

华远国际陆港集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4438号

联合资信评估股份有限公司通过对华远国际陆港集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华远国际陆港集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华远陆港 MTN001”“23 华远陆港 MTN001”“23 华远陆港 MTN004”“23 华港 02”和“24 华港 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月二十七日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受华远国际陆港集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

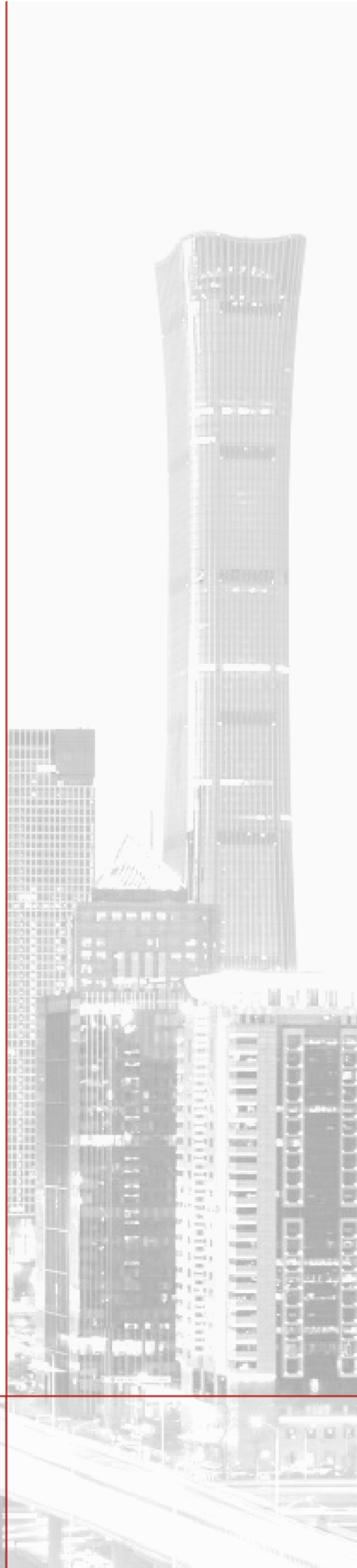
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



华远国际陆港集团有限公司 2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
华远国际陆港集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/27
21 华远陆港 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 华远陆港 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 华远陆港 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 华港 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 华港 02	AAA/稳定	AAA/稳定	

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，承担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；山西省作为中国重要的煤炭能源生产及输出大省，经济总量和一般公共预算收入持续增长。2023 年，公司营业总收入较快增长，业务以铁路运营、现代物流业和现代服务业三大板块为主。公司代表山西省政府进行铁路项目投入，在建铁路项目尚需投资额较大，已完工铁路项目投资回报率很低；随着货运业务的布局及市场逐步开拓，公司汽车运输相关收入和网络货运业务收入保持增长，但盈利空间有限；现代物流业务以煤炭贸易为主、钢材及非煤矿产类贸易为辅，得益于煤炭市场行情的持续向好，公司煤炭贸易收入持续增长，带动现代物流业收入快速增长，但毛利率水平较低；其他业务主要包括新能源新材料产业和金融服务业务，收入及毛利率均有所提升，对公司收入及利润形成有益补充。公司资产持续增长，货币资金充裕，对地方铁路投资形成的股权投资类资产占比较大，同时少部分其他应收款面临较大的回收风险，整体资产质量较好；债务规模持续增长，债务负担仍较重，短期偿债指标表现较强，长期偿债指标表现尚可，间接融资渠道通畅，但存在一定的或有负债风险。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金注入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

评级展望

山西省是中国重要的煤炭能源生产及输出大省，公司在山西省地方铁路投资建设及运营领域具备显著的竞争优势。未来，随着山西省经济的发展、运输需求的增长，公司的经营实力有望维持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司核心资产被划出，政府支持程度减弱，融资环境恶化。

优势

- **外部发展环境良好。**山西省是中国重要的煤炭能源生产及输出大省，2023 年，山西省经济实力稳步增强，分别实现地区生产总值（GDP）和一般公共预算收入 25698.18 亿元和 3479.15 亿元，分别较上年增长 5.0%和 0.7%。
- **区域竞争优势显著。**公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体和山西省内唯一的地方铁路运输公司，在山西省铁路运输领域具有显著的竞争优势。
- **持续获得有力的外部支持。**公司在资金注入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。2023 年，山西省财政厅向公司拨付铁路建设专项预算资金 70.90 亿元。同期，公司获得政府补助 10.22 亿元，收到山西省政府财政贴息 26.87 亿元。

关注

- **债务负担较重。**截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 742.64 亿元，较 2022 年底增长 6.16%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.59%和 55.93%。
- **铁路建设项目投资回报率很低。**截至 2023 年底，公司参与的重大铁路建设投资项目已完成投资额 640.00 亿元，2021—2022 年均未实现投资收益，2023 年实现投资收益 0.04 亿元，投资回报率很低。
- **铁路沿线土地综合开发项目未来去化情况有待关注。**截至 2023 年底，公司在建铁路沿线土地综合开发项目计划总投资 163.21 亿元，已投资 142.77 亿元，已销售规模约 81.18 亿元。公司该板块投资规模较大，在房地产行业深度调整的背景下，公司开发项目未来去化情况有待关注。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208
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	

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AAA

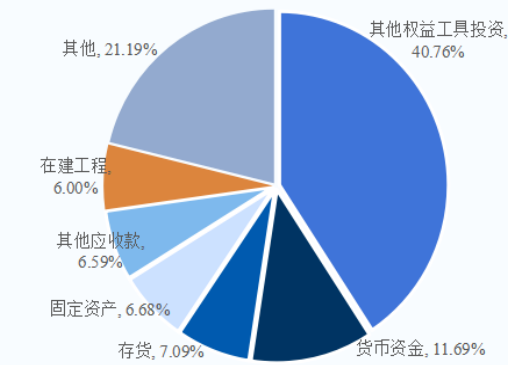
注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

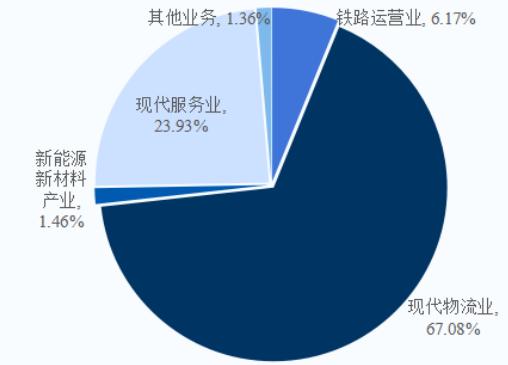
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	193.02	227.11	229.74
资产总额（亿元）	1434.92	1547.82	1564.50
所有者权益（亿元）	512.22	584.92	585.25
短期债务（亿元）	181.13	268.30	273.61
长期债务（亿元）	518.41	457.05	469.03
全部债务（亿元）	699.54	725.35	742.64
营业总收入（亿元）	478.62	556.86	112.92
利润总额（亿元）	7.92	8.58	1.29
EBITDA（亿元）	32.31	34.43	--
经营性净现金流（亿元）	20.20	16.25	-6.07
营业利润率（%）	3.82	3.93	3.54
净资产收益率（%）	0.87	0.72	--
资产负债率（%）	64.30	62.21	62.59
全部债务资本化比率（%）	57.73	55.36	55.93
流动比率（%）	147.82	125.64	125.13
经营现金流动负债比（%）	5.40	3.39	--
现金短期债务比（倍）	1.07	0.85	0.84
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.65	21.06	--
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	1006.55	1053.92	1082.97
所有者权益（亿元）	391.74	468.22	469.17
全部债务（亿元）	487.79	443.00	439.60
营业总收入（亿元）	1.43	4.80	1.05
利润总额（亿元）	0.36	6.38	0.33
资产负债率（%）	61.08	55.57	56.68
全部债务资本化比率（%）	55.46	48.62	48.37
流动比率（%）	115.06	74.53	73.08
经营现金流动负债比（%）	1.26	0.79	--

注：1.公司 2024 年 1—3 月财务报表未经审计；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.本报告已将其其他应付款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分调整至全部债务核算
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

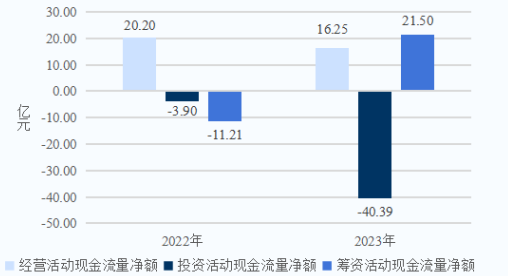
2023 年底公司资产构成



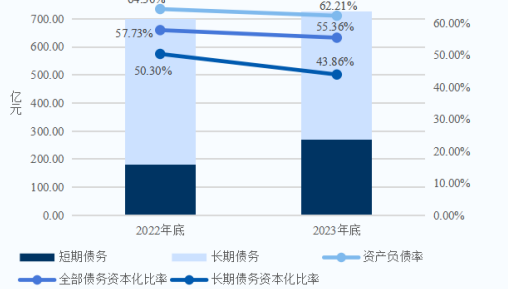
2023 年公司收入构成



2022—2023 年底公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
21 华远陆港 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/11/30	交叉保护条款、调整票面利率选择权、回售选择权
23 华远陆港 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/03/22	调整票面利率选择权、回售选择权
23 华远陆港 MTN004	9.00 亿元	9.00 亿元	2028/12/18	调整票面利率选择权、回售选择权
23 华港 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/08/03	调整票面利率选择权、回售选择权
24 华港 02	20.00 亿元	20.00 亿元	2029/03/25	--

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
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 华港 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/15	张婷婷 张 昶	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 华远陆港 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/12/13	张婷婷 李凯田	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	--
23 华港 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/26	张婷婷 许狄龙	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
21 华远陆港 MTN001、23 华远陆港 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/26	张婷婷 李凯田	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 华远陆港 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/03/10	张婷婷 张 博	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
21 华远陆港 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/11/23	张婷婷 张 博	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张婷婷 zhangtt@lhratings.com

项目组成员：张 昶 zhangchang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司成立于 2009 年 9 月，初始注册资本 60 亿元，实收资本 30 亿元。后经多次股权划转及增资，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本 231.30 亿元¹，实收资本 251.30 亿元，山西省国有资本运营有限公司（以下简称“晋国资”）、山西省财政厅和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）分别持股 90.19%、9.05% 和 0.76%，公司控股股东为晋国资，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”）。

公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，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。跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设规划投资部、财务管理部、经营管理部等职能部门；拥有纳入合并范围的二级子公司共 22 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 1547.82 亿元，所有者权益 584.92 亿元（含少数股东权益 119.02 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 556.86 亿元，利润总额 8.58 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 1564.50 亿元，所有者权益 585.25 亿元（含少数股东权益 119.09 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 112.92 亿元，利润总额 1.29 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：谷建春。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕；“23 华远陆港 MTN004”“23 华港 02”和“24 华港 02”尚未到付息日，其余债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2024 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 华远陆港 MTN001	10.00	10.00	2021/11/30	5（3+2）年
23 华远陆港 MTN001	10.00	10.00	2023/03/22	5（3+2）年
23 华远陆港 MTN004	9.00	9.00	2023/12/18	5（3+2）年
23 华港 02	10.00	10.00	2023/08/03	5（3+2）年
24 华港 02	20.00	20.00	2024/03/25	5 年
合计	59.00	59.00	--	--

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

¹ 公司尚未完成工商变更登记

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

铁路是国家重要的交通基础设施和民生工程，在促进乡村振兴、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本等方面具有重要作用。长距离、大运量、绿色环保等是铁路运输的主要优势，铁路发展受到中央和地方各级政府的高度重视。随着铁路大规模建设，中国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度持续增加。根据中国国家铁路集团有限公司 2023 年统计公报，截至 2023 年底，全国铁路路网密度增至 165 公里/万平方公里。但全国各地区路网密度差异较大，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路路网密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路路网密度较低，中国铁路网络仍有待完善。2023 年，中国铁路客运量创 2019 年以来新高；中国铁路积极适应市场形势变化，全力推动增运上量，货运量实现平稳增长。2023 年，中国铁路投资额实现触底反弹，改变了此前年度投资规模连降趋势。

长期来看，随着城镇化水平和居民消费水平的提高，中国铁路客运需求有望保持增长；中国经济长期向好的基本趋势将对铁路货物运输需求形成有力支撑，伴随铁路向现代物流转型的进一步实现，货运指标将保持平稳增长。同时，中国铁路网络仍有较大投资空间，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。国家对铁路行业的发展高度重视并给予各项政策支持，整体看，中国铁路行业发展前景良好。完整版铁路运输行业分析详见《2024 年铁路运输行业分析》。

2 区域环境分析

山西省作为中国重要的煤炭能源生产及输出大省，拥有丰富的自然资源，逐步形成了以采矿和钢材冶炼为主导的产业体系，焦炭、生铁、粗钢、钢材等产量居全国前列。2023 年，山西省经济总量和一般公共预算收入持续增长，但固定资产投资增速下降，受房地产行情拖累政府性基金收入持续下降。

山西省位于中国华北地区，是中国实施中部崛起战略的重点区域，也是连接中西部地区与京津冀及环渤海地区的重要通道，地理位置优越。2023 年底，山西省常住人口 3465.99 万人，较 2022 年底减少 15.36 万人。其中，城镇常住人口 2252.01 万人，占常住人口比重为 64.97%，较 2022 年底基本持平。

山西省区域经济属于典型的资源依赖型经济，作为中国重要的能源大省，山西省省内拥有丰富的煤炭、铝土、铁等自然资源。同时，山西省地处中西部能源经济圈的中心，是蒙西、陕北、宁夏煤炭的主要运输通道，拥有四条西气东输主干管道穿越省境，也是煤炭能源输出大省，其交通网络承担着全国 60%以上的煤炭外运任务，并以铁路运输和公路运输为主。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。

山西省是矿产资源开发利用大省，在中国矿业经济中占有重要的地位。山西省已发现的矿种达 120 种，其中探明资源储量的矿产 63 种。与中国同类矿产相比，资源储量居全国第一位的矿产有煤层气、铝土矿、耐火粘土、镁矿、冶金用白云岩共 5 种，保有资源储量居全国前十位的矿产包括煤、煤层气、铝土矿、铁矿、金红石等 32 种。其中，煤炭保有资源储量 2709.01 亿吨，占中国保有资源储量的 17.3%；煤层气剩余经济可采储量为 2304.09 亿立方米。依托丰富的煤炭资源优势及便利的交通条件，近年来，山西省逐步形成了以采矿和钢材冶炼为主导的产业体系，焦炭产量居全国第 1 位，生铁、粗钢、钢材等产量居全国前列。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。

“十三五”期间，随着大张高铁、郑太高铁等建成投运，山西省铁路营运里程增加 1161 公里。“十四五”期间，山西省将利用太中银铁路开行动车组列车，建设集宁经大同至原平、雄安新区至忻州、太原铁路枢纽客运东环线阳曲西至太原南段新建工程等高速铁路项目，开工建设太原至绥德、长治至邯郸至聊城等高速铁路，推进韩城至河津至侯马至晋城、运城至三门峡高速铁路项目、阳涉铁路电气化改造等前期工作，开展大同至雄安、呼和浩特至朔州高速铁路项目前期研究。

图表 2·山西省地区经济情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
GDP（亿元）	25584.00	25698.18	5399.56

GDP 增速 (%)	4.4	5.0	1.2
固定资产投资增速 (%)	5.5	-6.6	6.2
三产结构	5.2:54.1:40.9	5.4:51.9:42.7	3.2:46.3:50.6
人均 GDP (万元)	7.37	7.40	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《山西省 2023 年国民经济和社会发展统计公报》，2023 年山西省地区生产总值同比持续增长，增速同比有所提升。其中，2023 年，山西省第一产业增加值 1388.86 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 13329.69 亿元，增长 5.1%；第三产业增加值 10979.64 亿元，增长 5.0%。2023 年，山西省人均地区生产总值 7.40 万元。

2023 年，山西省固定资产投资（不含跨省、农户）同比下降 6.6%。其中，第一产业投资同比下降 6.1%，第二产业投资同比下降 3.9%，第三产业投资同比下降 8.6%；基础设施投资同比下降 18.1%，民间投资同比下降 9.0%。工业投资中，制造业投资同比下降 11.7%、采矿业同比投资增长 21.3%。2023 年，山西省房地产开发投资 1751.5 亿元，同比下降 0.7%；其中，住宅投资 1416.5 亿元，同比增长 1.5%。

图表 3 • 山西省地区财政情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
一般公共预算收入 (亿元)	3453.99	3479.15	893.8
一般公共预算收入增速 (%)	21.8	0.7	-16.0
税收收入 (亿元)	2696.55	2556.83	616.1
税收收入占一般公共预算收入比重 (%)	78.07	73.49	68.93
一般公共预算支出 (亿元)	5876.50	6351.17	1374.9
财政自给率 (%)	58.78	54.78	65.01
政府性基金收入 (亿元)	628.98	601.77	/
地方政府债务余额 (亿元)	6285.79	7082.52	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《关于山西省 2023 年全省和省本级预算执行情况与 2024 年全省和省本级预算草案的报告》，2023 年山西省一般公共预算收入较为稳定，税收占比较高。同期，山西省一般公共预算支出有所增长，财政自给能力一般。2023 年，山西省政府性基金收入受土地市场行情影响继续下降。截至 2023 年底，山西省政府债务余额为 7082.52 亿元，较上年底有所增长。

根据山西省人民政府网站公布的 2024 年一季度全省主要经济指标完成情况，2024 年一季度，山西省地区生产总值为 5399.56 亿元，按不变价格计算，同比增长 1.2%。其中，第一产业增加值为 169.94 亿元，增长 5.4%；第二产业增加值为 2500.02 亿元，下降 0.3%；第三产业增加值为 2729.60 亿元，增长 2.1%。同期，山西省固定资产投资增长 6.2%。分产业看，第一产业投资增长 10.5%，第二产业投资增长 13.9%，第三产业投资增长 1.0%。2024 年一季度，山西省一般公共预算收入 693.8 亿元，同比下降 16.0%，其中税收收入完成 616.1 亿元，同比下降 16.0%；一般公共预算支出完成 1374.9 亿元，同比增长 3.8%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

企业规模和竞争力方面，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“山西铁路”）是山西省内唯一的地方铁路运输企业，其所经营的地方铁路线路主要分布在霍西煤田、河东煤田、宁武煤田和沁水煤田的腹地，均与国铁干线连接，也是陕西省、内蒙古自治区等地煤炭入境山西铁路运输的纽带。截至 2023 年底，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，2023 年货物发运量 3388.17 万吨。除实际控制的铁路外，山西铁路还与太原市铁路局共同出资成立大同地方铁路有限责任公司（以下简称“大同铁路”），代为管理包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线等 39 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”）拥有遍布全省各地市的客运站点，形成了客运网络经营优势，行业竞争力明显，客运线路和货运线路都已经通达了全国 23 个省。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：1401010001187993），截至 2024 年 5 月 15 日，公司本部已结清和未结清的信贷记录中无不良或关注类贷款记录。

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

截至本报告出具日，公司子公司山西能投国际贸易有限公司和晋鲁国际能源投资有限公司存在被列为失信被执行人的相关情况，系相关贸易业务纠纷形成，截至 2023 年底，未履行金额合计约 2077.66 万元。除此以外，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，根据《山西省人民政府关于梁军等 4 人免职的通知》（晋政任〔2024〕9 号），山西省政府决定免去张勇的公司专职外部董事职务；根据《山西省人民政府关于杨志贵等 11 人任免职务的通知》（晋政任〔2024〕16 号），山西省政府决定任命周刚为公司专职外部董事。上述人员变动属于公司正常人事变动，对公司偿债能力无重大不利影响。公司法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

公司承担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。2023 年，公司营业总收入较快增长，主要来自现代物流业收入和现代服务业收入的增长。具体来看，公司营业总收入仍以铁路运营业、现代物流业和现代服务业三大板块为主，合计占比为 97.18%。毛利率方面，2023 年，公司综合毛利率基本保持稳定。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 112.92 亿元，相当于 2023 年全年的 20.28%；综合毛利率较 2023 年有所下降。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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	37.16	7.76%	18.54%	34.34	6.17%	18.96%	7.34	6.50%	15.71%
现代物流业	313.41	65.48%	2.58%	373.57	67.08%	1.77%	82.56	73.11%	1.69%
现代服务业	117.59	24.57%	1.23%	133.27	23.93%	2.79%	19.73	17.47%	2.16%
新能源新材料产业	6.28	1.31%	13.22%	8.11	1.46%	14.62%	2.16	1.91%	9.14%
金融服务业	4.19	0.88%	54.89%	7.58	1.36%	70.07%	1.13	1.00%	94.39%
合计	478.62	100.00%	4.09%	556.86	100.00%	4.19%	112.92	100.00%	3.76%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

（1）铁路投资与运营

公司代表山西省政府进行铁路项目投入，在建铁路项目尚需投资额较大，已完工铁路项目投资回报率很低。2023 年，公司铁路运营业务收入有所下降，毛利率小幅上升。

铁路投资方面，公司作为山西省出资人代表参与国家级重点铁路的建设与运营。具体方式为公司与国铁集团合资建设经国家发改委和原铁道部批复的山西境内铁路项目，共同出资成立由国铁集团控股的合资铁路公司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 and 国铁集团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 2023 年底，公司已参与投资建设 11 条铁路及太原南站枢纽等 3 个铁路配套建设项目，计划总投资 4114.78 亿元，需由公司代表山西省政府直接投入资金 688.69 亿元，公司已完成投资 640.00 亿元，未来尚需投资 49.08 亿元；公司拟建铁路项目为太绥高铁，项目计划总投资 652.29 亿元，需由公司代表山西省政府出资规模尚未确定。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、财政贴息等方式对公司进行支持，2023 年公司收到山西省财政厅拨付的铁路建设专项预算资金 70.90 亿元，计入“资本公积”。

图表 5 • 截至 2023 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	公司持股比例（%）	公司已完成投资	项目状态
大西铁路	963.30	755.55	151.11	31.37	151.11	已完工
中南铁路	1037.91	573.38	103.80	20.00	103.80	已完工
吕临支线	22.10	22.10	4.42	40.00	4.81	已完工
太兴铁路	85.94	85.94	12.89	25.56	12.89	已完工
黄韩侯铁路	22.04	22.04	1.50	7.50	1.50	已完工
太原南站枢纽	99.35	99.35	12.99	--	12.99	已完工
太中银铁路	303.20	113.38	11.71	--	11.71	已完工
阳大铁路	45.79	45.79	12.44	39.16	12.44	已完工
大张铁路	180.50	152.76	61.40	40.19	61.40	已完工
太焦铁路	431.30	392.22	123.10	61.41	123.10	已完工
太中银铁路开行动车	4.60	4.60	2.30	50.00	2.30	已完工
阳涉铁路开通客运服务	7.05	7.05	2.63	43.97	2.16	在建
集大原铁路	339.30	248.21	130.30	74.99	108.74	在建
雄忻铁路	572.40	192.06	58.10	60.46	31.05	在建
太绥高铁	652.29	559.35	待定	待定	--	拟建
合计	4767.07	3273.78	688.69	--	640.00	--

注：1.太原南站枢纽并未成立项目公司，各方按照约定比例出资，项目完工结算后太原南站项目股权将被划分至大西铁路等项目公司名下，出资方以获得项目公司股权的方式实现对南站的投资，所以在表中未体现各方股权占比；2 太中银铁路项目公司已投入资本金 11.71 亿元（未包含开行动车组 2.30 亿元出资），已完成计划投资，但该项目仍未最终核算，各方股权占比仍待核算之后确定；3. 集大原项目即“新建集宁经大同至原平铁路项目”，2019 年取得国家发改委批复，是在原“大同-原平”项目基础上新设计审批的项目，因此 2017 年开始大原铁路项目投资均统计入已投资金额；4.阳涉铁路开通客运服务项目已接近完工，后续待投资规模小
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2023 年底，公司已完成的铁路投资项目包括大西铁路、中南铁路、吕临铁路、太兴铁路、黄韩侯铁路、太原南站等，上述项目已完成投资额 498.05 亿元，2021—2022 年均未实现投资收益，2023 年实现投资收益 0.04 亿元，投资回报率很低。

铁路运营方面，公司铁路运营业务主要由全资子公司山西铁路运营。山西铁路经营管理的地方铁路线主要分布在霍西煤田、河东煤田、宁武煤田和沁水煤田的腹地，均与国铁干线连接，也是陕西、内蒙古等地煤炭入境山西铁路运输的纽带。截至 2023 年底，山西铁路实际控制的地方铁路主要有孝义—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。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，2023 年，上述三大铁路货物发运量同比增长 10.72%，运营收入同比下降 5.09%。

图表 6 • 公司主要地方铁路运营情况

铁路线	运营里程（公里）	货物发运量（万吨）		营业收入（亿元）	
		2022 年	2023 年	2022 年	2023 年
孝柳铁路	116.00	1900.40	2320.16	24.59	23.13
宁静铁路	93.64	415.00	364.39	0.59	0.81
武沁铁路	118.00	744.65	703.62	3.69	3.47
合计	327.64	3060.05	3388.17	28.88	27.41

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

除上述孝柳铁路、宁静铁路、武沁铁路外，山西铁路与太原铁路局共同设立了大同铁路，大同铁路是公司太原铁路局联合经营、管理的铁路专用线，但该部分产权不属于公司，由太原铁路局持有。大同铁路对部分铁路代为经营管理，主要铁路线路包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线、山西晋鑫泰煤炭运销有限责任公司专用线、胡会煤站专用线等 39 条。公司代管代维护铁路业务在收到客户运费后，按照 20%~30%的比例返还产权单位，剩余部分计入主营业务收入，主营业务成本包括支付给太原铁路局各业务单位的有关人工费、材料费等。2023 年，公司代管线路铁路运营收入约 5.09 亿元，较上年同比下降 38.53%。同期，公司铁路运营业务收入同比有所下降，毛利率小幅上升。

（2）现代服务业

2023 年，随着货运业务的布局及市场逐步开拓，公司汽车运输相关收入和网络货运业务收入保持增长，但盈利空间有限；铁路沿线房地产开发项目未来去化情况有待关注。

公司现代服务业业务以汽车运输业务和网络货运业务为主，此外还包含进出口加工及跨境业务、驾校、铁路沿线土地综合开发业务、物业管理服务等多个子板块。2023 年，汽车运输业务和网络货运业务收入均保持增长；公司现代服务业收入及毛利率同比有所提升，主要系随着经济形势的逐步恢复，公司扩大相关业务规模所致。

① 汽车运输业务

汽车运输业务主要由子公司山西汽运经营，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，2023 年公司汽车运输收入较快增长。

图表 7 • 汽车运输相关收入主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年		2023 年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
客运	2.98	5.01	4.24	6.36
货运	50.86	85.51	53.38	80.13
汽车修理及配件销售	5.64	9.48	9.00	13.51
合计	59.48	100.00	66.62	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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。2023 年以来，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，2023 年，客运业务收入较上年增长 42.28%，主要系客运量增长所致。

图表 8 • 公司主要客运经营指标情况

项目名称	2022 年	2023 年
客运车辆（辆）	8010	8048
客运站（个）	122	119
公路客运量（亿人）	0.79	1.23
货运车辆（辆）	5557	5472
公路货运量（万吨）	7964.45	6746.82

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

货运方面，2021 年以来，公司加大了对货运车辆的采购及市场开拓，主要运输产品包含煤炭、铁矿砂等。公司货运业务结算方式分为两种，一种为下游客户先支付 50%~100% 的预付款，支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，具体支付比例视公司的议价能力而定，未全额支付货款的下游客户一般在 1~2 个月内付全款；另一种为货到付款。货运费率由山西汽运各子公司参考市场价格后单独议价，因运输货物的不同，价格各不相同。2023 年，公司货运车辆和货运量同比分别下降 1.53% 和 15.29%；货运收入同比有所增长，主要系货运费率有所提升所致，货运收入是汽车运输业务最主要的收入来源。

汽车维修及配件销售业务方面，山西汽运所经营的汽车维修及配件销售业务主要包括汽车维修、检修和配套销售等全方位服务。2023 年，山西汽运汽车维修及配件销售收入有所增长，系该业务主要用于供应内需所致。截至 2023 年底，公司已拥有 29 个汽车维修厂站，遍布山西省各地市，其各类特约维修服务站 184 个。近年来，公司还拓展了汽车 4S 店业务，建设了包含标志、雪铁龙、江淮、解放、东风、重汽等国内知名品牌在内的 4S 店共计 7 个，在山西省内的汽车维修及配件销售领域具有一定地位。

② 网络货运业务

网络货运业务主要由子公司华远陆港网络货运（山西）有限公司（以下简称“网络货运公司”）负责，网络货运公司成立于 2020 年 9 月，注册资本 4.50 亿元，已建成华远国际陆港联运生态园，并开发了“陆港通”和“陆港运”多式联运平台，利用多式联运、无船承运等技术优势，加快数智化转型升级，实现物流产业高度融合的集装箱多式联运服务。2023 年，网络货运公司实现营业收入 68.86 亿元，实现净利润 0.34 亿元。

③ 铁路沿线土地综合开发业务

此外，近年来，公司开始对铁路沿线土地进行房地产开发业务。截至 2023 年底，公司主要在建房地产开发项目 10 个，计划总投资 163.21 亿元，已投资 142.77 亿元，已销售规模约 81.18 亿元；公司暂无拟建项目。公司房地产开发项目未来去化情况有待关注。

图表 9 • 公司主要房地产开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	性质	总投资	已投资
宝佳瑞景花园项目一期	住宅、商业	12.78	12.51
宝佳瑞景花园项目二期	住宅、商业	7.07	4.75
宝佳长风近山庭院项目	住宅	7.80	8.00
宝佳龙城壹号项目	住宅 车位 储藏室 商业	18.81	19.16
宸悦府	房地产开发	35.70	22.95
泰瑞城项目	房地产	19.83	21.54
怡和·天润园	住宅	8.35	12.64
怡和·天誉	住宅商业综合体	19.50	20.73
怡和·清徐国际教育小镇	住宅教育商业综合体（商住区）	22.27	12.98
宝佳瑞景花园项目三期	住宅、商业	11.10	7.51
合计	--	163.21	142.77

注：部分项目存在实际投资超概情况
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）现代物流业

公司现代物流业务以煤炭贸易为主、钢材及非煤矿产类贸易为辅。2023 年，得益于煤炭市场行情的持续向好，公司煤炭贸易收入保持增长，带动现代物流业收入快速增长，但毛利率水平较低。

公司贸易品种以煤炭为主，其他贸易品种种类较多，主要概括为钢材、化工产品和非煤矿产三类。2023 年，公司现代物流业收入同比增长 19.20%，主要系煤炭贸易及非煤贸易收入增长所致；现代物流业毛利率同比下降 0.81 个百分点，主要系当期大宗商品价格波动较大所致。

图表 10 • 公司主要贸易品种销售情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
煤炭	197.78	232.55
非煤贸易	60.46	69.76
合计	258.24	302.31

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

煤炭贸易对公司贸易收入贡献率较高，近年来在贸易收入中占比均超过 50%，2023 年为 62.25%。2023 年，得益于煤炭市场行情的持续向好，公司煤炭销售收入保持增长。供应链分布方面，煤炭贸易的上游供应商较为稳定，主要是山西各地区的煤炭生产企业及煤炭贸易企业；下游客户主要为鞍钢股份有限公司、攀钢集团物资贸易有限公司等钢铁企业或贸易企业等。公司煤炭贸易业务延续以销定采的模式，结算方式以预收现付制为主，资金回笼较好。

公司非煤贸易品种包括钢材、化工产品 & 非煤矿产。其中，钢材主要贸易品种为线材、螺纹钢、焊管、卷板、H 型钢以及不锈钢产品，经营模式主要为“以销定购”；化工产品主要贸易品种包括纯苯、工业萘、煤焦油、燃料油、聚乙烯、聚丙烯；非煤矿产主要贸易品种为铁矿砂、高碳铬铁、煤层气等。公司非煤贸易中，公司的下游客户需向公司支付 50%~100% 的预付款，支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，具体支付比例视公司的议价能力而定，未全额支付货款的下游客户一般在 1~2 个月内付全款。公司向上游客户采购时，需支付大部分的预付款，支付方式为电汇和银行承兑汇票。2023 年，公司非煤贸易收入保持增长。

2023 年，公司贸易业务前五大上游供应商采购金额合计 52.86 亿元，贸易业务前五大下游客户采购金额合计 51.76 亿元。

（4）其他业务

公司其他业务主要包括新能源新材料产业和金融服务业务，2023 年收入及毛利率均有所提升，对公司收入及利润形成有益补充。

公司其他业务包括新能源新材料产业和金融服务业。其中，新能源板块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，2023 年及 2024 年 1—3 月，公司分别实现新能源新材料产业收入 8.11 亿元和 2.16 亿元；毛利率分别为 14.62%和 9.14%。

公司金融服务板块含融资租赁、资产管理服务费、再担保等业务，2023 年及 2024 年 1—3 月，公司分别实现金融服务收入 7.58 亿元和 1.13 亿元，整体收入规模较小，毛利率水平高，均超过 70%。公司金融服务业务客户以中、小型企业为主，截至 2024 年 3 月底，公司因客户贷款逾期或担保代偿正在追偿的规模为 1313.97 万元，整体风险可控。

2 未来发展

未来，公司在完成在建铁路投资建设项目后，将以打造产融结合特色明显的现代化物流企业为主要任务，计划构建三大基础体系：一是以出省铁路通道为主干、5 条地方铁路为支撑、企业专用线为外延的物流集运体系；二是以各类物流园区（包括煤炭配送基地）为空间承载的仓储配送体系；三是以网络化技术为支撑、信息服务平台为载体的现代物流服务体系。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2024 年 1—3 月财务报表未经审计。

截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内拥有二级子公司 22 家。2023 年，公司合并范围内增加 10 家子公司（包括新设 8 家子公司和初次纳入合并范围 2 家子公司），出售减少 3 家子公司；2024 年 1—3 月，公司合并范围内新增 1 家子公司，系新设成立。整体看，公司合并范围变动涉及子公司规模较小，对公司财务数据影响不大，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

2023 年，公司资产规模持续增长，货币资金充裕，对地方铁路投资形成的股权投资类资产占比较大，同时少部分其他应收款面临较大的回收风险，公司整体资产质量较好。

2023 年底，公司资产总额较上年底增长 7.87%，资产结构变化不大，以非流动资产为主。

图表 11 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	552.53	38.51	602.61	38.93	604.73	38.65
货币资金	169.44	11.81	180.97	11.69	188.74	12.06
交易性金融资产	21.06	1.47	40.82	2.64	37.20	2.38
其他应收款（合计）	103.92	7.24	103.20	6.67	93.19	5.96
存货	106.37	7.41	109.73	7.09	112.85	7.21
非流动资产	882.39	61.49	945.20	61.07	959.77	61.35
其他权益工具投资	575.51	40.11	630.91	40.76	643.53	41.13
固定资产	102.79	7.16	103.36	6.68	102.63	6.56
在建工程	88.60	6.17	92.82	6.00	93.85	6.00
资产总额	1434.92	100.00	1547.82	100.00	1564.50	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2023 年底，公司货币资金较上年底增长 6.81%，期末主要由银行存款（147.50 亿元）及其他货币资金（33.46 亿元）构成，受限货币资金 28.39 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款或通知存款等。公司交易性金融资产较上年底增长 93.87%，主要系公司子公司华远陆港资本运营有限公司、山西省经济建设投资集团有限公司的基金投资增加所致。公司其他应收款（合计）主要由垫支款及代收代付款（37.12 亿元）、往来款（38.06 亿元）及应收南站投资款（15.80 亿元）构成；其中，其他应收款前五大欠款方主要为政府部门及国有企业，其中应收民营企业山西蓝图化工工程设计有限公司（以下简称“蓝图设计公司”）购房款 5.04 亿元，该公司因经营异常被吊销营业执照，需对相关款项回收风险保持关注；其他应收款前五大欠款方金额合计占比 29.94%，集中度一般；从账龄来看，1 年以内（含 1 年）占 59.11%、1~2 年占 9.68%、2~3 年占 20.16%，整体账龄较短；累计计提坏账准备 3.71 亿元。公司存货主要由物流业务库存商品

(22.25 亿元)、房地产业务自制半成品(79.43 亿元)及以尚未开发的土地储备为主的开发成本(5.99 亿元)构成,累计计提跌价准备 4522.78 万元。

图表 12 • 截至 2023 年底公司其他应收款前五名情况 (单位: 亿元)

单位名称	期末余额	占其他应收款项合计的比例 (%)	款项性质	账龄
太原铁路局太原枢纽建设指挥部	15.80	14.94	暂付南站投资款	5 年以上
政府贴息	8.20	7.75	财政贴息	1 年以内
蓝图设计公司	5.04	4.77	购房款	5 年以上
山西转型综合改革示范区管理委员会	1.40	1.32	应收补贴款	1-2 年
山西宏盛能源开发投资集团	1.22	1.16	外部欠款	5 年以上
合计	31.66	29.94	--	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2023 年底, 公司其他权益工具投资较上年底增长 9.63%, 主要系对雄安高速铁路有限公司及山西集大原高速铁路有限责任公司分别追加投资 17.37 亿元和 36.75 亿元所致; 其他权益工具投资主要为公司作为产权方实施的铁路建设项目资产(被投资单位的建设、生产经营完全由国铁集团全权控制, 公司对该部分企业不具有权力或重大影响)。公司固定资产主要由房屋及建筑物 60.40 亿元、机器设备 21.38 亿元和运输工具 13.80 亿元构成, 累计计提折旧 77.21 亿元, 固定资产成新率 57.79%。公司在建工程较上年底增长 4.76%, 期末主要为在建铁路专线及集运站、地方铁路工程、天誉商业万达及物流园工程等。公司受限资产情况如下所示, 资产受限比例很低。

图表 13 • 截至 2023 年底公司资产受限情况 (单位: 亿元)

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	28.39	1.83	保证金
固定资产	0.34	0.02	抵押担保
无形资产	0.80	0.05	抵押担保
合计	29.53	1.91	--

注: 尾差系四舍五入所致

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

(2) 资本结构

2023 年, 随着山西省财政厅向公司拨付铁路建设专项预算资金, 公司所有者权益大幅增长, 权益稳定性较强; 债务规模持续增长, 债务负担仍较重, 且 2024 年债务到期规模较大。

2023 年底, 公司所有者权益较上年底增长 14.19%, 其中实收资本、资本公积合计占比 73.74%, 权益稳定性较强。公司资本公积较上年底增长 64.11%, 主要系山西省财政厅向公司拨付铁路建设专项预算资金 70.90 亿元所致。其他权益工具全部为公司发行的“2021 年中保投资永续中票”; 少数股东权益小幅增长, 主要系省级及各地市政府部门对公司投资的铁路项目增资所致。

图表 14 • 公司所有者权益主要构成情况 (单位: 亿元)

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	251.30	49.06	251.30	42.96	251.30	42.94
其他权益工具	12.00	2.34	12.00	2.05	12.00	2.05
资本公积	109.69	21.41	180.00	30.77	180.04	30.76
未分配利润	17.35	3.39	19.29	3.30	20.26	3.46
归属于母公司所有者权益合计	393.34	76.79	465.89	79.65	466.15	79.65
少数股东权益	118.88	23.21	119.02	20.35	119.09	20.35
所有者权益合计	512.22	100.00	584.92	100.00	585.25	100.00

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2023 年底, 公司负债总额较上年底增长 4.36%, 负债结构相对均衡, 流动负债占比上升较快。

2023 年底, 公司短期借款较上年底增长 37.38%, 主要由保证借款(18.17 亿元)和信用借款(31.61 亿元)构成; 应付票据较上年底

增长 32.82%，由商业承兑汇票（5.47 亿元）和银行承兑汇票（45.32 亿元）构成；应付账款较上年底小幅增长，主要系应付贸易货款增加所致；其他应付款（合计）较上年底增长 12.99%，期末主要为应付往来款及投资款、返还款、维修基金费用等，其中有息部分已调整至短期债务核算；一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（52.02 亿元）和一年内到期的应付债券（107.00 亿元）构成，其余为少量一年内到期的租赁负债和融资租赁款；其他流动负债主要系卖出回购金融资产及待转销项税，其中有息部分已调整至短期债务核算；长期借款包括质押借款（39.48 亿元）、抵押借款（1.69 亿元）、保证借款（73.22 亿元）和信用借款（220.98 亿元），利率区间为 2.00%~8.00%；应付债券主要系公司发行的各类债务融资工具，债券期限以 3~5 年期为主；长期应付款（合计）较上年底小幅增长，主要系融资租赁款增加所致，期末包括融资租赁款 7.20 亿元和专项应付款 9.74 亿元（主要为财政拨款的专项建设资金），长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算。

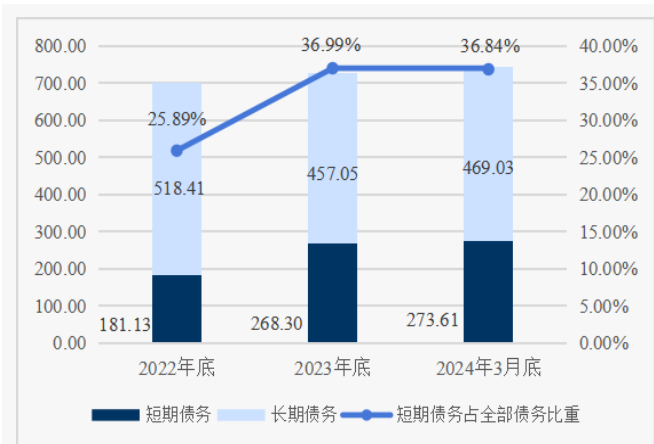
图表 15 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	373.78	40.51	479.63	49.81	483.27	49.35
短期借款	37.69	4.08	51.77	5.38	64.71	6.61
应付票据	38.24	4.14	50.79	5.27	38.64	3.95
应付账款	46.33	5.02	47.18	4.90	41.24	4.21
其他应付款（合计）	110.23	11.95	124.56	12.94	132.44	13.52
一年内到期的非流动负债	98.68	10.69	160.79	16.70	147.63	15.08
其他流动负债	8.16	0.88	9.59	1.00	27.21	2.78
非流动负债	548.92	59.49	483.27	50.19	495.98	50.65
长期借款	353.14	38.27	335.37	34.83	345.78	35.31
应付债券	149.30	16.18	114.00	11.84	116.50	11.90
长期应付款（合计）	16.67	1.81	16.94	1.76	17.24	1.76
负债总额	922.70	100.00	962.90	100.00	979.25	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

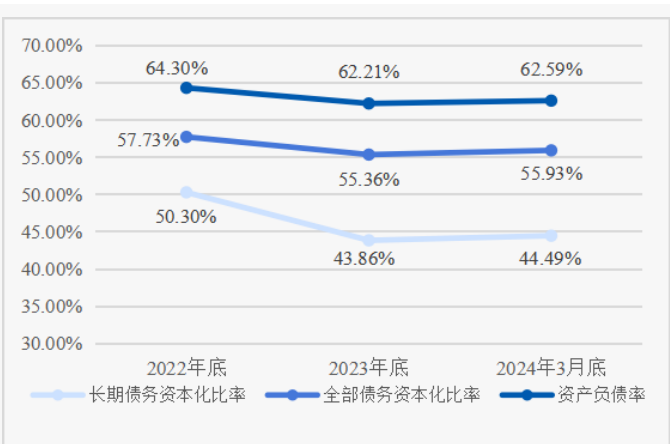
有息债务方面，截至 2024 年 3 月底，公司全部债务为 742.64 亿元，以长期债务为主，融资渠道包括银行贷款（约占 53.73%）、债券（约占 33.99%）及非标融资（约占 7.28%）；同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均较 2022 年底有所下降。整体看，公司债务负担仍较重。从有息债务期限分布看，公司 2024 年有息债务到期规模为 268.30 亿元，到期规模较大。

图表 16 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 17 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

（3）盈利能力

2023 年，公司营业总收入较快增长，政府补助和投资收益对利润贡献程度仍高。

2023 年，公司营业总收入同比增长 16.35%，营业利润率同比小幅提升至 3.93%；期间费用同比增长 14.12%，主要由管理费用（占 50.35%）和财务费用（占 33.27%）构成，期间费用率为 4.91%。

非经常性损益方面，2023 年，公司投资收益同比下降 41.76%，主要来源于交易性金融资产持有期间的投资收益及权益法核算的长期股权投资收益；政府补助规模较为稳定，政府补助及投资收益对公司利润总额的贡献大，是利润的重要来源；公允价值变动收益来自交易性金融资产的公允价值变动。

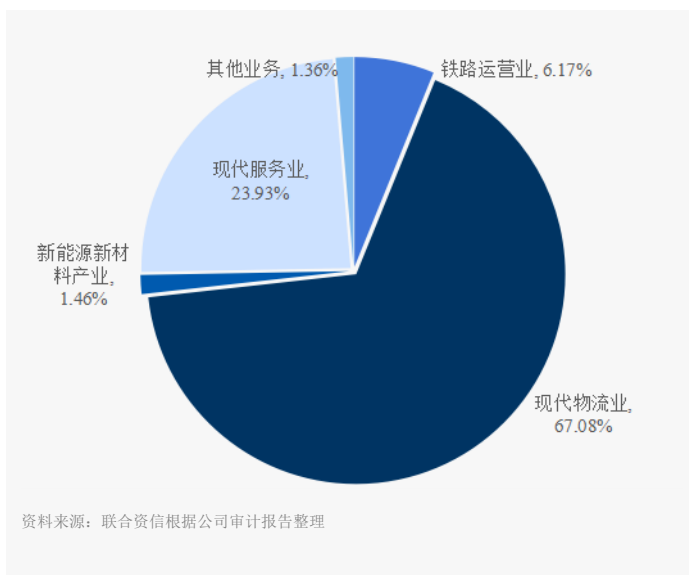
2023 年，公司利润总额同比增长 25.89%，主要系经营业务获利增加；同期，总资本收益率和净资产收益率均同比小幅下降。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	478.62	556.86	112.92
营业成本	459.05	533.48	108.67
期间费用	23.96	27.35	4.96
投资收益	3.76	2.19	0.17
其他收益	8.88	10.17	1.99
公允价值变动收益	0.68	1.52	-0.10
利润总额	7.92	8.58	1.29
营业利润率（%）	3.82	3.93	3.54
总资本收益率（%）	1.47	1.43	--
净资产收益率（%）	0.87	0.72	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 19 • 2023 年公司营业收入构成



（4）现金流

2023 年，公司经营活动现金保持净流入，投资活动现金净流出规模大幅增长，公司有息债务偿付以及在建项目投入所需资金对外部融资依赖较大。

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	557.27	664.46	158.09
经营活动现金流出小计	537.07	648.21	164.17
经营活动现金流量净额	20.20	16.25	-6.07
投资活动现金流入小计	110.86	421.89	58.51
投资活动现金流出小计	114.75	462.28	54.60
投资活动现金流量净额	-3.90	-40.39	3.91
筹资活动前现金流量净额	16.30	-24.14	-2.16
筹资活动现金流入小计	346.89	365.02	113.77
筹资活动现金流出小计	358.10	343.52	91.33
筹资活动现金流量净额	-11.21	21.50	22.43
现金收入比（%）	93.76	94.65	95.28

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2023 年，随着现代物流业和现代服务业务规模的扩大，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出规模同比均大幅增长，现金收入质量较好；公司收到其他与经营活动有关的现金主要系收到的保证金及外部单位往来款等的现金流入；支付其他与经营活动有关的现金主要系用于支付保证金及与其他单位的往来款、日常经营活动的现金支出等。同期，公司经营活动现金保持净流入状态。

2023 年，公司投资活动现金流入大幅增长，其中收回投资收到的现金主要为收回代建铁路垫资款、收回持有至到期投资、资产管理业务收益、出售项目收到的资金等；收到其他投资活动有关的现金主要是收到的政府贴息资金、工程退款等。同期，投资活动现金流出大幅增长，主要为铁路项目投入、购买理财产品投资以及对关联企业借款支付的现金。2023 年，公司投资活动现金净流出规模大幅增长。

2023 年，公司筹资活动现金流入规模同比增长 5.23%，主要为取得银行贷款、发行债券、票据筹资及外部资金拆借等收到的现金；筹资活动现金流出规模同比下降 4.07%，主要为用于偿还债务本息、支付信用证保证金存款机票据保证金的现金支出等。同期，公司筹资活动现金流转为净流入。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金流呈小规模净流出；投资活动现金小幅净流入；公司当期融资力度有所加大，筹资活动现金流呈较大规模净流入。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现较强，长期偿债指标表现尚可，间接融资渠道通畅，但存在一定的或有负债风险。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	147.82	125.64	125.13
	速动比率（%）	119.36	102.76	101.78
	现金短期债务比（倍）	1.07	0.85	0.84
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	32.31	34.43	--
	全部债务/EBITDA（倍）	21.65	21.06	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.56	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从短期偿债能力指标看，截至 2024 年 3 月底，公司流动比率、速动比率较 2022 年底均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度有所减弱；公司现金短期债务比为 0.84 倍，现金类资产对短期债务保障程度较强。公司短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债能力指标看，2023 年，公司 EBITDA 同比增长 6.59%，EBITDA 对利息支出保障程度较强，全部债务/EBITDA 指标表现较弱。公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2023 年底，公司对外担保金额为 5.36 亿元，担保比率为 0.92%，被担保对象均为地方国有企业。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 2019 年被列入全国法院失信被执行人名单。瑞龙煤业系山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）下属煤企，该笔担保系公司早期同潞安集团互保形成，截至 2023 年底公司对瑞龙煤业担保余额 0.70 亿元。此外，被担保方山西大地环境投资控股有限公司、山西省旅游投资控股集团有限公司均系晋国资实际控制企业，公司未对被担保企业进行过代偿。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司涉及的重大未决诉讼与仲裁事项共计 14 个，涉案金额合计约 4.93 亿元。其中，公司作为被告的涉案金额合计约 3.07 亿元，主要系公司部分贸易板块子公司的贸易合同纠纷案件，大部分案件一审已判决原告胜诉，相关子公司在提起二审或争取和解过程中。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2024 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度 1402.67 亿元，尚未使用授信额度 683.81 亿元，公司间接融资渠道通畅。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要承担铁路项目投资建设及管理职能，收入主要来源于子公司，公司本部债务负担一般，短期偿债压力不大。

2023 年底，公司本部资产总额 1053.92 亿元，资产以其他应收款、货币资金、其他权益工具投资和长期股权投资为主；所有者权益 468.22 亿元，以实收资本及资本公积为主；负债总额 585.70 亿元，以长期借款、应付债券、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。同期，公司本部全部债务为 443.00 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 55.57%和 48.62%，整体债务负担一般；其中短期债务 136.21 亿元，现金短期债务比为 0.67 倍，短期偿债压力不大。2023 年，公司本部实现营业总收入 4.80 亿元，利润总额为 6.38 亿元，投资收益为 10.31 亿元。

（五）ESG 方面

公司积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营影响较小。

环境方面，根据公司提供的相关情况说明，公司过去一年不曾因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放等而受到政府部门处罚，但需关注到公司铁路投资与运营业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险。

社会方面，根据公司提供的相关情况说明，公司过去一年未发生安全事故或产品质量问题，无拖欠员工工资、社保等情形，遵守政策法规规范经营。此外，公司关注员工发展，员工激励机制、培养体系较为健全。

治理方面，公司发展战略符合行业政策和公司经营目标，且建立了较为完善的法人治理结构，信息披露较为及时。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

山西省政府综合实力非常强，公司作为山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，区域竞争优势显著，且在资金注入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系山西省国资委。山西省是中国重要的煤炭能源生产及输出大省，是中国实施中部崛起发展战略的重点区域，也是连接中西部地区与京津冀及环渤海地区的重要通道，山西省自然资源禀赋良好，经济实力持续增强。2023 年，山西省经济总量和一般公共预算收入持续增长。截至 2023 年底，山西省地方政府债务余额为 7082.52 亿元，地方政府债务限额为 7221.44 亿元。整体看，山西省综合实力非常强。

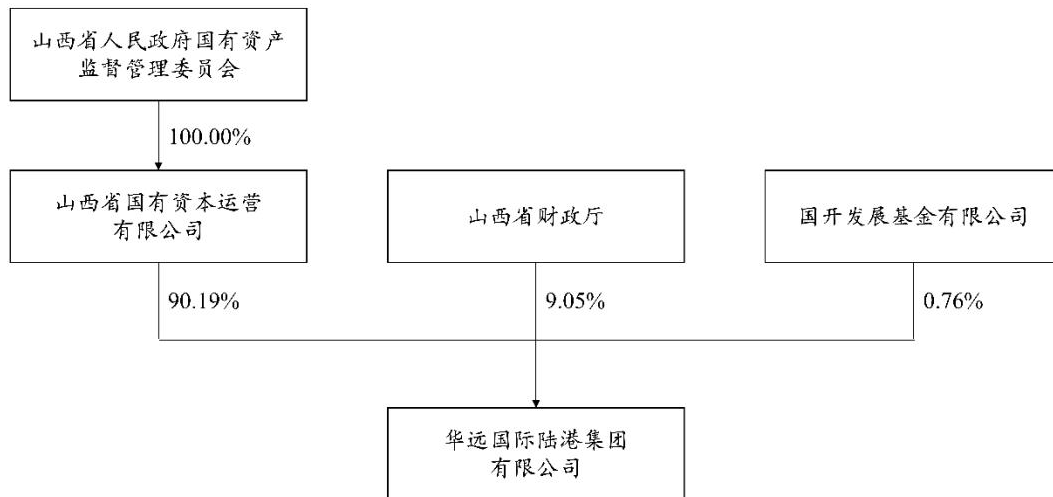
公司作为山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，承担山西省主要合资新建铁路项目的资本金筹集和相关投资工作，区域竞争优势显著。跟踪期内，公司在资金注入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。2023 年，山西省财政厅向公司拨付铁路建设专项预算资金 70.90 亿元，计入“资本公积”。同期，公司获得政府补助 10.22 亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”；公司收到山西省政府财政贴息 26.87 亿元。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

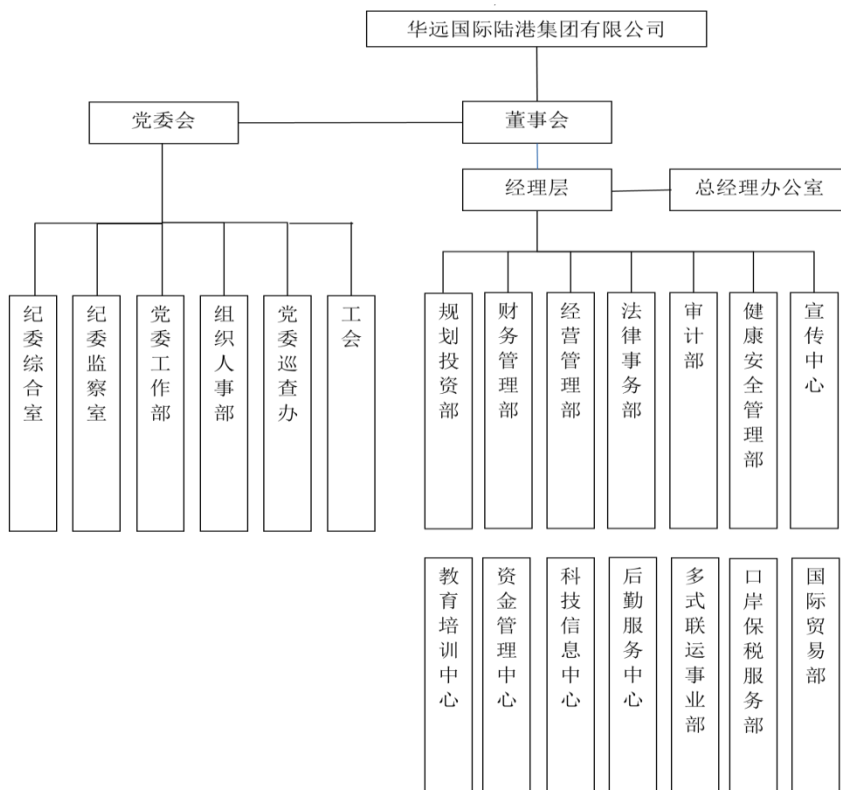
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华远陆港 MTN001”“23 华远陆港 MTN001”“23 华远陆港 MTN004”“23 华港 02”和“24 华港 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并范围内二级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	持股比例		表决权比例	取得方式
		直接	间接		
山西国际物流有限公司	物流仓储贸易	100.00%	--	100.00%	投资设立
华远陆港国际联运（山西）有限公司	物流仓储贸易	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西能投国际贸易有限公司	物资贸易	100.00%	--	100.00%	投资设立
晋鲁国际能源投资有限公司	物流仓储贸易	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西能投汇丰实业有限责任公司	农业服务	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西大宗商品交易集团有限公司	电子贸易	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西地方铁路集团有限责任公司	铁路运输	100.00%	--	100.00%	其他
山西省物资产业集团有限责任公司	物资贸易	100.00%	--	100.00%	其他
山西省经济建设投资集团有限公司	投资与资产管理	100.00%	--	100.00%	其他
山西汽车运输集团有限公司	道路运输	100.00%	--	100.00%	其他
华远陆港基础设施投资有限公司	房地产开发	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西能投科技有限公司	光伏电站开发建设	81.40%	--	81.40%	投资设立
山西能投生物质能开发利用股份有限公司	生物质燃气生产及供应	82.21%	--	82.21%	投资设立
华远陆港绿色物流（山西）有限公司	物流	100.00%	--	100.00%	投资设立
华远陆港跨境电子商务有限公司	综合零售	100.00%	--	100.00%	投资设立
华远陆港网络货运（山西）有限公司	多式联运	100.00%	--	100.00%	投资设立
华远国际陆港（大同）集团有限公司	仓储	49.18%	--	51.00%	投资设立
华远陆港产业研究院（山西）有限公司	信息技术咨询服务	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西华远陆港铁路投资有限公司	铁路货物运输	100.00%	--	100.00%	投资设立
华远陆港资本运营有限公司	金融资产管理公司	100.00%	--	100.00%	投资设立
华远陆港智慧物流科技有限公司	信息技术咨询服务	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西省食品有限公司	其他仓储	100.00%	--	100.00%	其他

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	193.02	227.11	229.74
应收账款（亿元）	45.28	53.47	63.21
其他应收款（合计）（亿元）	103.92	103.20	93.19
存货（亿元）	106.37	109.73	112.85
长期股权投资（亿元）	27.10	27.00	29.36
固定资产（亿元）	102.79	103.36	102.63
在建工程（亿元）	88.60	92.82	93.85
资产总额（亿元）	1434.92	1547.82	1564.50
实收资本（亿元）	251.30	251.30	251.30
少数股东权益（亿元）	118.88	119.02	119.09
所有者权益（亿元）	512.22	584.92	585.25
短期债务（亿元）	181.13	268.30	273.61
长期债务（亿元）	518.41	457.05	469.03
全部债务（亿元）	699.54	725.35	742.64
营业总收入（亿元）	478.62	556.86	112.92
营业成本（亿元）	459.05	533.48	108.67
其他收益（亿元）	8.88	10.17	1.99
利润总额（亿元）	7.92	8.58	1.29
EBITDA（亿元）	32.31	34.43	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	448.74	527.06	107.60
经营活动现金流入小计（亿元）	557.27	664.46	158.09
经营活动现金流量净额（亿元）	20.20	16.25	-6.07
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.90	-40.39	3.91
筹资活动现金流量净额（亿元）	-11.21	21.50	22.43
财务指标			
销售债权周转次数（次）	12.08	10.22	--
存货周转次数（次）	4.74	4.94	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.37	--
现金收入比（%）	93.76	94.65	95.28
营业利润率（%）	3.82	3.93	3.54
总资本收益率（%）	1.47	1.43	--
净资产收益率（%）	0.87	0.72	--
长期债务资本化比率（%）	50.30	43.86	44.49
全部债务资本化比率（%）	57.73	55.36	55.93
资产负债率（%）	64.30	62.21	62.59
流动比率（%）	147.82	125.64	125.13
速动比率（%）	119.36	102.76	101.78
经营现金流动负债比（%）	5.40	3.39	--
现金短期债务比（倍）	1.07	0.85	0.84
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.65	21.06	--

注：1.公司 2024 年 1—3 月财务报表未经审计；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.本报告已将其他应付款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分调整至全部债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	93.11	90.93	112.24
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	150.48	116.89	111.64
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	179.92	208.92	208.92
固定资产（亿元）	0.03	0.05	0.04
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1006.55	1053.92	1082.97
实收资本（亿元）	251.30	251.30	251.30
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	391.74	468.22	469.17
短期债务（亿元）	84.72	136.21	132.21
长期债务（亿元）	403.07	306.79	307.39
全部债务（亿元）	487.79	443.00	439.60
营业总收入（亿元）	1.43	4.80	1.05
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.03	0.01	0.00
利润总额（亿元）	0.36	6.38	0.33
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.46	0.48	0.10
经营活动现金流入小计（亿元）	22.24	3.80	0.63
经营活动现金流量净额（亿元）	2.67	2.21	-0.43
投资活动现金流量净额（亿元）	17.37	-13.50	12.48
筹资活动现金流量净额（亿元）	-13.69	-2.93	10.30
财务指标			
销售债权周转次数（次）	28.61	239.98	--
存货周转次数（次）	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	32.33	9.90	9.27
营业利润率（%）	99.51	99.79	97.50
总资本收益率（%）	0.85	1.81	--
净资产收益率（%）	0.09	1.36	--
长期债务资本化比率（%）	50.71	39.59	39.58
全部债务资本化比率（%）	55.46	48.62	48.37
资产负债率（%）	61.08	55.57	56.68
流动比率（%）	115.06	74.53	73.08
速动比率（%）	115.06	74.53	73.08
经营现金流动负债比（%）	1.26	0.79	--
现金短期债务比（倍）	1.10	0.67	0.85
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1.公司本部 2024 年 1—3 月财务报表未经审计；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.未获取公司本部资本化利息支出及折旧、摊销和利息支出情况数据，相关指标无法计算，用“/”标示；4.公司本部全部债务未调整，实际债务指标可能高于测算值；5.部分数据因分母为零而无意义，用“*”表示

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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