

信用评级公告

联合〔2020〕4036号

联合资信评估股份有限公司通过对华远国际陆港集团有限公司及其拟发行的 2020 年度第二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 AAA，华远国际陆港集团有限公司 2020 年度第二期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十月二十七日



华远国际陆港集团有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

发行人主体长期信用等级: AAA
本期中期票据信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 10 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: 偿还有息债务

评级时间: 2020 年 10 月 27 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	
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 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”)是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体。公司发展的外部环境良好, 并在政府支持及区域竞争实力等方面具有突出优势。联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司投融资压力大、存在较大的短期偿付压力、整体盈利能力一般等因素对其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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对其拟发行的 2020 年度第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”)的覆盖程度好。

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极低。

优势

1. 经营环境良好。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. 区域竞争优势明显。公司是山西省唯一的地方省级铁路投资建设与运输企业, 参与投资山西省内国家重点铁路项目建设工作。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。
3. 获得政府支持力度大。近年来, 公司持续得到山西省政府在政府补助、项目资本金、资本金注入和政府债转贷资金拨付等方面的大力支持。

关注

1. 融资压力较大。公司债务规模持续扩大, 且存在较大的短期偿付压力, 2020 年 3 月底, 公司现金短期债务比为 0.83 倍; 未来持续参与省内铁路建设项目, 存在较大筹资压力。

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

2. 整体盈利能力一般。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；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。

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

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
AAA	稳定	2020.06.23	薛琳霞 迟腾飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
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，联合资信评估股份有限公司（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 年度第二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“山西省国资委”）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”）。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。2020年4月经晋国资运营函（2020）36号文件批复，公司名称变更为现名。截至2020年5月底，公司注册及实收资本均为181.97亿元，唯一股东为山西国投，山西省国资委持有山西国投100%，为公司实际控制人。

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；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: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。

二、本期中期票据概况

公司于 2020 年注册了总规模为 10 亿元的中期票据,本期计划发行 2020 年度第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行规模 10 亿元,期限为 3+2 年(附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权)。本期中期票据按年付息,到期一次性还本,募集资金将用于偿还公司及子公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年,突如其来的新冠肺炎疫情

全球大流行,对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象,但是依然处于萎缩低迷中,全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正,超预期增长 3.2%,但上半年同比依然下降 1.6%,疫情的负面影响尚未消除,经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散,疫情对世界经济的冲击将继续发展演变,外部风险挑战明显增多,国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制,经济活动受到严重冲击,2020 年上半年中国经济出现负增长,GDP 累计同比下降 1.6%,其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲,对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. 增速及增幅均为累计同比增长数, 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. 城镇失业率统计中, 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

三大需求全面收缩。2020 年上半年, 社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%, 降幅较一季度(-19.0%)有所收窄, 但仍处于深度萎缩状态; 全国网络零售额达 5.15 万亿元, 同比增长 7.3%, 为支撑消费的重要力量; 全国固定

资产投资(不含农户)累计同比增长-3.1%, 比上季度(-16.1%)明显收窄, 同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看, 制造业投资增速为-11.7%, 降幅比一季度(-25.2%)有所收窄, 处于历史同期最低水平; 基础设施建设(不含

电力)投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低13个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低2.7个百分点。2020年1—6月，货物进出口总额14.24万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额7.71万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额6.52万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元，较一季度(993.0亿元)大幅增加，较上年同期(1.21万亿元)略有减少。2020年上半年，中国对欧盟累计进出口额为1.99万亿元(同比增长-1.8%)，对东盟累计进出口额为2.09万亿元(同比增长5.6%)，对美国累计进出口额为1.64万亿元(同比增长-6.6%)，对日本累计进出口额为1.03万亿元(同比增长0.4%)，东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度，资本形成总额拉动GDP增长5个百分点，最终消费支出向下拉动GDP 2.3个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1—3月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，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0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比

降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.9%，比上季度(-0.6%)降幅继续扩大，较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.6%，降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅(10.7%)显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期(分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度(-14.3%)有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，

同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，

增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大

力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、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

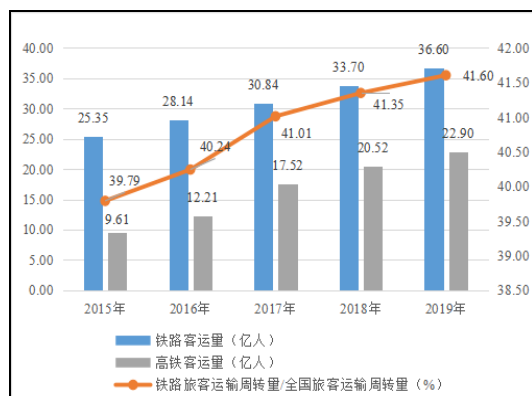
铁路是现代主要的运输方式之一，由于其不易受气候和自然条件等因素影响，且运输能力及单车装载量大，在运输的经常性和低成本性方面具备明显优势。

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 2 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

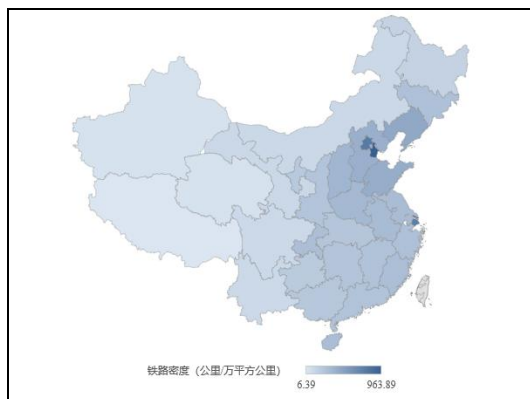
项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产投资	8238	8015	8010	8028	8029
投产新线	9531	3281	3038	4683	8489
高铁投产新线	3306	1903	2182	4100	5474
新开工项目数	61	46	35	22	26

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。

¹ 统计口径为国家铁路

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 3 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》	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

发布日期	文件名称	主要内容
	策的通知》发改价格〔2015〕3070号	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
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

近年来，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 2017—2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，山西省分别实现地区生产总值（GDP）14973.5 亿元、16818.1 亿元和 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 4690.40 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 年山西省一般公共预算收入 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 年前三季度，全省完成地区生产总值 12499.90 亿元，较上年同期增长 1.3%；全省完成一般公共预算收入 1696.7 亿元，较上年同期下降 10.7%。

五、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，近年来，公司持续在政府补助、项

目资金、资本金注入、政府债券转贷资金等方面得到山西省政府的大力支持。

1. 股权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 181.97 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

公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，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“山西铁路”）是山西省内唯一的地方铁路运输企业，其所经营的地方铁路线路主要分布在霍西煤田、河东煤田、宁武煤田和沁水煤田的腹地，均与国铁干线连接，也是陕西省、内蒙古自治区等地煤炭入境山西铁路运输的纽带。2020 年 3 月底，公司实际控制并运营的地方铁路专用线合计运营里程 327.64 公里。除实际控制的铁路外，山西铁路还与太原市铁路局共同出资成立大同地方铁路公司，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。

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，依托铁路运输的资源优势，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

目前，公司高管人员包括董事长 1 名、副董事长兼总经理 1 名、副董事长 1 名、副总经理 3 名、总会计师 1 名、总工程师 1 名。

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。

截至2020年3月底，公司本部员工147人，其中本科及以上学历人员占82.40%，专科学历人员占12.90%，高中及以下学历人员占4.70%；从年龄构成看，30岁以下的人员占6.8%，30~50岁的占76.2%，50岁及以上人员占17%。

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、资本金注入、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

2017—2019年及公司收到政府补助分别为27.57亿元、28.72亿元和37.27亿元，其中财政贴息分别为25.52亿元、25.17亿元和29.54亿元，直接冲减当年财务费用。

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。

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。

政府债转贷资金

2017—2018年，山西省财政厅分别向公司下达政府债转贷资金20亿元和22.50亿元，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。

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为10.00亿元，计入长期借款科目。

5. 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10月27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。

六、管理分析

公司法人治理结构基本建立，部门设置合理，管理制度完善，整体管理水平较高。

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》《中

《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。

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 7-9 名董事（含外部董事）组成，其中职工董事 1 名，职工董事由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事长 1 名，副董事长 2 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 4-6 名，根据上级规定和工作需要，设总工程师、总会计师、总经济师。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。

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、安全生产管理类等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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，围绕铁路资源开展铁路投资与运营、现代物流和现代服务三大主要业务，近年来，

公司收入规模受合并范围影响有所下降，毛利率水平有所波动。

公司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。2017—2019年，公司营业收入不断下降，三年分别为256.03亿、248.68亿元和239.96亿元。

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%左右。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，2017—2019年，分别实现收入12.44亿元、25.80亿元和31.34亿元，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，实施全程货物运费计入收入，使得铁路运营营业收入近两年大幅增长。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，2017—2019年分别为178.74亿元、163.84亿元和143.80亿元，2019年下降主要是受合并范围变化影响。现代服务业收入主要来源于汽车运输收入，2017—2019年分别为56.16亿元、49.34亿元和51.33亿元。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4 公司营业收入构成和毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年			2019年			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	收入	占比	毛利率
铁路运营	12.44	4.86	15.27	25.80	10.37	11.71	31.34	13.06	13.94	7.47	19.60	11.91
现代物流	178.74	69.81	2.05	163.84	65.88	2.37	143.80	59.93	2.28	25.49	53.77	2.44
现代服务业	56.16	21.93	14.41	49.34	19.84	13.52	51.33	21.39	6.41	3.50	22.30	4.22
新能源产业	7.71	3.01	13.62	8.65	3.48	24.16	11.98	4.99	17.95	1.50	3.94	21.33
金融服务业	0.98	0.38	85.71	1.05	0.42	96.19	1.52	0.63	70.38	0.15	0.39	46.67
合计	256.03	100.00	6.07	248.68	100.00	6.71	239.96	100.00	5.90	38.11	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，2017—2019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；2017、2018 年现代服务业毛利率变化不大，2019 年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；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。2017—2019 年，公司综合毛利率保持相对稳定，分别为 6.07%、6.71% 和 5.90%，由于毛利率较低的现代物流业收入占比较高，公司综合毛利率处于较低水平。

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。

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，近年来，公司铁路投资进展顺利，已运营的 3 条地方铁路收入增长较快，但大部分已完工铁路尚未获得投资收益，在建铁路建设仍存在较大投资压力。

铁路投资

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 5 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	--

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 6 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

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 7 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（亿元）			
		2017年	2018年	2019年	2020年1—3月	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
孝柳铁路	116.00	1286	1730	1748.21	363.93	4.80	17.67	21.48	4.98
宁静铁路	93.64	209	256	349.00	84.00	0.32	0.47	0.88	0.12
武左铁路	118.00	100	331	553.21	35.04	0.74	0.67	1.41	0.42
合计	327.64	1595	2317	2650.42	482.97	5.86	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，2018、2019 年铁路运营业务收入同比大幅增长。

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，近年来公司现代服务收入有所波动，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。

表 8 代服务业主要收入构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客 运	7.17	20.96	6.40	22.61	7.50	23.63	0.52	10.97
货 运	15.56	45.50	13.10	46.29	16.05	50.57	2.07	43.67
汽车修理及配件销售	11.47	33.54	8.80	31.10	8.19	25.80	2.15	45.36
合 计	34.20	100.00	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

客运业务

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 2020 年 3 月底，公司拥有运营车辆 8042 辆，客运站 121 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。2019 年，公司实现公路客运量 1.12 亿人，实现旅客周转量 122 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。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司实现客运收入分别为 7.50 亿元和 0.52 亿元。2019 年，旅客周转量出现下降，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 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。

表 9 公司主要客运经营指标情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
客运车辆（辆）	7297	7200	8133	8042
公司化经营班线（班次）	1373	1343	1211	1036
市际班线（班次）	1498	1394	1300	850
区内及农村班线（班次）	1922	2006	1604	830
旅游班线（班次）	297	266	370	395
客运站（个）	111	111	111	121
公路客运量（亿人）	1.24	1.05	1.12	0.09
旅客周转量（亿人公里）	154	132	122	31

资料来源：公司提供

货运业务

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 年底，公司拥有货运车辆 5223 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。

2019 年及 2020 年 1—3 月，公司实现公路

货运量分别为 1789 万吨和 177 万吨，实现货物周转量分别为 35 亿吨公里和 8 亿吨公里，均呈现下降趋势。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 10 公司主要货运经营指标情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
货运车辆（辆）	5895	5812	5223	4812
公路货运量（万吨）	2078	1759	1789	177
货物周转量（亿吨公里）	45	42	35	8

资料来源：公司提供

汽车维修及配件销售

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。2019 年及 2020 年 1—3 月，山西汽运汽车维修及配件销售收入分别为 8.19 亿元和 2.13 亿元，2019 年收入规模下降主要系亏损 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，现有业务模式可能会存在市场波动风险；近年来公司现代物

流收入下降较快，2019 年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。

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 23 个煤炭发运站点，分布在山西省境内 10 个地市，在煤炭运销领域拥有一定优势。

公司煤炭贸易采取自营与代发相结合的方式。自营模式为公司自行组织上游煤源和下游客户并承担发运工作，公司将承担煤炭采购与销售价格变动带来的风险；代发模式为下游客户已经组织好上游煤源，由公司代为发运并收取一定发运费用，此种模式公司不承担市场风险；两种模式的煤炭贸易量占比基本各占 50%。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%。

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。

（4）新能源业务

公司新能源板块包括新材料业务和天然气销售业务。2019 年以来，公司新能源板块主要来源于加气站的天然气销售收入，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。

公司新能源板块包括新材料业务和天然气销售业务，2019 年以来，公司新能源板块主要来源于加气站的天然气销售收入，新材料业务板块已逐步弱化。

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。

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

近年来，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、不动产等可办理抵押质押的标的），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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，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。

截至 2020 年 3 月底，公司有纳入合并范围的二级子公司 16 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，关停 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，总体看，2017—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

近年来，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，公司资产的流动性较弱，资产质量尚可。

2017—2019 年，公司资产规模有所增长，年均复合增长 7.28%。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%，主要资产构成详见下表。

表 11 2017—2020 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54.05	5.93	107.01	10.57	143.98	13.72	145.96	13.60
应收票据及应收账款	31.23	3.42	27.64	2.73	19.33	1.84	24.49	2.28
预付款项	20.30	2.23	23.16	2.29	26.09	2.49	30.89	2.88
其他应收款	84.25	9.24	111.62	11.03	112.07	10.68	--	--
存货	42.46	4.66	50.81	5.02	52.63	5.01	66.30	6.18
流动资产合计	313.14	34.34	353.87	34.96	370.60	35.31	389.48	36.29
可供出售金融资产	365.41	40.07	379.09	37.46	387.69	36.94	386.57	36.02
长期股权投资	42.88	4.70	62.11	6.14	75.96	7.24	75.96	7.08
固定资产	77.35	8.48	99.48	9.83	92.32	8.80	90.93	8.47

在建工程	72.57	7.96	72.96	7.21	77.79	7.41	84.29	7.85
非流动资产合计	598.78	65.66	658.25	65.04	678.90	64.69	683.68	63.71
资产总计	911.92	100.00	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

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 8.79%。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。

2017—2019 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 63.21%。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。

2017—2019 年，公司应收账款分别为 24.05 亿元、21.08 亿元和 19.33 亿元。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。

表 12 2019 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	25511.85	11.25
黄陵县南川一号煤炭实业有限公司	8227.14	3.63
北京安利博发投资有限公司	7623.40	3.36
大德汇通供应链管理(天津)有限公司	7899.23	3.48
中机国能电力工程有限公司	6535.92	2.88
合 计	55797.54	24.60

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司预付款项不断增长，年均复合增长 13.39%。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。

2017—2019 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 16.21%。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。

表 13 2019 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	32.15	政府贴息	1 年以内、1-2 年	27.56
太原铁路局太原枢纽建设指挥部	15.80	暂付南站投资款	3-4 年	13.54
山西宏盛能源开发投资集团有限公司	3.13	外部欠款	5 年以上	2.68
山西宏图化工工程设计有限公司	5.04	预付购房款	5 年以上	4.32
晋城市财政局	0.99	政府补贴款	1 年以内	0.85
合 计	54.13	--	--	48.95

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货年均复合增长 11.34%。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。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产年均复合增长 6.48%。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。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产年均复合增长 3.00%。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。

2017—2019 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 33.10%。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。

2017—2019 年，公司固定资产年均复合增长 9.24%。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%。

2017—2019 年，公司在建工程年均复合增长 3.53%。2019 年底，公司在建工程 77.79 亿元，较 2018 年底增长 6.62%，主要系对太原高铁、静乐至静游地方铁路项目、长子南煤炭发运站铁路专线、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。

2017—2019 年，公司其他非流动资产有所波动，分别为 18.15 亿元、19.46 亿元和 19.12 亿元，主要由太中银铁路项目和委托贷款构成。

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. 负债及所有者权益

近年来，受发行永续债券和财政注资带动公司所有者权益持续增长，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；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，公司面临存在较大短期偿付压力，整体债务负担适中。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 19.93%。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。

2017—2019 年，公司资本公积波动中有所下降，年均复合下降 9.08%。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。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近年来公司陆续发行的永续债，截至 2019 年底总额为 65.00 亿元，具体构成如下表。

表 14 2019 年底公司其他权益工具情况
(单位：年、%、亿元)

债券简称	起息时间	期限	利率	余额
15 山西交投 MNT001	2015-10-28	5+N	5.50	30.00
16 山西交投 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

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

2017—2019 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 1.64%。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。

2017—2019 年，公司流动负债年均复合增长 14.47%。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。

2017—2019 年，公司短期借款年均复合下降 4.49%，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。

2017—2019 年，公司应付账款年均复合下

降 7.49%，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%。

2017—2019 年，公司其他应付款有所波动，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。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 33.20%，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%。

2017—2019 年，公司非流动负债有所下降，年均复合下降 7.08%。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。

2017—2019 年，公司长期借款快速下降，年均复合下降 25.50%。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。

2017—2019 年，公司应付债券波动中有所增长，年均复合增长 6.44%，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。

2017—2019 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 117.89%。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。

2017—2019 年，公司递延收益快速增长，年均复合增长 78.99%。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。

2017—2019 年，公司全部债务波动增长，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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	129.28	145.49	199.99	207.64
长期债务	389.88	360.84	320.86	329.66
全部债务	519.16	506.33	520.85	537.30
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
长期债务资本化比率（%）	59.53	51.41	45.70	46.30

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入有所下降，主业盈

利能力有限，公司利润主要来源于政府补助及投资收益。

2017—2019 年，公司营业收入年均复合下降 3.19%，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%。

2017—2019 年，公司期间费用分别为 14.52 亿元、17.14 亿元和 18.98 亿元，2019 年，公司期间费用总额较 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。近三年，公司期间费用占营业收入比重波动下降，分别为 5.67%、6.89% 和 7.91%。

2017—2019 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 34.47%，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。2017—2019 年，除政府贴息外，公司收到计入损益的政府补助分别为 2.05 亿元、3.55 亿元和 7.73 亿元。同期，公司利润总额不断增长，分别为 2.11 亿元、2.48 亿元和 4.17 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	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	256.03	248.68	239.96
期间费用	14.52	17.14	18.98
营业利润	1.63	2.28	4.32
其他收益	2.05	3.55	7.73
利润总额	2.11	2.48	4.17
营业利润率	5.62	6.17	5.42
总资本收益率	4.14	4.22	4.62
净资产收益率	0.34	0.38	0.67

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，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

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。

经营活动方面，2017—2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所增长，分别为240.30亿元、247.53亿元和209.51亿元；现金收入比有所波动，分别为93.86%、99.54%和87.31%，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197.74亿元、193.80亿元和179.78亿元。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。2017—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为9.70亿元、28.20亿元和10.55亿元。

2017—2019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波动增长，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。2017—2019年，公司投资活动现金流量体现为大额净流出，且净流出规模波动下降，分别为-32.20亿元、-53.85亿元和-25.70亿元。

2017—2019年，公司筹资活动现金流入量波动下降，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15.00亿元、8.77亿元和6.50亿元；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波动增长，分别为206.88亿元、234.26亿元和232.96亿元，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。2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额分别为19.14亿元、26.99亿元和24.60亿元。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	290.01	299.96	288.73
经营活动现金流出量	280.32	271.76	278.18
经营活动现金流量净额	9.70	28.20	10.55
现金收入比	93.86	99.54	87.31
投资活动现金流量净额	-32.20	-53.85	-25.70
筹资活动现金流量净额	19.14	26.99	24.60

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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

公司长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，近年来，公司流动比率及速动比率呈现不断下降态势，2019年底分别为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。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA不断增长，2019年为48.16亿元；全部债务/EBITDA不断下降，2019年为10.82倍。

表 18 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	127.47	125.87	115.14
	速动比率（%）	110.18	107.79	98.78
	经营现金流动负债比（%）	3.95	10.03	3.28

	现金类资产/短期债务（倍）	1.08	0.98	0.77
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	39.37	43.49	48.16
	全部债务/EBITDA（倍）	13.19	11.64	10.82
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.18	1.21	1.23

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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。

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为 10.00 亿元，相当于 2020 年 3 月底公司长期债务的 3.03%，全部债务的 1.86%。

2020 年 3 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 64.37%、58.42%和 46.30%，以公司 2020 年 3 月底报表财务数据为基础，并考虑公司 2020 年 3 月以来发行的债券合计 50.00 亿元，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 66.26%、60.97%和 50.47%，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有息债务，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

2017—2019 年, 公司 EBITDA 分别为 39.37 亿元、43.49 亿元和 48.16 亿元, 分别为本期中期票据拟发行规模的 3.94 倍、4.35 倍和 4.82 倍, 公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力一般。

2017—2019 年, 公司经营活动现金的流入量分别为 290.01 亿元、299.96 亿元和 288.73 亿元, 为本期中期票据拟发行规模的 29.00 倍、30.00 倍和 28.87 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

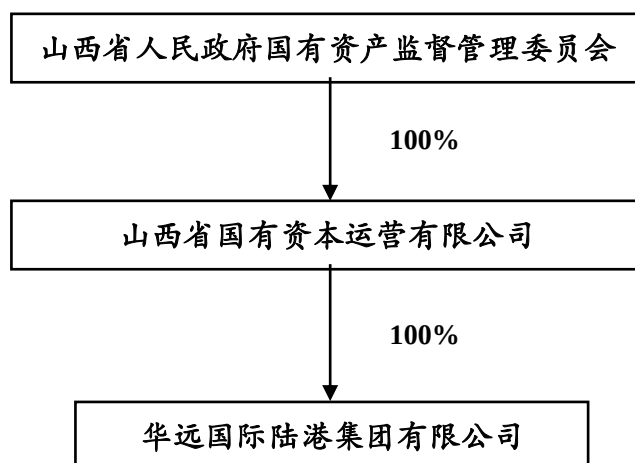
公司是山西省地方铁路的投资建设及运营主体, 以铁路投资运营、现代物流和现代服务业为主要业务。

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、资本金注入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, 公司资产规模保持稳定增长, 整体资产质量尚可, 整体盈利能力一般, 公司债务规模波动增长, 债务负担适中, 存在较大短期债务偿还压力; 考虑未来铁路项目投资规模较大, 公司外部融资需求较强。

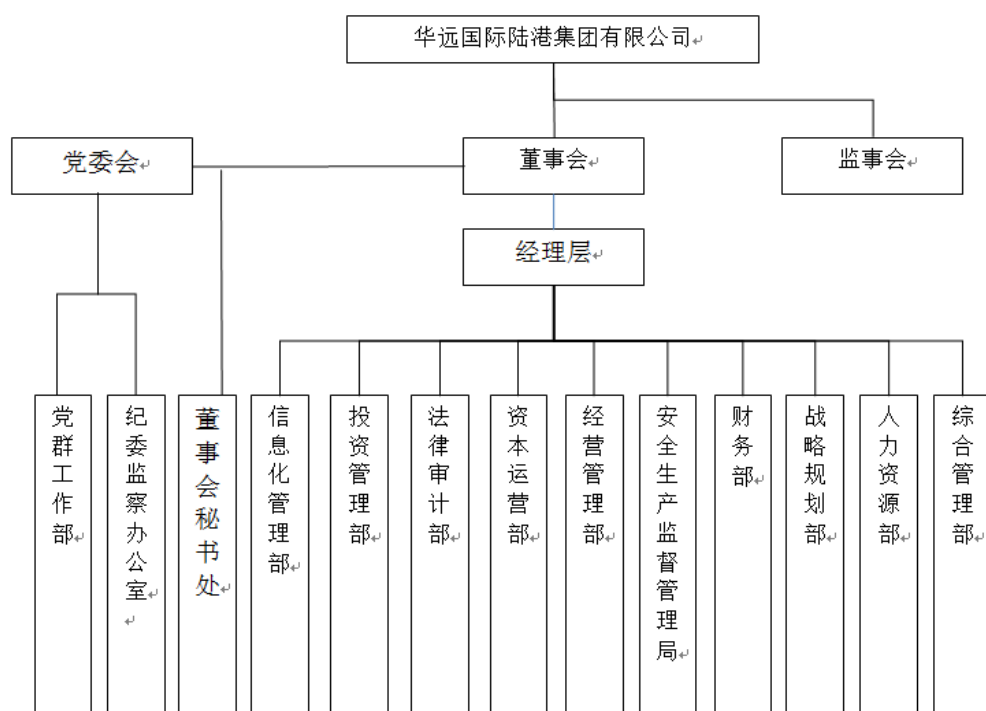
公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度好。未来, 随着公司转型升级和现代物流业务多元化发展, 公司的经营实力或将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估, 联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

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 2-1 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
总资产收益率(%)	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长期债务；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 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

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 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	营业利润/营业收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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

联合资信评估股份有限公司关于 华远国际陆港集团有限公司 2020 年度第二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。