动负债 244.99 亿元（占 59.15%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。母公司 2019 年底资产负债率为 55.25%，较 2018 年底下降 2.72 个百分点；全部债务资本化比率 54.21%，债务负担适中。

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

2019 年，母公司营业收入为 0.34 亿元，净

利润为 0.13 亿元。

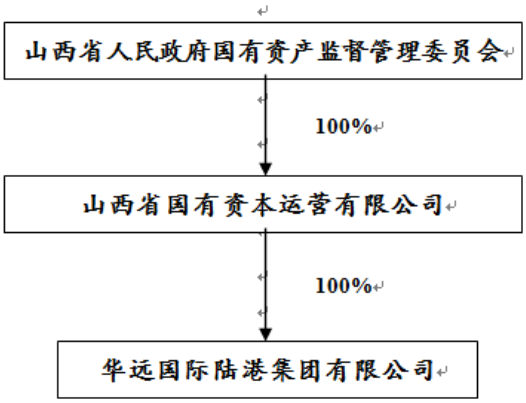
十、存续期债券偿还能力分析

2019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48.16亿元、288.73亿元和10.55亿元，分别是“19山西交投MTN001”和“20华远陆港MTN001”“20华远陆港CP001”尚需偿还余额43.00亿元的1.12倍、6.71倍和0.25倍。2020年3月底，公司现金类资产172.37亿元，是“20华远陆港CP001”余额15.00亿元的11.49倍。公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力强。

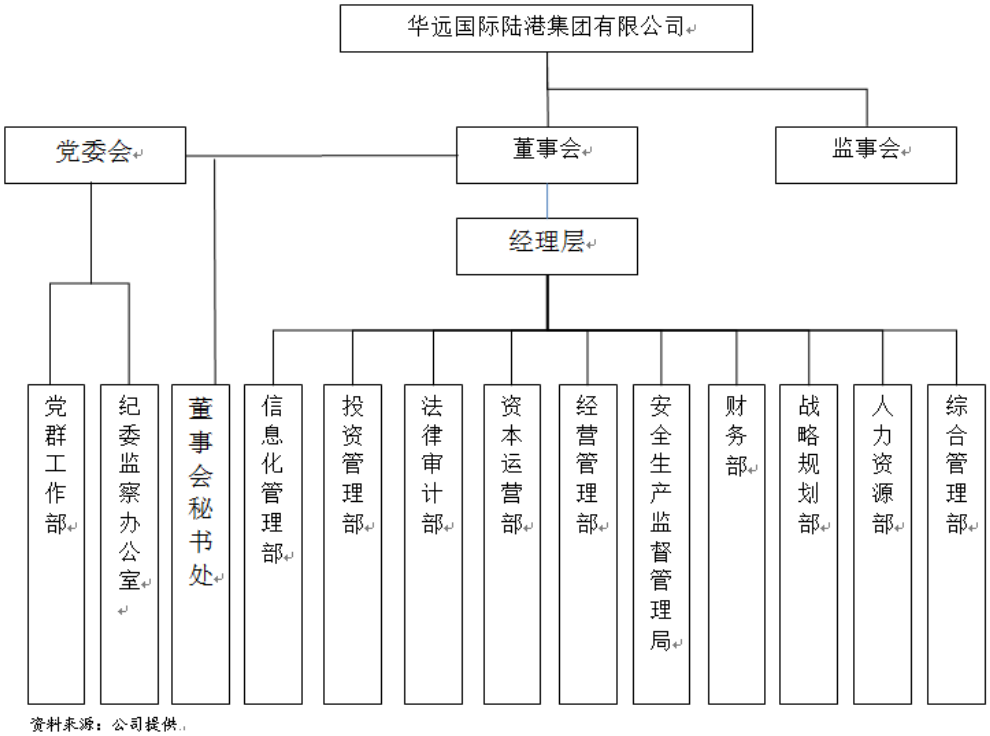
十一、 结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为AAA，将“19山西交投MTN001”和“20华远陆港MTN001”的信用等级上调为AAA，维持“20华远陆港CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 5 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围二级子公司情况

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	山商供应链管理有限公司	--	100	供应链管理服务
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	山西能投传化物流供应链有限公司	--	50	道路运输
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	房地产开发

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	139.39	142.77	153.75	172.37
资产总额(亿元)	911.92	1012.12	1049.50	1073.16
所有者权益(亿元)	265.03	341.07	381.17	382.36
短期债务(亿元)	129.28	145.49	199.99	207.64
长期债务(亿元)	389.88	360.84	320.86	329.66
全部债务(亿元)	519.16	506.33	520.85	537.30
营业收入(亿元)	256.03	248.68	239.96	38.11
利润总额(亿元)	2.11	2.48	4.17	0.29
EBITDA(亿元)	39.37	43.49	48.16	--
经营性净现金流(亿元)	9.70	28.20	10.55	-14.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.51	8.45	9.08	--
存货周转次数(次)	5.88	4.98	4.37	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.26	0.23	--
现金收入比(%)	93.86	99.54	87.31	67.36
营业利润率(%)	5.62	6.17	5.42	4.62
总资本收益率(%)	4.25	4.22	4.62	--
净资产收益率(%)	0.34	0.38	0.67	--
长期债务资本化比率(%)	59.53	51.41	45.70	46.30
全部债务资本化比率(%)	66.20	59.75	57.74	58.42
资产负债率(%)	70.94	66.30	63.68	64.37
流动比率(%)	127.47	125.87	115.14	116.82
速动比率(%)	110.18	107.79	98.78	96.94
经营现金流动负债比(%)	3.95	10.03	3.28	--
现金短期债务比(倍)	1.08	0.98	0.77	0.83
EBITDA 利息倍数(倍)	1.18	1.21	1.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.19	11.64	10.82	--

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、其他流动负债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；长期应付款、其他非流动负债中有息部分计入长期债务核算；
2.2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	86.20	79.18	70.00	84.63
资产总额(亿元)	659.76	720.57	749.73	744.20
所有者权益(亿元)	230.87	302.85	335.53	335.79
短期债务(亿元)	65.52	97.85	152.17	153.88
长期债务(亿元)	347.69	301.84	244.99	239.40
全部债务(亿元)	413.20	399.69	397.16	393.28
营业收入(亿元)	0.35	0.38	0.34	0.00
利润总额(亿元)	0.28	-0.62	0.13	0.25
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	3.37	4.47	4.15	0.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	99.62	99.32	99.51	--
总资本收益率(%)	0.04	-0.09	--	--
净资产收益率(%)	0.12	-0.21	--	--
长期债务资本化比率(%)	60.09	49.92	42.20	41.62
全部债务资本化比率(%)	64.15	56.89	54.21	53.94
资产负债率(%)	65.01	57.97	55.25	54.88
流动比率(%)	211.17	167.25	118.00	115.00
速动比率(%)	211.17	167.25	118.00	115.00
经营现金流动负债比(%)	4.15	3.86	2.45	--
现金短期债务比（倍）	1.32	0.81	0.46	0.55
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：1、2020 年一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 4　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+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

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 5-1　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 5-2　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 5-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-4 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