

信用评级公告

联合〔2021〕10608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 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定华远国际陆港集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，华远国际陆港集团有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年十一月二十三日

华远国际陆港集团有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：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：10.00 亿元

本期中期票据期限：3+2 年，在存续期的第 3 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：按年计息，到期一次性还本

募集资金用途：拟全部用于归还公司及子公司有息负债

评级时间：2021 年 11 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

评级观点

华远国际陆港集团有限公司（以下简称“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。山西省是中国重要的煤炭能源生产及输出大省，近年来经济稳定增长。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司外部发展环境良好，且在资本金注入、政府债券资金转拨以及政府补助方面持续获得山西省政府的大力支持。同时，联合资信也关注到公司铁路投资回报率很低，债务负担较重、未来集中偿付压力以及资本支出压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司作为山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，业务专营性及重要性突出，公司有望持续获得有力的外部支持，经营实力有望维持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

- 1. 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，近年来，山西省经济实力稳步增强。2018—2020 年，山西省分别实现地区生产总值（GDP）16818.10 亿元、17026.68 亿元和 17651.93 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 6.7%、6.2% 和 3.6%。
- 2. 公司区域竞争优势显著。**公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，在山西省铁路建设领域具有垄断优势；同时，公司是山西省内唯一的地方铁路运输公司，区域竞争优势显著。此外，公司在山西省公路运输领域行业地位突出，竞争实力较强。
- 3. 持续有力的外部支持。**公司在资本金注入、政府债券资金转拨以及政府补助方面持续获得有力的外部支持。

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	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	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张婷婷 张博

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 有息债务持续增长，债务负担较重，集中偿付压力较大。2018—2020 年底，公司全部债务年均复合增长 6.37%。公司债务规模持续扩大，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 622.64 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.80% 和 62.21%。此外，2022 年，公司需要偿付有息债务 140.57 亿元，规模较大，公司面临较大的集中兑付压力。
2. 铁路建设项目投资回报率很低。截至 2020 年底，公司参与的重大铁路建设投资项目已完成投资额 487.06 亿元，2020 年仅产生投资收益 0.27 亿元，已完工铁路项目大部分仍处于亏损状态。
3. 未来资本支出压力较大。截至 2020 年底，公司在建铁路建设项目尚需投资 79.47 亿元，投资压力较大。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	142.77	153.75	175.32	157.27
资产总额（亿元）	1012.12	1049.50	1167.00	1174.67
所有者权益（亿元）	341.07	381.17	397.24	378.28
短期债务（亿元）	153.94	208.72	203.41	200.87
长期债务（亿元）	369.67	320.98	389.05	421.77
全部债务（亿元）	523.61	529.70	592.46	622.64
营业收入（亿元）	248.68	239.96	215.64	65.67
利润总额（亿元）	2.48	4.17	4.25	1.59
EBITDA（亿元）	19.24	22.79	25.11	--
经营性净现金流（亿元）	28.20	10.55	10.68	6.30
现金收入比（%）	99.54	87.31	80.01	86.00
营业利润率（%）	6.19	5.42	5.17	4.68
净资产收益率（%）	0.38	0.67	0.65	--
资产负债率（%）	66.30	63.68	65.96	67.80
全部债务资本化比率（%）	60.56	58.15	59.86	62.21
流动比率（%）	125.87	115.14	120.01	125.69
速动比率（%）	107.79	98.78	97.73	103.21
经营现金流动负债比（%）	10.03	3.28	3.13	--
现金短期债务比（倍）	0.93	0.74	0.86	0.78
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	1.96	2.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	27.22	23.25	23.60	--
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	720.57	749.73	791.84	825.18
所有者权益（亿元）	302.85	335.53	338.93	333.46

全部债务（亿元）	399.69	397.16	412.86	442.66
营业收入（亿元）	0.38	0.34	0.36	0.01
利润总额（亿元）	-0.62	0.13	0.10	0.03
资产负债率（%）	57.97	55.25	57.20	59.59
全部债务资本化比率（%）	56.89	54.21	54.92	57.03
流动比率（%）	167.25	118.45	124.73	124.15
经营现金流动负债比（%）	3.86	2.45	1.55	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、本报告将公司其他应付款、其他流动负债及长期应付款中有息债务部分计入全部债务核算

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	2021.06.23	张婷婷 吕泽峰	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
AAA	稳定	2020.06.19	黄旭明 杨廷芳	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	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、本次信用评级结果的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

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

华远国际陆港集团有限公司（原名“山西能源交通投资有限公司”，以下简称“公司”）是于2009年9月16日成立的国有企业，初始注册资本60亿元，实收资本30亿元。后经增资，公司实收资本增至60亿元。2010年底，山西省人民政府同意将山西地方铁路集团有限责任公司（以下简称“山西铁路”）、山西汽车运输集团有限公司（以下简称“山西汽运”）、山西省物资产业集团有限责任公司（以下简称“山西物产”）和山西能源产业集团有限责任公司（以下简称“山西能产”）股权划转给公司。2017年，公司股东变更为山西省国有资本运营有限公司（以下简称“晋国资”）。2020年4月经晋国资运营函（2020）36号文件批复，公司更为现名。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年底公司实收资本增至181.97亿元。2020年11月，根据晋财建一（2020）237号文件，山西省财政厅将39.63亿元铁路建设资金投入形成的资产注入公司；同期，根据晋财建一（2020）212号文件，山西省财政厅对公司注入中央基建投资预算资金4.00亿元。2020年12月，根据《关于山西焦煤集团有限责任公司等13户企业股权划转充实社保基金的通知》（晋财资〔2020〕130号），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”）将公司10%的股权无偿划转至山西省财政厅持有，用于充实社保基金。截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本增至225.60亿元；晋国资和山西省财政厅分别持股90%和10%，公司控股股东为晋国资，实际控制人为山西省国资委。

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。截至2021年3月底，公司本部设置13个职能部门，包括纪委监委办公室、信息化管理部、投资管理部、资本运营部等；公司纳入合并范围的子公司共21家。

截至2020年底，公司合并资产总额1167.00亿元，所有者权益397.24亿元（含少数股东权益49.09亿元）；2020年，公司实现营业收入215.64亿元，利润总额4.25亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1174.67亿元，所有者权益378.28亿元（含少数股东权益49.36亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入65.67亿元，利润总额1.59亿元。

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

公司已于2020年注册总额度为20.00亿元的中期票据（中市协注MTN〔332〕号），本期计划发行总规模为10.00亿元的“2021年度第一期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据为3+2年期，在存续期的第3个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据按年计息，到期一次性还本。募集资金拟全部用于偿还公司及子公司有息负债。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

表 1 2018—2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80（5.15）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.80（6.37）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	7.30（3.80）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	16.40（3.93）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长²5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放

缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高速增长。2021 年前三

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续

压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 万亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费

市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

2020 年，受新冠疫情影响，中国铁路运输受到一定程度冲击，铁路投资额较上年有所下降。长期来看，中国铁路网络仍有待完善，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。随着铁路运输供给侧改革的逐步深入，中国铁路市场活力将不断增强，行业发展前景良好。

(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 2020 年底，中国铁路营业里程 14.63 万公里，其中高铁 3.80 万公里；复线率 59.5%；电化率 72.8%。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：国家铁路独资投资铁路项目，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家铁路控股的合资公司，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，项目投产后由国家铁路负责铁路资产后续的运营管理。

(2) 铁路建设资金来源

目前中国铁路建设资金的主要来源包括：中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和中国铁路自有资金等。其中，铁路建设基金是中国铁路直接债务融资本息偿付的重要保证。根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字（1996）371 号）的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。此外，发行铁路建设债券作为中国铁路融资的重要途径之一，铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，因此铁路建设基金也是中国铁路融资担保的重要手段。近年来国家铁路先后与全国 31 个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。随着 2019 年《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》出台，中央与地方的关于铁路建设主体与支出职责得以进一步明确，即中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的建设、养护、管理、运营等具体执行事项，中央（含中央企业）与地方共同承担支出责任，干线铁路的运营管理由中央企业负责。随着地方政府参与职责的明确以及参与度增强，中国铁路的投资压力或在一定程度上得以缓解。

除此之外，中国铁路也在积极探索土地开发、资产上市等增强自身造血能力的路径。2014 年，国家铁路正式开标选聘土地评估和土地授权经营资产处置项目评估机构；2020 年，京沪高铁股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市，以上事件都标志着中国铁路正在不断丰富铁路建设资金来源，增强自

身造血能力，保障铁路建设的顺利推进。

（3）铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2016—2019 年，中国铁路行业固定资产投资总体呈相对稳定态势，均维持在 8000 亿以上规模。2020 年，受新冠疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，

铁路固定资产投资累计完成 7819 亿元，较上年（8029 亿元）有所下降。目前，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大，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。

表 2 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
固定资产投资	8015	8010	8028	8029	7819
投产新线	3281	3038	4683	8489	4933
高铁投产新线	1903	2182	4100	5474	2521
新开工项目数	46	35	22	26	/

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面，2016—2019 年，中国铁路旅客运量及周转量较快增长；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。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。2020 年，全国铁路旅客发送量 22.03 亿人，同比

下降 39.80%；铁路旅客周转量 8266.19 亿人公里，同比下降 43.80%。货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈增长趋势。2020 年，中国铁路货运总发送量 45.52 亿吨，同比增长 3.20%；铁路货运总周转量 30514.46 亿吨公里，同比增长 1.00%，受疫情影响，增速较上年有所降低。

表 3 全国铁路运输情况（单位：亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
全国铁路旅客发送量	28.14	30.84	33.75	36.60	22.03
全国铁路旅客周转量	12579.29	13456.92	14146.58	14706.64	8266.19
全国铁路货运总发送量	33.32	36.89	40.26	43.89	45.52
全国铁路货运总周转量	23792.26	26962.20	28820.99	30181.95	30514.46

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

客运价格变化方面，2017 年 4 月起，中国铁路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，中国铁路进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。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，中国铁路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，中国铁路还采取了降低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。2020 年，为应对疫情对经济造成的冲击并助力企业复工复产，国家铁路自 2020 年 3 月 6 日起至 6 月 30 日对部分铁路货运杂费实施阶段性减半核收政策，进一步降低企业物流成本，助力打赢疫情防控阻击战，促进经济社会发展。

(4) 行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，但随着铁路建设的快速推进，中国铁路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一系列政策和规划，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。2020年8月，中共中央国务院发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，明确了铁路建设未来30年的“两步走”战略目标，到2035年，率先建成服务安全优质、保障坚强有力、实力国际领先的现代化铁路强国；到2050年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设，纲要分别从铁路网的建设、铁路运输安全以及铁路自主创新等9个方面对未来铁路建设的重点进行了明确。

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
2020年8月13日	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到2035年，全国铁路网达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右；全国1、2、3小时高铁出行圈和全国1、2、3天快货物流圈全面形成；智能高铁率先建成，智慧铁路加快实现等。

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

2020年，受新冠病毒肺炎疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路累计固定资产投资较上年同期有所下降，但长期而言，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，中西部地区路网建设的空间仍较大，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确，到2035年，全国现代化铁路网率先建成，铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛，全国铁路网达20万公里左右，其中高铁7万公里左右；到2050年，全国建成更加发达完善的现代化铁路网。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，有助于缓解中国铁路债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。

2. 区域经济环境

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，作为中国重要的能源大省，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。2018—2020年，山西省分别实现地区生产总值（GDP）16818.10亿元、17026.68亿元和17651.93亿元，按可比价格计算，分别同比增长6.7%、6.2%和3.6%。其中，2020年，第一产业增加值946.68亿元，增长3.6%；第二产业增加值7675.44亿元，增长5.5%；第三产业增加值9029.81亿元，增长2.1%。三产结构占比为5.4：43.4：51.2。

具体来看，2020年，山西省工业增加值6733.92亿元，按不变价格计算，比上年增长5.3%，其中规模以上工业增加值增长5.7%；固定资产投资（不含跨省、农户）比上年增长10.6%。能源方面，规模以上原煤产量106306.8万吨，增长8.2%；焦炭产量10493.7万吨，增长5.6%；发电量3366.9亿千瓦时，增长2.1%。

2020年，山西省货物运输量19.0亿吨，同比下降1.0%，其中铁路完成9.20亿吨，同比增长0.7%；公路货运量9.82亿吨，同比下降2.60%。全省累计完成货运周转量4711.80

亿吨公里，同比增长 4.5%，其中铁路货运周转量完成 2926.70 亿吨公里，同比增长 5.5%，公路货运周转量完成 2785.00 亿吨公里，同比增长 3.50%。

2018—2020 年，山西省分别实现一般公共预算收入 2292.60 亿元、2347.6 亿元和 2296.5 亿元，分别同比增长 22.8%、2.4%和 -2.2%。其中，2020 年实现税收收入 1625.9 亿元，比上年下降 8.8%，税收收入占比 70.80%，一般公共预算收入质量尚可。2020 年，全省一般公共预算支出 5110.9 亿元，同比增长 8.4%；财政自给率 44.93%，财政自给程度较低。

2021 年前三季度，山西省地区生产总值为 15584.85 亿元，按可比价格计算，比上年同期增长 10.5%。其中，第一产业增加值为 663.07 亿元，同比增长 9.9%；第二产业增加值为 7331.96 亿元，同比增长 11.3%；第三产业增加值为 7589.82 亿元，同比增长 9.9%。前三季度，全省固定资产投资增长 12.2%，比全国快 4.9 个百分点。房地产开发投资、基础设施投资等重点领域均保持稳定增长。同期，全省一般公共预算收入 2144.5 亿元，同比增长 26.4%。其中，占比 72.6%的税收收入同比增长 26.7%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 225.60 亿元，晋国资为公司控股股东，山西省国资委系公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司在山西省铁路建设领域具有垄断优势，同时是山西省内唯一的地方铁路运输公司，竞争优势显著。此外，公司在山西省公路运输领域行业地位突出，竞争实力较强。

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 2021 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，总设计年运力超过 4100 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，代为管理包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线等 100 余条地方铁路专用线。

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

3. 人员素质

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的高效运营。

截至2021年3月底，公司高管人员包括董事长兼党委书记1名、党委副书记1名、总经理1名、副总经理3名、总会计师1名、总工程师1名。

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

2012年6月起至今任公司党委书记、董事长。

谷建春先生，1968年出生，中共党员，本科学历，经济师；历任山西省经济建设投资公司党委委员、副总经理、总经理，山西怡和房地产开发有限公司董事长；2015年11月至2019年9月，任公司党委委员；2019年9月至2020年3月，任公司党委委员、副总经理；2020年4月至今，任公司副董事长、总经理。

截至2021年3月底，公司本部员工中有硕士研究生及以上学历人员占30.60%，本科学历人员占51.70%，专科学历人员占12.90%，高中及以下学历人员占4.80%；从年龄构成看，30岁以下的人员占6.80%，30~50岁的占76.20%，50岁及以上人员占17.0%；从职称情况来看，高级职称人员占17.70%，中级职称人员占21.80%，初级职称及以下人员占60.50%。

4. 外部支持

近年来，山西省政府在资本金注入、政府债券资金转拨以及政府补助方面持续给予公司大力支持。

资本金注入

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。

2019年，根据《太原市财政局关于下达太焦铁路资本金的通知》（并财建〔2019〕42号）文件，太原市财政局拨付公司2.57亿元作为太焦铁路项目的资本金，计入“资本公积”。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。同期，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。

2020年11月，根据《山西省财政厅关于转增国家资本金的通知》（晋财建一〔2020〕237号），山西省财政厅将39.63亿元铁路建设资金投入形成的资产划归公司管理并同时调整公司资本。同期，根据《关于下达2020年中西部铁路项目中央基建投资预算（拨款）的通知》（晋财建一〔2020〕212号），山西省财政厅对公司注入中央基建投资预算资金4.00亿元，专项用于公司新建集宁经大同至原平铁路项目。公司2020年共计增加实收资本43.63亿元。

政府债券资金转拨

2018—2020年，山西省财政厅向公司下达政府债转贷资金22.50亿元、35.88亿元和46.63亿元，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%，公司计入长期借款科目。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。

政府补助

2018—2020年，公司分别收到山西省财政厅拨付的政府补助资金28.72亿元、31.73和37.10亿元，其中财政贴息分别为25.17亿元、24.00亿元和29.54亿元，财政贴息部分直接冲减财务费用，其余计入其他收益科目。2021年一季度，公司收到计入损益的政府补助1.92亿元。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码为G1014010901177230P），截至2021年11月4日，公司本部无未结清关注类或不良类信贷信息记录，存在18笔已结清的欠息记录，根据太原市城区农村信用合作联社朝阳信用社提供的说明，公司于2011年12月28日向该社申请项目贷款18亿元，到期日为

2021年12月12日，共有77家联社参与发放贷款，该社为牵头社，贷款自发放以来，公司均按照合同约定归还利息，从未出现欠息；上述欠息系参与社记账不及时形成，非公司恶意欠息行为。

六、管理分析

公司法人治理结构相对完善，运行情况较好；管理制度建设相对健全，整体管理水平较高。

1. 法人治理结构

公司根据相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、监事和经理层的法人治理结构。

党委会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。公司党委会设书记1名，副书记2名，每届任期4年，期满及时换届。公司党委书记、董事长由一人担任。

公司不设股东会，由晋国资行使股东会职权。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，山西省国资委授权晋国资履行出资人职责，对公司国有资产实施监管。

公司设董事会，系公司的决策机构。公司董事会由5名董事组成，均已到位；设董事长1名、董事4名，由山西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。

公司监事1人，为职工代表监事，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于说明山西省属国有企业监事会转隶属情况的说明》，不再设立国有重点大型企业监事会。

公司设总经理1名，副总经理3名，总会计师1名，由董事会聘任或解聘，对董事

会负责，总理由董事兼任的，须经出资人同意，负责主持公司的生产经营管理工作。

2. 管理水平

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，还制定了包括党委和纪委工作制度在内的党群系统管理制度，同时制定了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，以及包括人力资源类、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

近年来，主营业务构成较为稳定，但受贸易板块业务缩减影响，公司营业收入持续下降，综合毛利率小幅下滑。

公司作为山西省内合资铁路、地方铁路建设的出资人代表，主要承担山西省合资新建省级铁路项目的资本金筹集并根据协议对铁路及附属设施进行后续经营管理等，形成了围绕铁路资源开展的铁路投资与运营、现代物流和现代服务三大业务板块。2018—2020 年，公司营业收入持续下降，主要系贸易收入下降带动的现代物流业务收入规模下降所致。

从收入构成情况看，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，近年来对公司营业收入贡献合计均在 94% 以上。具体来看，2018—2020 年，随着地方铁路专用线运输费收入的增长，公司铁

路运营营业收入有所增长；现代物流业收入逐年下降，主要系贸易收入下降所致；现代服务业收入呈逐年增长态势。新能源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。

毛利率方面，2018—2020 年，公司综合毛利率小幅下降。其中，铁路运营业务毛利率小幅上升；现代物流业务毛利率水平持续较低；现代服务业务毛利率下降较大，主要主要系公司 2019 年以来扩大营销规模、采用折扣营销导致销售成本有所上升所致，2020 年受疫情影响，该板块毛利率进一步小幅下滑。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 65.67 亿元，较上年同期大幅增长 72.31%，主要系上年同期公司现代物流业务和现代服务业务受疫情影响较大所致。同期，公司综合毛利率为 5.13%，较 2020 年小幅下滑。

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			2021 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	25.80	10.37	11.71	31.34	13.06	13.94	31.09	14.42	15.43	8.67	13.21	12.38
现代物流业	163.84	65.88	2.37	143.80	59.93	2.28	121.65	56.41	2.21	37.32	56.83	3.05
现代服务业	49.34	19.84	13.52	51.33	21.39	6.41	60.38	28.00	5.47	19.04	28.99	4.78
新能源产业	8.65	3.48	24.16	11.98	4.99	17.95	1.52	0.70	38.02	0.21	0.31	50.99
金融服务业	1.05	0.42	96.19	1.52	0.63	70.38	1.01	0.47	76.61	0.43	0.66	32.22
合计	248.68	100.00	6.71	239.96	100.00	5.90	215.64	100.00	5.63	65.67	100.00	5.13

注：尾差系四舍五入所致

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，近年来，公司铁路投资顺利进行，但大部分已完工的铁路投资项目持续亏损，投资回报率很低，且在建铁路建设项目存在较大投资压力。同时，公司是山西省内唯一的地方铁路运输公司，在铁路运输领域竞争优

势显著，公司铁路运营收入保持稳定。

铁路投资方面，公司作为山西省出资人代表参与国家级重点铁路的建设与运营。具体方式为：公司与国铁集团合资建设经国家发改委和原铁道部批复的山西省境内铁路项目，共同出资成立由国铁集团控股的合资铁路公司；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 2020 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 2020 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	已完工
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	104.86	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	--	487.06	--

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，出资方以取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 2020 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 317.90 亿元，仅黄韩侯铁路产生 0.27 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 248.63 亿元，累计已投资 169.16 亿元，尚需投资 79.47 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。2018—2020 年，公司收到山西省政府铁路投资建设的各项资金分别为 45.10 亿元、62.45 亿元和 58.55 亿元（包括计入“其他应付款”“专项应付款”和“长期借款”科目，以及冲抵财务费用的财政贴息）。

表 7 截至 2020 年底公司在投铁路项目情况

指标	大同—张家口	太原—焦作	大同—原平
总里程（公里）	141.52	362.10	147.25
其中：山西	126.44	328.18	147.25
计划工期（年）	4.00	5.00	4.50
货运能力（亿吨）	--	--	--
客运能力（万人）	4500.00	4000.00	3500.00
计划总投资（亿元）	180.50	431.30	171.00
其中：山西	152.76	392.22	171.00
已完成投资（亿元）	54.30	104.86	10.00

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 2021 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 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	2021 年 1—3 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
孝柳铁路	116.00	1730.00	1748.21	2275.14	519.83	17.67	21.48	20.58	5.73
宁静铁路	93.64	256.00	349.00	482.24	165.18	0.47	0.88	1.09	1.23
武沁铁路	118.00	331.00	553.21	662.35	165.2	0.67	1.41	2.51	0.75
合计	327.64	2317.00	2650.42	3419.73	850.21	18.81	23.77	24.18	7.71

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。2018—2020 年，货运量和铁路运营业务收入均逐年增长，其中 2020 年货运量增幅明显大于收入增幅主要系公司响应政府政策对受疫情影响较大的企业进行运输费用优惠所致。

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

公司现代服务业收入主要是汽车运输业务收入，2018—2020 年该板块收入逐年增长，毛利率有所下降。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，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、驾校、汽车租赁、物业租赁等多个子板块，各子板块收入占比不大。2018—2020 年，公司现代服务业收入逐年增长，主要系房地产开发及汽车租赁收入的增加。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，2020 年，汽车运输收入较上年略有下降，主要系客运收入受疫情影响较大所致。毛利率方面，2018—2020 年，现代服务业务毛利率持续下降，主要系公司 2019 年以来扩大营销规模、采用折扣营销导致销售成本有所上升所致，2020 年受疫情影响，该板块毛利率进一步小幅下滑。

表 9 汽车运输收入主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客运	6.40	22.61	7.50	23.63	4.40	14.06	0.87	9.00
货运	13.10	46.29	16.05	50.57	15.81	50.51	5.99	61.94
汽车修理及配件销售	8.80	31.10	8.19	25.80	11.09	35.43	2.81	29.06
合计	28.30	100.00	31.74	100.00	31.30	100.00	9.67	100.00

注：公司现代服务业除汽车运输业务外，还包括房地产开发、驾培、汽车租赁和物业租赁等
资料来源：公司提供

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。2020 年，山西汽运公路客运量较上年大幅下降 50.89%，主要受疫情影响居民出行明显减少所致。山西汽运自 2019 年起大力发展旅游服务业，对班线有所进行调整，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，2020 年受疫情的影响，旅游班线基本处于停运状态，且随着疫情期间办公和城乡居民出行需求的下降，公司化经营班线和区内及农村班线进一步下降。截至 2021 年 3 月底，公司拥有公司化经营班线 1002 班次、市际班线 285 班次、区内及农村班线 194 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，随着客运量的大幅下降，2020 年山西汽运客运收入较上年大幅下滑 41.33%。

表 10 公司主要客运经营指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
客运车辆（辆）	7200	8133	7884	7884
公司化经营班线（班次）	1343	1211	1006	1002
市际班线（班次）	1394	1300	337	285
区内及农村班线（班次）	2006	1604	204	194
旅游班线（班次）	266	370	--	--
客运站（个）	111	111	121	122
公路客运量（亿人）	1.05	1.12	0.55	0.96

资料来源：公司提供

货运方面，山西汽运及其子公司分布于山西省内各个城市负责货运的市场开拓，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。2018—2020 年，山西汽运货运收入波动增长，其中 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%；2020 年，受疫情影响，山西汽运货运收入较上年小幅下降 1.50%。截至 2020 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。

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。2018—2020 年，山西汽运汽车维修及配件销售收入波动增长。其中，2020 年，山西汽运汽车维修及配件销售收入较上年增长 35.41%。截至 2021 年 3 月底，公司已拥有 29 个汽车维修厂站，遍布山西省各地市，其中一类维修企业 17 个，二类维修企业 12 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

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，受2019年山西能源产业集团有限责任公司转让的影响，公司煤炭贸易量大幅缩减，贸易收入随之下降。

2019年7月，公司将持有的山西能源产业集团有限责任公司（以下简称“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月起产生的贸易收入不再纳入公司合并范围。截至2021年3月底，公司现代物流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。

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。

表 11 2018—2021 年 3 月公司主要贸易品种销售情况（单位：万吨、亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-3 月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
煤炭	1544.00	92.82	1657.60	68.16	1194.05	63.08	296.61	24.07
钢材	78.86	27.96	79.54	29.83	60.85	27.69	9.77	4.85
化工	10.94	2.39	5.04	2.48	8.11	1.79	1.38	0.42
非煤矿产	243.73	38.78	193.34	28.84	77.17	25.51	25.16	4.26
合计	1877.53	161.95	1935.52	129.31	1340.18	118.07	332.92	33.60

资料来源：公司提供

煤炭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%。2018—2020年，公司煤炭销售量和销售收入均有所下降，其中2020年煤炭销售量同比下降27.97%、煤炭销售收入同比下降26.57%，主要系公司2019年下半年转让了山西能源产业集团有限责任公司所致。2020年，得益于煤炭市场行情的持续向好，公司煤炭平均售价较上年大幅提升18.16%，公司实现煤炭销售收入63.08亿元，同比下降7.45%。

表 12 2018—2020 年公司煤炭贸易销售情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
煤炭贸易量（万吨）	1544.00	1657.60	1194.05
煤炭销售收入（亿元）	92.82	68.16	63.08
平均售价（元/吨）	697.28	447.08	528.27

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或

贸易企业等。2020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279.64万吨和379.40万吨，占总采购量和总销量的比重分别为23.42%和31.77%，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。2021年1—3月，煤炭实现销售收入24.07亿元，完成贸易量296.61万吨。

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”。2020年，钢材贸易收入在现代物流业收入中占比22.76%。2018—2020年，公司钢材贸易量波动下降，同时叠加受钢材类产品贸易价格有所上升的综合影响，钢材贸易收入小幅有所波动，整体较为稳定。

非煤矿产主要贸易品种为铁矿砂、高碳铬铁、煤层气、电解铜等。2018—2020年，非煤矿产销量和收入均持续下降，其中，2020年，叠加疫情影响，非煤矿产销量大幅下滑60.09%，非煤矿产收入同比下降11.55%至25.51

亿元。

公司化工产品主要包括纯苯、工业萘、煤焦油、燃料油、聚乙烯、聚丙烯。该类产品收入规模相对较小。

(4) 其他业务

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司新能源业务收入大幅下降；金融服务板块收入占比较小，对公司整体收入影响不大。

公司其他业务包括新能源产业和金融服务业。其中，公司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。2018-2019 年，新能源业务收入保持增长；2020 年，该板块业务收入较上年大幅下降 87.31%至 1.52 亿元，主要受新冠肺炎疫情影响，居民出行少、货物运输量大幅下降，下游客户对天然气的需求大幅减弱所致；毛利率较上年大幅上升至 38.02%，毛利率水平较高。2021 年 1-3 月，公司实现新能源业务收入 0.21 亿元。

公司金融服务板块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。2018-2020 年，金融服务收入有所波动，2020 年该板块收入较上年下降 33.55%至 1.01 亿元，主要系担保收入下降所致，毛利率持续处于较高水平。公司金融服务业务以中、小型企业为主，截至 2021 年 3 月底，发生客户贷款逾期或担保代偿，公司正在追偿的规模为 560 万元，整体风险可控。

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 2018-2020 年度合并财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2019 年，公司合并范围内新增子公司 2 家、减少子公司 2 家；2020 年，公司新增子公司 2 家，系购买取得山西必通安装工程有限公司和山西铁路煤炭集运维修技术有限公司控股权，规模均小。2020 年一季度合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内子公司 21 家。新增子公司规模均小，对合并范围数据影响不大，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，以铁路投资为主的权益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。

2018-2020 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 7.38%。截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 11.20%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	107.01	10.57	143.98	13.72	170.69	14.63	106.69	9.08
应收账款	21.08	2.08	19.33	1.84	23.66	2.03	28.58	2.43
预付款项	23.16	2.29	26.09	2.49	27.32	2.34	37.49	3.19
其他应收款	111.36	11.00	113.77	10.84	98.29	8.42	114.58	9.75

存货	50.81	5.02	52.63	5.01	76.08	6.52	75.27	6.41
流动资产	353.87	34.96	370.60	35.31	409.71	35.11	420.97	35.84
可供出售金融资产	379.09	37.46	387.69	36.94	490.19	42.00	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	440.86	37.53
长期股权投资	62.11	6.14	75.96	7.24	7.53	0.65	7.31	0.62
固定资产	99.48	9.83	92.32	8.80	100.34	8.60	99.22	8.45
在建工程	72.96	7.21	77.79	7.41	115.01	9.86	123.17	10.49
非流动资产	658.25	65.04	678.90	64.69	757.30	64.89	753.69	64.16
资产总额	1012.12	100.00	1049.50	100.00	1167.00	100.00	1174.67	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2018—2020 年底，流动资产规模持续增长，年均复合增长 7.60%。截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 10.55%，流动资产主要由货币资金、存货和应收类款项等构成。

2018—2020 年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长 26.30%。截至 2020 年底，公司货币资金同比增长 18.55%，主要由银行存款构成（占 94.45%）；其中受限货币资金 6.79 亿元，用于质押贷款及开具承兑汇票保证金。

2018—2020 年底，公司应收账款波动增长，年均复合增长 5.94%。截至 2020 年底，公司应收账款较上年底增长 22.39%，主要系应收贸易货款增长所致；应收账款账龄以 1 年以内为主，占账面余额的比重为 62.59%，累计计提坏账准备 3.70 亿元。集中度方面，公司前五大欠款方合计欠款比重为 20.52%，集中度较低。

2018—2020 年底，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 8.61%。截至 2020 年底，公司预付款项较上年底增长 4.71%，主要系预付的货款。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、忻州市大原客专项目建设指挥部等企事业单位，合计金额占比为 37.59%，集中度一般。

2018—2020 年底，公司其他应收款（合计）波动下降，年均复合下降 6.16%。截至 2020 年底，公司其他应收款较上年底下降 13.61%，主要为应收的往来款、政府贴息款和铁路投资款。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等政府部门及国有企业，合计金额占比为 54.39%，集中度一般；从前五大欠款方的账龄看，1 年以内占比 57.89%、4 年以上占比 42.11%，账龄偏长。

2018—2020 年底，公司存货持续增长，年均复合增长 22.36%。截至 2020 年底，公司存货较上年底增长 44.55%，主要为自制半成品及在产品的增长。存货主要由自制半成品及在产品和库存商品构成，累计计提跌价准备 583.68 万元。

非流动资产

2018—2020 年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 7.26%。截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 11.55%，主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成。

2018—2020 年底，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 13.71%。截至 2020 年底，公司可供出售金融资产较 2019 年底增长 26.44%，主要为按成本计量的可供出售权益工具，即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、生产经营完全由铁路总公司全权控制，公司对该部分企业不具有权力或重大影响）及部分煤电、矿务经营单位的股权。

2018—2020 年底，公司长期股权投资大幅波动下降，年均复合下降 65.18%。截至 2020 年底，公司长期股权投资较上年底大幅下降 90.09%，主要系公司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 92.33 亿元，持股比例虽超过 20%，但因太焦城铁的建设、生产经营完全由铁路总公司控制，公司对其不具有权力或重大影响，符合“三无”股权投资认定，本期调整至“可供出售金融资产”科目核算。

2018—2020 年底，公司固定资产波动增长，年均复合增长 0.43%。截至 2020 年底，公司固定资产同比增长 8.69%，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 58.63 亿元，固定资产成新率 63.13%。

2018—2020 年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长 25.55%。截至 2020 年底，在建工程同比增长 47.85%，主要系对大原铁路、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。

受限资产方面，截至 2020 年底，公司受限资产 13.83 亿元，主要用于银行承兑保证金和融资租赁抵质押，其中货币资金 6.78 亿元和固定资产 6.54 亿元，以及少量的应收票据和无形资产抵质押。受限资产占总资产比重为 1.19%，受限比例低。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1174.67 亿元，较上年底增长 0.66%，变化不大。其中，流动资产占 35.84%，非流动资产占 64.16%，公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。公司将原计入“可供出售金融资产”科目的股权投资调整至“其他权益工具投资”科目。

3. 资本结构

2021 年，随着公司行权期赎回部分永续中票，公司所有者权益规模有所下降。近年来，公司债务规模持续增长，以长期债务为主，公司整体债务负担较重，且 2022 年面临较大的集中兑付压力。

所有者权益

2018—2020 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 7.92%。截至 2020 年底，公司所有者权益较上年底增长 4.21%，主要系实收资本和少数股东权益的增长。其中，归属于母公司所有者权益占比为 87.64%，少数股东权益占比为 12.36%。在所有者权益中，实收资本、资本公积占比合计 78.74%，占比较大。

表 14 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	63.30	18.56	181.97	47.74	225.60	56.79	225.60	59.64
资本公积	171.59	50.31	87.08	22.85	87.18	21.95	87.19	23.05
其他权益工具	65.00	19.06	65.00	17.05	25.00	6.29	5.00	1.32
归属于母公司的所有者权益	310.72	91.10	345.38	90.61	348.14	87.64	328.92	86.95
少数股东权益	30.35	8.90	35.79	9.39	49.09	12.36	49.36	13.05
所有者权益合计	341.07	100.00	381.17	100.00	397.24	100.00	378.28	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2019 年底，公司实收资本较 2018 年底增加 118.67 亿元，主要系部分资本公积转增资本、长期借款中的政府债券转增实收资本所致。截至 2020 年底，公司实收资本较上年底增加 43.63 亿元，系山西省财政厅对公司资产及货币注资。

截至 2019 年底，公司资本公积较上年底大幅下降 49.25%，主要系部分资本公积转增资本以及政府注入资本金综合影响所致。截至 2020 年底，公司资本公积较上年底小幅增长 0.11%，主要系资本溢价。

公司其他权益工具全部为公司发行的永续债券，2020 年底较上年底减少 40.00 亿元，系“15 晋交投 MNT001”和“17 山西交投 MTN001”由公司全额赎回所致。

截至 2020 年底，公司少数股东权益较上年底增长 37.18%，主要系地方平台企业对公司投资的铁路项目增资所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益较上年底小幅下降 4.77%，系公司当期赎回“16 山

西交投 MTN001”（20.00 亿元）导致其他权益工具下降所致。

负债

2018—2020 年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长 7.10%。截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 15.18%，主要系非流动负债的增长。负债结构较为均衡，非流动负债占比呈小幅上升态势。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22.75	3.39	24.97	3.74	46.63	6.06	42.82	5.38
应付账款	34.70	5.17	25.85	3.87	29.48	3.83	29.47	3.70
其他应付款（合计）	75.67	11.28	67.87	10.15	83.26	10.82	80.49	10.11
一年内到期的非流动负债	109.19	16.27	168.14	25.16	130.64	16.97	130.00	16.32
其他流动负债	1.09	0.16	1.26	0.19	16.15	2.10	16.15	2.03
流动负债	281.15	41.90	321.88	48.16	341.39	44.35	334.94	42.06
长期借款	157.45	23.46	126.21	18.88	234.44	30.46	276.67	34.74
应付债券	203.40	30.31	184.10	27.55	142.24	18.48	131.94	16.57
长期应付款（合计）	9.32	1.39	11.10	1.66	23.06	3.00	24.16	3.03
递延收益	18.10	2.70	22.81	3.41	27.26	3.54	27.85	3.50
非流动负债	389.90	58.10	346.45	51.84	428.38	55.65	461.45	57.94
负债总额	671.05	100.00	668.33	100.00	769.76	100.00	796.39	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2018—2020 年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长 10.19%。截至 2020 年底，公司流动负债较上年底增长 6.06%，主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2018—2020 年底，公司短期借款持续增长，年均复合增长 43.15%。截至 2020 年底，公司短期借款较上年底增长 86.74%，主要由保证借款和信用借款构成。

2018—2020 年底，公司应付账款波动下降，年均复合下降 7.83%。截至 2020 年底，公司应付账款较上年底增长 14.05%，主要系应付贸易货款的增加；从账龄看，1 年以内占 62.55%、1~2 年占 17.54%，账龄较短。

2018—2020 年底，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 4.90%。截至 2020 年底，公司其他应付款较上年底增长 22.68%，主要系应付工程款、设备款等的保证金、以及往来款、拆借款的增加所致；本报告将其他应付款付息部分计入短期债务。

2018—2020 年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 9.38%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 22.30%，主要由一年内到期的长期借款 20.62 亿元、应付债券 107.60 亿元和长期应付款 2.42 亿元构成。

2018—2020 年底，公司其他流动负债大幅增长，年均复合增长 284.35%。截至 2020 年底，

公司其他流动负债较上年增加 14.89 亿元，主要为短期应付债券，系公司有息债务。

2018—2020 年底，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 4.82%。截至 2020 年底，公司非流动负债较去年底增长 23.65%，主要系长期借款的增加。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2018—2020 年底，公司长期借款波动增长，

年均复合增长 22.02%。截至 2020 年底，长期借款较去年底增长 85.75%；长期借款主要由保证借款（占 17.50%）和信用借款（占 80.40%）构成，其余为少量的抵质押借款。

2018—2020 年底，公司应付债券持续下降，年均复合下降 16.38%。截至 2020 年底，公司应付债券较去年底下降 22.74%，主要系一年内到期部分调整至流动负债所致。

表16 截至2021年3月底公司应付债券明细（单位：亿元、%）

发行人	债券简称	发行日期	到期日期	债券余额	证券类别	票面利率
华远国际陆港集团有限公司	18 山西交投 PPN001	2018-04-26	2021-04-26	10.00	定向工具	6.99
	20 华远陆港 CP001	2020-05-15	2021-05-15	15.00	一般短期融资券	2.20
	16 晋交 01	2016-05-31	2021-05-31	10.00	私募债	5.70
	18 山西交投 MTN001	2018-08-06	2021-08-06	17.00	一般中期票据	5.20
	18 山西交投 PPN002	2018-08-08	2021-08-08	5.00	定向工具	7.20
	18 山西交投 PPN003	2018-08-09	2021-08-09	5.00	定向工具	7.20
	18 晋交 03	2018-08-08	2021-08-09	11.40	私募债	7.20
	18 山西交投 MTN002	2018-11-23	2021-11-23	5.00	一般中期票据	7.50
	19 山西交投 MTN001	2019-02-27	2022-02-27	18.00	一般中期票据	4.60
	19 晋交 01	2019-08-12	2022-08-12	15.00	私募债	5.45
	19 晋交 03	2019-10-23	2022-10-23	15.00	私募债	5.43
	19 晋交 Y1	2019-12-30	2022-12-30	10.00	私募债	5.70
	20 能交 01	2020-02-14	2023-02-14	10.00	私募债	4.80
	20 华港 Y1	2020-05-07	2023-05-07	10.00	一般公司债	4.49
	20 华远陆港 MTN001	2020-05-11	2023-05-11	10.00	一般中期票据	3.92
	20 华远陆港 PPN001	2020-05-27	2023-05-27	15.00	定向工具	4.09
	21 华远陆港 PPN001	2021-01-25	2024-01-25	8.00	定向工具	4.75
	20 华远陆港 MTN002	2020-11-05	2025-11-05	10.00	一般中期票据	4.20
子公司（山西汽运）	19 晋汽 02	2019/12/23	2021/12/23	1.20	券商专项资产管理	5.40
	19 晋汽 03	2019/12/23	2022/12/23	1.10	券商专项资产管理	5.90
	19 晋汽次	2019/12/23	2022/12/23	0.50	券商专项资产管理	--
子公司山西省经 济建设投资集团 有限公司	20 晋经建 PPN001	2020/8/31	2023/9/2	5.00	定向工具	5.89
	19 晋经 02	2019/12/26	2024/12/26	5.00	公司债	6.00
	19 晋经建 PPN001	2019/7/11	2022/7/15	5.00	定向工具	4.59
	19 晋经 01	2019/4/16	2024/4/17	5.00	公司债	6.40
	18 晋经建 PPN001	2018/12/5	2021/12/6	5.00	定向工具	4.98
合计				227.20		

资料来源：公司提供

2018—2020 年底，公司长期应付款（合计）快速增长，年均复合增长 57.29%。截至 2020 年底，公司长期应付款较上年底增长 107.66%，其中融资租赁款 12.38 亿元，已计入长期债务核算；专项应付款 9.92 亿元，主要为财政拨款的专项建设资金。

2018—2020 年底，公司递延收益年均复合增长 22.75%。截至 2020 年底，公司递延收益较上年底增长 19.52%，全部为政府补助。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额较 2020 年底小幅增长 3.46%，主要为长期借款的增长。其中，非流动负债占比较 2020 年底进一步小幅上升至 57.94%。

有息债务方面，2018—2020 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 6.37%。截至 2020 年底，公司全部债务为 592.46 亿元，较上年底增长 11.85%，以长期债务为主；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 65.96%、59.86%和 49.48%，较上年底均小幅增长。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 5.09%，主要系长期债务的增加；债务结构方面，短期债务占 32.26%，长期债务占 67.74%，以长期债务为主，且长期债务占比较 2020 年底小幅提升，债务结构持续改善。从债务指标来看，截至 2021 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较上年底提高 1.84 个百分点、2.34 个百分点和 3.24 个百分点。近年来，公司债务负担持续上升，整体债务负担较重。

表 17 公司债务及债务指标情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	153.94	208.72	203.41	200.87
长期债务	369.67	320.98	389.05	421.77
全部债务	523.61	529.70	592.46	622.64
资产负债率	66.30	63.68	65.96	67.80
全部债务资本化比率	60.56	58.15	59.86	62.21
长期债务资本化比率	52.01	45.71	49.48	52.72

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

公司未来债务到期情况如下表所示。公司 2022 年债务到期规模较大，集中兑付压力较大。

表 18 截至 2020 年底公司有息债务剩余期限分布
（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
到期金额	203.41	140.57	96.34	15.97	136.17	592.46

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，政府补助和投资收益对利润贡献程度高，整体盈利能力一般。

表 19 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	248.68	239.96	215.64	65.67
营业成本	231.99	225.81	203.48	62.30
期间费用	17.54	19.30	18.92	4.19
投资收益	0.98	2.83	4.34	0.41
其他收益	3.12	7.73	7.56	1.92
利润总额	2.48	4.17	4.25	1.59
营业利润率	6.19	5.42	5.17	4.68
总资产收益率	1.23	1.33	1.15	--
净资产收益率	0.38	0.67	0.65	--

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2018—2020 年，公司营业总收入持续下降，年均复合下降 6.88%。同期，公司营业成本持续下降，年均复合下降 6.35%。2018—2020 年，公司营业利润率小幅下降。

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 3.86%。2020 年，公司期间费用主要由管理费用（占 52.00%）和财务费用（占 33.03%）构成。2018—2020 年，公司期间费用率分别为 7.05%、8.04%和 8.77%。公司期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2018—2020 年，公司投资收益持续增长，主要来源于可供出售金融资产持有期间和出售时取得的投资收益；其他收益波动增长，年均复合增长 55.68%，主要为

政府补助。同期，公司利润总额持续增长。整体看，政府补助及投资收益为公司利润的重要来源。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率小幅波动下降，净资产收益率小幅波动增长。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 65.67 亿元，营业利润率 4.68%，利润总额为 1.59 亿元。

5. 现金流分析

近年来，随着贸易业务规模的缩减，公司经营活动现金流入和流出规模均有所下降，整体表现为净流入；投资活动现金流持续净流出；随着偿债需求的增加，公司融资力度有所加大。

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入持续下降，年均复合下降 5.46%；经营活动现金流出波动下降，年均复合下降 2.67%。其中，2020 年，公司经营活动现金流入同比下降 7.15%，经营活动现金流出同比下降 7.47%，主要系贸易业务收支的现金流量的下降。收到和支付其他与经营活动有关的现金主要是保证金及与其他单位的往来款。2018—2020 年，公司经营活动净流入量波动下降，年均复合下降 38.47%。2018—2020 年，公司现金收入比逐年下降，2020 年为 80.01%，收入实现质量有待提升。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入持续增长，年均复合增长 69.09%。其中，2020 年，公司投资活动现金流入规模同比增长 61.54%，主要系收回代垫铁路垫资款 42.59 亿元，带动收到其他与投资活动有关的现金大幅增长所致。2018—2020 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 9.01%。其中，2020 年，投资活动现金流出同比增长 28.39%，主要系公司铁路项目持续投入以及购买理财产品投资支付的现金规模增加所致。2018—2020 年，公司投资活动现金流持续呈现净流出。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 12.06%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出年均复合增长 12.80%，主要为偿还债务本息支付的现金。2018—2020 年，公司筹资活动现金净额波动增长，年均复合增长 5.47%。整体看，随着偿债需求的增加，公司融资力度有所加大。

表 20 公司现金流状况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	247.53	209.51	172.54	56.47
经营活动现金流入小计	299.96	288.73	268.09	82.90
购买商品、接受劳务支付的现金	193.80	179.78	131.80	40.77
经营活动现金流出小计	271.76	278.18	257.41	76.59
经营活动现金流量净额	28.20	10.55	10.68	6.30
投资活动现金流入小计	28.59	50.60	81.74	1.68
投资活动现金流出小计	82.43	76.30	97.95	35.80
投资活动现金流量净额	-53.85	-25.70	-16.21	-34.11
筹资活动现金流入小计	261.25	257.56	328.06	69.51
筹资活动现金流出小计	234.26	232.96	298.04	72.33
筹资活动现金流量净额	26.99	24.60	30.02	-2.81
现金收入比	99.54	87.31	80.01	86.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 6.30 亿元；投资活动现金流仍表现为净流出，且净流出规模有所扩大；随着当期偿还债务规模较大，筹资活动现金流呈现小规模净流出。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标均表现尚可，考虑到公司的融资渠道畅通、且作为山西省地方铁路投资建设及运营主体的重要地位，能够持续得到山西省政府的大力支持，公司整体偿债能力极强。

表 21 公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期偿债能力指标				
流动比率	125.87	115.14	120.01	125.69

速动比率	107.79	98.78	97.73	103.21
现金短期债务比	0.93	0.74	0.86	0.78
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	1.77	1.96	2.09	--
全部债务/EBITDA	27.22	23.25	23.60	--

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

从短期偿债能力看，2018—2020 年底，公司流动比率和现金短期债务比均波动下降，速动比率逐年有所下降，截至 2020 年底上述指标分别为 120.01%、0.86 倍和 97.73%。截至 2021 年 3 月底，流动比率和速动比率较 2020 年底均小幅上升，现金短期债务比则小幅下降至 0.78 倍。总体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力看，2020 年，公司 EBITDA 为 25.11 亿元，同比增长 10.19%，主要由折旧（占比 42.86%）、费用化利息支出（占比 35.15%）和利润总额（占比 16.92%）构成。公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 2.09 倍和 23.60 倍，较上年均略有增长。总体看，公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2021 年 3 月底，公司合并口径获得银行授信总额 558.41 亿元，尚未使用的授信额度为 223.53 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保金额合计 11.69 亿元，担保比率为 3.09%，被担保方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 2021 年 3 月底公司对潞安集团担保余额 2.15 亿元。此外，山西省旅游投资控股集团有限公司、山西大地环境投资控股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。

7. 母公司财务概况

母公司主要承担铁路项目投资建设职能，收入主要来源于子公司，母公司债务负担尚可。

截至 2020 年底，母公司资产总额 791.84 亿元，较上年底增长 5.62%。其中，非流动资产占比 74.78%，母公司资产主要由非流动资产构成。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产主要由其他权益工具投资和长期股权投资构成。整体看，母公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，母公司负债总额 452.91 亿元，较上年底增长 9.35%。其中，流动负债和非流动负债分别占比 35.35%和 64.65%。从构成看，流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成；非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至 2020 年底，母公司全部债务 412.86 亿元。其中，短期债务占 29.08%、长期债务占 70.92%，债务结构尚可。截至 2020 年底，母公司短期债务为 120.05 亿元，现金短期债务比为 0.60 倍，存在一定的短期偿付压力。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 57.20%，全部债务资本化比率 54.92%，较上年底变化不大，母公司债务负担尚可。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 338.93 亿元，较上年底略有增长。在所有者权益中，实收资本和资本公积合计占比 92.95%，占比大，母公司所有者权益稳定性好。

公司主营业务收入主要来自于下属各子公司，2020 年，母公司营业收入为 0.36 亿元，利润总额为 0.10 亿元。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为 2.47 亿元，投资活动现金流净额 4.59 亿元，筹资活动现金流净额-5.03 亿元。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 825.18 亿元，所有者权益为 333.46 亿元；母公司全部债务 442.66 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.59%和 57.03%，均较上年底小幅提升。2021 年 1—3 月，母公司营业

收入 0.00 亿元，利润总额 0.03 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，分别相当于 2021 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 2.37% 和 1.61%。本期中期票据的发行对公司现有债务结构和规模影响小。

以 2021 年 3 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 67.80%、62.21% 和 52.72% 上升至 68.07%、62.58% 和 53.30%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟全部用于偿还公司及子公司的有息负债，发行后对公司现有债务的影响将小于上述指标预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 19.24 亿元、22.79 亿元和 25.11 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 1.92 倍、2.28 倍和 2.51 倍。

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 299.96 亿元、288.73 亿元和 268.09 亿元，分别为本期中期票据的 30.00 倍、28.87 倍和 26.81 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 28.20 亿元、10.55 亿元和 10.68 亿元，分别为本期中期票据的 2.82 倍、1.05 倍和 1.07 倍。

考虑到公司作为山西省人民政府省级铁路建设项目出资人代表，业务具有区域垄断优势，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

十、结论

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

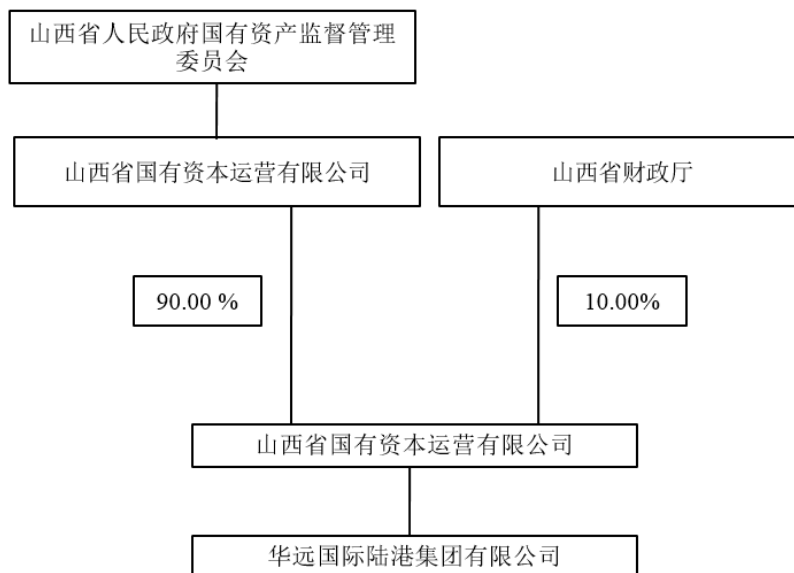
业为主要业务，业务具有区域垄断优势。近年来，公司在资本金注入、政府债券资金拨付和政府补助方面持续获得山西省政府大力支持。

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；但公司主业盈利空间小，整体盈利能力一般；公司债务规模持续增长，债务负担较重，集中偿付压力较大；考虑未来铁路项目投资规模较大，公司外部融资需求较强。

公司作为山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，区域专营性及重要性突出，公司有望持续获得有力的外部支持，经营实力有望维持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

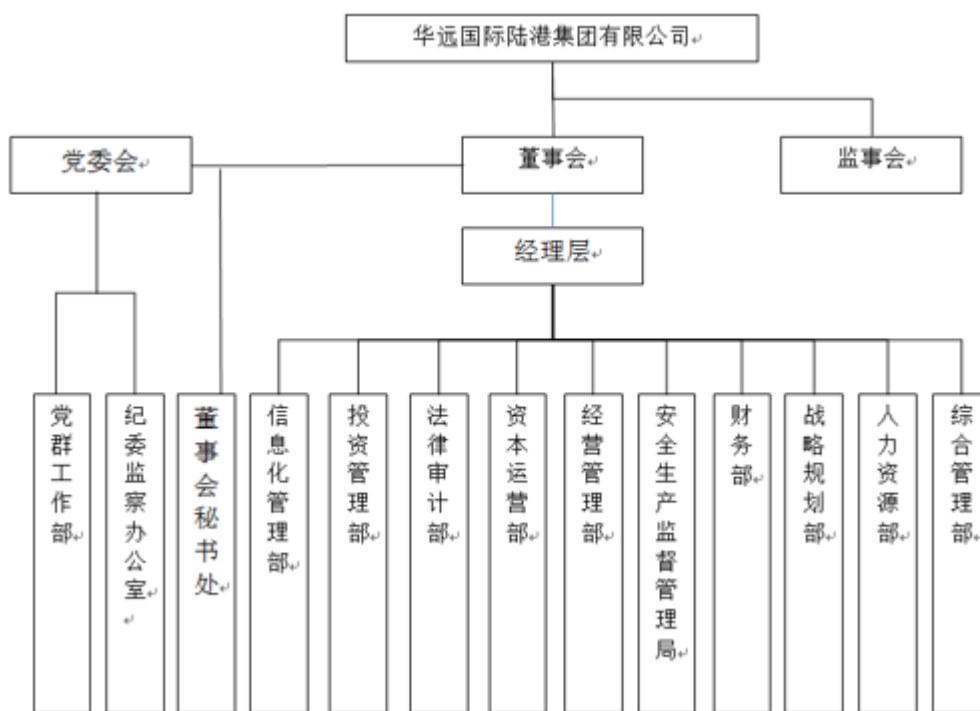
总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	公司名称	持股比例（%）	主要经营范围
1	山西国际物流有限公司	100	物流仓储贸易
2	山西能投汇丰实业有限责任公司	100	其他农业服务
3	晋鲁国际能源投资有限公司	100	物流仓储贸易
4	山西省经济建设投资集团有限公司	100	投资与资产管理
5	山商供应链管理有限公司	100	供应链管理服务
6	山西能投国际贸易有限公司	100	物资贸易
7	山西地方铁路集团有限责任公司	100	铁路运输
8	山西能投传化物流供应链有限公司	50	道路运输
9	山西省物资产业集团有限责任公司	100	物资贸易
10	山西汽车运输集团有限公司	100	道路运输
11	山西大原铁路客运专线有限责任公司	46.62	铁路运输
12	山西能投生物质能开发利用股份有限公司	75.50	热力生产供应
13	山西能投科技有限公司	87.50	专业技术服务
14	山西能投基础设施投资开发有限公司	100	房地产开发
15	华远陆港跨境电子商务有限公司	100	跨境电商
16	华远陆港网络货运（山西）有限公司	100	多式联运
17	华远陆港产业研究院（山西）有限公司	100	铁路运输设备制造、仓储设施建设规划等
18	华远陆港资本运营有限公司	100	投资管理
19	华远国际陆港（大同）集团有限公司	51	园区管理及仓储等
20	山西华远陆港铁路投资有限公司	100	铁路交通基础设施项目投资
21	华远陆港智慧物流科技有限公司	100	技术开发咨询

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	142.77	153.75	175.32	157.27
资产总额（亿元）	1012.12	1049.50	1167.00	1174.67
所有者权益（亿元）	341.07	381.17	397.24	378.28
短期债务（亿元）	153.94	208.72	203.41	200.87
长期债务（亿元）	369.67	320.98	389.05	421.77
全部债务（亿元）	523.61	529.70	592.46	622.64
营业收入（亿元）	248.68	239.96	215.64	65.67
利润总额（亿元）	2.48	4.17	4.25	1.59
EBITDA（亿元）	19.24	22.79	25.11	--
经营性净现金流（亿元）	28.20	10.55	10.68	6.30
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.45	9.08	8.19	--
存货周转次数（次）	4.97	4.37	3.16	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.23	0.19	--
现金收入比（%）	99.54	87.31	80.01	86.00
营业利润率（%）	6.19	5.42	5.17	4.68
总资本收益率（%）	1.23	1.33	1.15	--
净资产收益率（%）	0.38	0.67	0.65	--
长期债务资本化比率（%）	52.01	45.71	49.48	52.72
全部债务资本化比率（%）	60.56	58.15	59.86	62.21
资产负债率（%）	66.30	63.68	65.96	67.80
流动比率（%）	125.87	115.14	120.01	125.69
速动比率（%）	107.79	98.78	97.73	103.21
经营现金流流动负债比（%）	10.03	3.28	3.13	--
现金短期债务比（倍）	0.93	0.74	0.86	0.78
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	1.96	2.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	27.22	23.25	23.60	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、本报告将公司其他应付款、其他流动负债及长期应付款中有息债务部分计入全部债务核算

附件 4 主要财务数据及指标（本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	79.18	69.89	71.78	68.10
资产总额（亿元）	720.57	749.73	791.84	825.18
所有者权益（亿元）	302.85	335.53	338.93	333.46
短期债务（亿元）	97.85	152.17	120.05	119.46
长期债务（亿元）	301.84	244.99	292.81	323.20
全部债务（亿元）	399.69	397.16	412.86	442.66
营业收入（亿元）	0.38	0.34	0.36	0.01
利润总额（亿元）	-0.62	0.13	0.10	0.03
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.47	4.15	2.47	14.83
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.00	1.60	2.01	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	129.27
营业利润率（%）	99.32	99.51	99.35	-362.93
总资本收益率（%）	-0.09	0.02	0.01	--
净资产收益率（%）	-0.21	0.04	0.03	--
长期债务资本化比率（%）	49.92	42.20	46.35	49.22
全部债务资本化比率（%）	56.89	54.21	54.92	57.03
资产负债率（%）	57.97	55.25	57.20	59.59
流动比率（%）	167.25	118.45	124.73	124.15
速动比率（%）	167.25	118.45	124.73	124.15
经营现金流动负债比（%）	3.86	2.45	1.55	--
现金短期债务比（倍）	0.81	0.46	0.60	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、公司未提供母公司现金流量表补充资料，故不计算母公司 EBITDA 等相关数据；3、标示*号的数据因分母为零，数据无意义；

附件 5 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

附件 6-1 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 6-2 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 6-3 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 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。