

信用评级公告

联合〔2023〕1416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 2023 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 2023 年度第一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

二〇二三年三月十日

华远国际陆港集团有限公司 2023 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 个计息年度末附公司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：用于归还到期债务融资工具

评级时间：2023 年 3 月 10 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	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

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。近年来，山西省经济实力稳步增强，公司在资本金注入、政府债券资金拨付和政府补助等方面获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司铁路投资回报率很低，债务负担较重、未来投资压力较大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

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，未来有望持续获得有力的外部支持，公司的经营实力有望维持稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及 2023 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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，2022 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 25642.59 亿元和 3453.9 亿元，分别较上年增长 4.4%和 21.8%。
- 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，且公司是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。2019—2021 年，公司累计获得政府部门注资 168.67 亿元，获得山西省财政厅转拨的政府债券资金 101.71 亿元，获得财政贴息等政府补助 100.65 亿元。

本次评级模型打分表及结果：

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		
个体调整因素			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素			+1	
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

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. 有息债务规模持续增长，债务负担较重，存在集中偿付压力。截至 2022 年 9 月底，公司全部债务 756.65 亿元，较 2019 年底增长 42.85%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.12%和 62.05%。此外，公司 2023—2024 年债务到期规模较大，面临集中兑付压力。
2. 铁路建设项目投资回报率很低。截至 2021 年底，公司参与的重大铁路建设投资项目已完成投资额 498.40 亿元，投资收益很低，且已完工铁路项目大部分仍处于亏损状态。
3. 未来投资压力较大。截至 2021 年底，公司在建铁路建设项目尚需投资 129.38 亿元，投资压力较大。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产（亿元）	153.75	175.35	188.40	229.30
资产总额（亿元）	1049.50	1167.00	1301.21	1407.25
所有者权益（亿元）	381.17	397.24	457.92	462.76
短期债务（亿元）	208.72	203.41	222.27	190.06
长期债务（亿元）	320.98	389.05	452.61	566.59
全部债务（亿元）	529.70	592.46	674.88	756.65
营业总收入（亿元）	239.96	215.64	384.53	351.82
利润总额（亿元）	4.17	4.25	6.01	6.56
EBITDA（亿元）	22.79	25.11	28.09	--
经营性净现金流（亿元）	10.55	10.68	13.36	10.02
营业利润率（%）	5.42	5.17	4.07	3.64
净资产收益率（%）	0.67	0.65	0.63	--
资产负债率（%）	63.68	65.96	64.81	67.12
全部债务资本化比率（%）	58.15	59.86	59.58	62.05
流动比率（%）	115.14	120.01	135.93	157.63
经营现金流动负债比（%）	3.28	3.13	3.79	--
现金短期债务比（倍）	0.74	0.86	0.85	1.21
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	2.09	2.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	23.25	23.60	24.02	--
公司本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额（亿元）	749.73	791.84	955.85	979.69
所有者权益（亿元）	335.53	338.93	347.26	344.36

全部债务（亿元）	397.16	412.86	482.40	538.48
营业收入（亿元）	0.34	0.36	0.40	0.77
利润总额（亿元）	0.13	0.10	0.15	-0.79
资产负债率（%）	55.25	57.20	63.67	64.85
全部债务资本化比率（%）	54.21	54.92	58.14	60.99
流动比率（%）	118.45	124.73	101.14	127.42
经营现金流动负债比（%）	2.45	1.55	12.01	--

注：1. 2022 年三季报未经审计；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

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

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	2022.06.23	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
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编号

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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，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。

六、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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

八、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 2023 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。后经多次股权划转及增资，截至2022年9月底，公司注册资本和实收资本增至231.30亿元，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89.34%、9.84%和0.82%，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2022年9月底，公司本部设置20个职能部门，包括纪委监委室、规划投资部、财务管理部、经营管理部等；拥有纳入合并范围的子公司共21家。

截至2021年底，公司资产总额1301.21亿元，所有者权益457.92亿元（含少数股东权益116.26亿元）；2021年，公司实现营业收入384.53亿元，利润总额6.01亿元。

截至2022年9月底，公司资产总额1407.25亿元，所有者权益462.76亿元（含少

数股东权益117.93亿元）；2022年1—9月，公司实现营业总收入351.82亿元，利润总额6.56亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司已于2022年申请注册总额度为20.00亿元的中期票据，2023年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）计划发行规模为10.00亿元。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。募集资金计划用于归还到期债务融资工具。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022年全年国内生产总值121.02万亿元，不变价同比增长3.00%。分季度来看，一季度GDP稳定增长；二季度GDP同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

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、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速¹（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国

货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

¹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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，

做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

2021 年，在新冠疫情多点局部爆发以及疫情常态化防控的背景下，铁路投资额较上年有所下降但仍保持较大规模；中国铁路客运指标仍未回升至疫前水平，中国铁路持续实施货运增量行动货运指标持续增长。长期来看，随着疫情逐步得到控制以及中国经济

企稳回升，中国铁路客运指标将逐步回升，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑。同时，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 2021 年底，中国铁路营业里程 15.00 万公里，其中高铁 4.00 万公里；复线率 59.5%；电化率 73.30%。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（以下简称“国铁集团”）独资投资建设铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国铁集团控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续的运营管理。

（2）铁路建设资金来源

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。近年来国铁集团先后与全国 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。城际铁路、市域（郊）铁路、支线铁路、铁路专用线建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实施或由地方委托中央企业实施。

除此之外，中国铁路也在积极探索资产上市等增强自身造血能力的路径。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；2021 年，国铁集团完成金鹰重型工程机械股份有限公司以及中铁特物流股份有限公司股改上市，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，2017—2021 年，中国铁路行业固定资产投资始终保持较大规模。2021 年，在新冠疫情多点局部爆发以及疫情常态化防控的背景下，中国铁路固定资产投资累计完成 7489 亿元，较上年（7819 亿元）投资有所下降，但仍维持高位。2017—2021 年，中国铁路投产新线波动幅度较大且高铁

投产新线占比较高。2021 年，中国投产新线 4208 公里，其中高铁投产新线占比为 51.52%。

截至 2021 年底，全国铁路路网密度 156.70 公里/万平方公里，铁路密度仍落后于主要发达国家水平，同时全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
(单位: 亿元、公里、个)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
固定资产投资	8010	8028	8029	7819	7489
投产新线	3038	4683	8489	4933	4208
高铁投产新线	2182	4100	5474	2521	2168
新开工项目数	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，2017—2019 年，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，中国铁路旅客运量及周转量持续增长。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。2021 年，全国铁路旅客发送量回升至 26.12 亿人，同比增长 18.57%；铁路旅客周转量 9567.81 亿人公里，同比增长 15.75%，仍未回升至疫情前水平。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。2021 年，中国铁路深入实施货运增量行动，大力发展多式联运，中国铁路货运总发送量 47.74 亿吨，同比增长 4.88%；铁路货运总周转量 33238.00 亿吨公里，同比增长 8.93%，增速较上年均有所提高。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
全国铁路旅客发送量	30.84	33.75	36.60	22.03	26.12
全国铁路旅客周转量	13456.92	14146.58	14706.64	8266.19	9567.81

全国铁路货运发送量	36.89	40.26	43.89	45.52	47.74
全国铁路货运周转量	26962.20	28820.99	30181.95	30514.46	33238.00

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，国家发展改革委分别在 2015 年 12 月和 2017 年 12 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。2021 年，国务院先后颁布了《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》以及《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》，上述文件对铁路建设的战略目标在前述纲领性文件的基础上进行了进一步细化，并再次明确了铁路建设坚持稳中求进工作总基调，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，科学有序推进铁路规划建设，防范化解债务风险，全面增强铁路安全质量效益、服务保障能力和综合发展实力。

（5）未来发展

长期而言，随着疫情逐步得到控制以及经济企稳回升，中国铁路客运指标将逐步回

升，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑。同时，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，我国铁路 1 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。届时，不同铁路间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好基础。

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，近年来经济实力有所增强，一般公共预算收入稳步增长，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。

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。2020—2022 年，山西省分别实现地区生产总值（GDP）17651.93 亿元、22590.16 亿元和 25642.59 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 3.6%、9.10% 和 4.4%。其中，2022 年第一产业增加值为 1340.40 亿元，增长 5.1%；

第二产业增加值为 13840.85 亿元,增长 6.2%;第三产业增加值为 10461.34 亿元,增长 2.7%。截至 2021 年底,山西省常住人口 3480.48 万人,较上年末下降 0.29%;城镇化率为 63.42%。

具体来看,2022 年,山西省规模以上工业增加值按可比价格计算比上年增长 8.0%,快于全国 (3.6%) 4.4 个百分点;固定资产投资比上年增长 5.9%,增速快于全国 (5.1%) 0.8 个百分点,三次产业投资比例为 5.9: 38.7: 55.3。

2020—2022 年,山西省分别实现一般公共预算收入 2296.5 亿元、2834.61 亿元和 3453.9 亿元,分别同比增长-2.2%、23.4%和 21.8%。其中,2022 年,山西省税收收入完成 2696.4 亿元,增长 28.7%,税收收入占一般公共预算收入的 78.07%,一般公共预算收入质量较好。全省一般公共预算支出 5872.6 亿元,比上年增长 16.3%,财政自给率 58.81%,财政自给程度一般。根据《关于山西省 2021 年全省和省本级预算执行情况与 2022 年全省和省本级预算草案的报告》,2021 年,山西省政府性基金预算收入完成 980.49 亿元,为预算的 78.6%,同比下降 14.90%,主要系土地出让收入有所下降所致;2022 年,山西省政府性基金预算收入预算数为 1067.97 亿元。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 9 月底,公司控股股东为晋国资,实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司在山西省铁路建设及省内地方铁路运输领域保持垄断优势,并在山西省客运行业占据主导地位。

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 2022 年 9 月底,公司实际控制并运营的地方铁路专用线合计运营里程 327.64 公里,2021 年货物发运量 3426.94 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 100 余条地方铁路专用线。

公司全资子公司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。

3. 人员素质

公司高管人员行业管理经验丰富,总经理暂时空缺,待山西省人民政府任命;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2022年9月底,公司高管人员包括董事长兼党委书记1名、副总经理4名、总会计师1名、总工程师1名。公司目前总经理暂时空缺,待山西省人民政府任命,公司副总经理协助董事长暂时主持日常经营管理工作。

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2022年12月，任公司副董事长、总经理；2022年12月至今，任公司党委书记、董事长。

截至2022年9月底，公司本部员工中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17.00%；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. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好，子公司存在失信被执行的情况。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：1401010001187993），截至2023年3月9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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2023年3月9日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单；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，未履行金额合计约3062.81万元。

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。

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。董事会由8名董事组成，设董事长1名、董事2名、专职外部董事5名。其中专职外部董事由山西省人民政府任命，其余董事由山西省国资委从董事会成员中指定。董事任期3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》，山西省不再设立国有重点大型企业监事会。

公司设总经理1名（目前待任命），副总经理4名，总会计师和总工程师各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

2019—2021 年，公司营业总收入波动增长，综合毛利率小幅下降。2021 年，随着公司现代物流和现代服务业务收入的大幅增长，公司营业总收入快速增长，但综合毛利率小幅下滑。

2019—2021 年，公司营业总收入波动增长。其中，2021 年，公司营业总收入较上年增长 78.32%，主要系现代物流和现代服务业务收入规模大幅增长所致。具体来看，公司营业总收入以铁路运营、现代物流业和现代服务业三大板块为主，2021 年合计占比为 98.01%。

毛利率方面，2019—2021 年，公司综合毛利率小幅下降，主要系现代服务业务毛利率下降所致，铁路运营业务和现代物流业务毛利率较为稳定。

2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 351.82 亿元，较上年同期大幅增长 41.78%。同期，公司综合毛利率为 3.88%，较 2021 年小幅下滑。

表 4 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铁路运营	31.34	13.06	13.94	31.09	14.42	15.43	33.04	8.59	15.53	27.62	7.85	15.43
现代物流业	143.80	59.93	2.28	121.65	56.41	2.21	200.31	52.09	2.16	225.44	64.08	2.55
现代服务业	51.33	21.39	6.41	60.38	28.00	5.47	143.53	37.33	3.74	90.70	25.78	1.17
新能源产业	11.98	4.99	17.95	1.52	0.70	38.02	5.56	1.44	20.79	4.76	1.35	16.10
金融服务业	1.52	0.63	70.38	1.01	0.47	76.61	2.09	0.54	67.93	3.30	0.94	55.33
合计	239.96	100.00	5.90	215.64	100.00	5.63	384.53	100.00	4.53	351.82	100.00	3.88

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

近年来，公司持续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；铁路

运营业务收入波动增长，毛利率较为稳定。

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 2021 年底，公司已参与投资建设 11 条铁路及太原南站枢纽，计划总投资 4103.13 亿元，需由公司代表山西省政府直接投入资金 686.69 亿元，公司已完成投资 557.42 亿元。

表 5 截至 2021 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	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	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	61.40	已完工
太焦铁路	431.30	392.22	123.10	61.41	123.10	已完工
集大原铁路	339.30	248.21	130.30	74.99	57.14	在建
雄忻铁路	572.40	192.06	58.10	60.46	1.88	在建
合计	4103.13	2702.78	686.69	--	557.42	--

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 11.55 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. 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

资料来源：公司提供

截至 2021 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 498.40 亿元，仅黄韩侯铁路 2020 年产生 0.27 亿元投资收益（2021 年以来根据国家铁路局要求，暂未分红），其余铁路尚未产生投资收益，持续亏损。同期，公司在建铁路项目为集大原铁路和雄忻铁路，公司计划总投资额 188.40 亿元，累计已投资 59.02 亿元，尚需投资 129.38 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—2021 年公司分别

收到山西省政府铁路投资建设的各项资金约 62.45 亿元、58.55 亿元和 46.00 亿元（包括计入“其他应付款”“实收资本”“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）。

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 2022 年 9 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6 公司地方铁路运营情况

铁路线	运营里程 (公里)	货物发运量(万吨)				营业收入(亿元)			
		2019年	2020年	2021年	2022年1-9月	2019年	2020年	2021年	2022年1-9月
孝柳铁路	116.00	1748.21	2275.14	2242.14	1754.86	21.48	20.58	22.49	18.41
宁静铁路	93.64	349.00	482.24	551.72	296.59	0.88	1.09	3.99	1.33
武沁铁路	118.00	553.21	662.35	633.08	550.73	1.41	2.51	2.64	2.72
合计	327.64	2650.42	3419.73	3426.94	2602.18	23.77	24.18	29.12	22.46

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—2021年，随着货运量的提升以及运输费用优惠政策的结束，铁路运营收入逐年增长。

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。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 100 余条，公司仅将按照一定比例计提的管理费用确认收入，收入规模较小，对铁路运输收入影响不大。

(2) 现代服务业

2019—2021 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较快增长，网络货运、进出口加工及跨境业务等第三方货运物流业务规模扩大，带动公司现代服务板块收入规模快速增长，但盈利空间有限。

公司现代服务板块传统业务为汽车运输，由子公司山西汽运经营；除汽车运输外，该板块还包含网络货运、进出口加工及跨境业务、驾校、铁路沿线土地综合开发业务、装配式建筑产业板块、物业管理服务等多个子板块，主要为传统汽车运输业务的衍生服务业务等。2021 年，公司现代服务业收入同比大幅增长 137.71%，主要系网络货运、进出口加工及跨境业务等衍生服务业务收入的增加。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，2019—2020 年，公司汽车运输收入较为稳定；2021 年，随着货运业务量的增加，汽车运输收入较上年大幅增长 46.65%。

表7 汽车运输相关收入主要构成情况(单位：亿元、%)

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客 运	7.50	23.63	4.40	14.06	4.56	9.93	1.79	5.17
货 运	16.05	50.57	15.81	50.51	34.91	76.06	28.07	81.06
汽车修理及配件销售	8.19	25.80	11.09	35.43	6.43	14.01	4.77	13.77
合 计	31.74	100.00	31.30	100.00	45.90	100.00	34.63	100.00

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 年疫情以来，山西汽运客运业务班线有所调整，各种类的客运班线均有所缩减，其

中市际班线、区内及农村班线和旅游班线减少尤为明显。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，2019—2021年，客运业务收入规模波动下降，其中2021年较上年小幅增长3.64%，客运量增幅远大于收入增幅主要系市内短途客流恢复较大而票价较低所致。

表8 公司主要客运经营指标情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
客运车辆（辆）	8133	7884	8090	8010
公司化经营班线（班次）	1211	1006	783	716
市际班线（班次）	1300	337	259	330
区内及农村班线（班次）	1604	204	305	155
旅游班线（班次）	370	--	30	34
客运站（个）	111	121	122	122
公路客运量（亿人）	1.12	0.55	1.29	0.13
货运车辆（辆）	--	3850	5223	5557
公路货运量（万吨）	--	--	5903	3239

资料来源：公司提供

货运方面，疫情以来，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。2021年以来，公司货运车辆和货运量均有所增长，截至2022年9月底，公司运营的货运车辆5557辆，较上年底进一步增长6.39%。2021年，货运收入较上年大幅增长120.81%；2022年1—9月，货运收入为28.07

亿元，相当于2021年全年的80.41%。

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。2019—2021年，山西汽运汽车维修及配件销售收入波动下降。其中，2021年，山西汽运汽车维修及配件销售收入较上年下降42.02%，主要系随着当年货运车辆的增长，该业务主要用于供应内需所致。截至2022年9月底，公司拥有19个汽车维修厂站，遍布山西省各地市，其中一类维修企业16个，二类维修企业3个，各类特约维修服务站217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。

此外，2021年，公司加快第三方物流发展步伐，逐步构建起较为完善的营销物流网络，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。2021年，公司实现网络货运收入50.80亿元、进出口加工及跨境业务收入14.34亿元，主要为第三方货运物流业务，毛利率水平平均较低。

（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，2021年以来随着煤炭行情的好转、平均售价大幅上升，公司煤炭贸易收入大幅增长。

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。2019—2021年，公司现代物流业收入波动增长，2021年及2022年1—9月分别为200.31亿元和54.05亿元，毛利率较低。

表9 公司主要贸易品种销售情况（单位：万吨、亿元）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年1—9月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
煤炭	1657.60	68.16	1194.05	63.08	1231.97	134.18	1079.34	154.76
钢材	79.54	29.83	60.85	27.69	53.93	30.07	59.27	25.32
化工	5.04	2.48	8.11	1.79	7.00	1.62	2.19	1.36

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1—9 月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
非煤矿产	193.34	28.84	77.17	25.51	36.00	27.47	16.92	19.65
合计	1935.52	129.31	1340.18	118.07	1328.90	193.33	1157.72	201.09

注：尾差系四舍五入所致
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%。2019—2020 年，公司煤炭销售量和销售收入均有所下降；2021 年，煤炭销售量同比小幅增长 3.18%，同时，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 106.17%，带动煤炭销售收入同比增长 112.71%，煤炭在贸易收入中的比重由 2020 年的 51.85% 上升至 66.99%。2022 年 1—9 月，公司实现煤炭销售收入 154.74 亿元，占贸易收入的比重进一步上升。

表 10 公司煤炭贸易销售情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
煤炭贸易量（万吨）	1657.60	1194.05	1231.97
煤炭销售收入（亿元）	68.16	63.08	134.18
平均售价（元/吨）	447.08	528.27	1089.15

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企业或贸易企业等。2021 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 273.47 万吨和 337.30 万吨，占总采购量和总销量的比重分别为 22.76% 和 27.38%，集中度均不高。公司煤炭贸易业务延续以销定采的模式，因其采用预收现付制，资金回笼较好。

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”。2021 年，公司钢材贸易量同比下降 11.37%，受益于钢材价格的上涨，钢材贸易收入同比增长 8.60%，占公司贸易收入的 15.01%。2022 年 1—9 月，钢材销售量超过 2021 年全年，受价格有所下降的影响，当期收入仅为 2021 年全年的 84.20%。

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。2019—2021 年，受贸易品种单价差异较大的影响，非煤矿产销量和收入变化幅度差异大，整体收入小幅波动下滑。2022 年 1—9 月，非煤矿产收入 19.65 亿元，相当于 2021 年的 71.53%。

（4）其他业务

公司其他业务主要包括新能源业务和金融服务业务，收入规模均较小，对公司整体收入和利润影响有限。

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，2019—2021 年收入波动下降，主要受疫情影响市民出行减少导致天然气需求下降所致。2022 年 1—9 月，公司实现新能源业务收入 4.76 亿元；毛利率为 16.10%，较上年小幅下降。

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，2019—2021 年收入波动增长，2021 年及 2022 年 1—9 月，公司分别实现金融服务收入 2.09 亿元和 3.30 亿元，整体收入规模较小，毛利率水平高。公司金融服务业以中、小型企业为主，截至 2022 年 9 月底，公司因客户贷款逾期或担保代偿正在追偿的规模为 1358.97 万元，整体风险可控。

3. 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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2019—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，2021 年度合并财务报表经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司 2022 年三季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，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服务有限公司控股权，规模均小；2021 年，公司合并范围内新增子公司 4 家，均为投资设立且规模较小；

2022 年 1—9 月，公司合并范围未发生变化。截至 2022 年 9 月底，公司拥有合并范围内子公司 21 家。近年来，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，公司资产规模稳定增长，货币资金及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。

2019—2021 年底，公司资产规模持续增长，2021 年底较上年底增长 11.50%，以非流动资产为主，资产结构较上年变化不大。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年底		2021 年底		2022 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	143.98	13.72	170.69	14.63	147.15	11.31	190.71	13.55
应收账款	19.33	1.84	23.66	2.03	27.43	2.11	57.80	4.11
预付款项	26.09	2.49	27.32	2.34	43.00	3.30	55.79	3.96
其他应收款（合计）	113.77	10.84	98.29	8.42	118.98	9.14	96.81	6.88
存货	52.63	5.01	76.08	6.52	87.25	6.71	89.67	6.37
流动资产	370.60	35.31	409.71	35.11	479.08	36.82	536.84	38.15
可供出售金融资产	387.69	36.94	490.19	42.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	494.76	38.02	523.60	37.21
固定资产	92.32	8.80	100.34	8.60	101.83	7.83	101.22	7.19
在建工程	77.79	7.41	115.01	9.86	127.08	9.77	137.23	9.75
非流动资产	678.90	64.69	757.30	64.89	822.13	63.18	870.40	61.85
资产总额	1049.50	100.00	1167.00	100.00	1301.21	100.00	1407.25	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019—2021 年，公司货币资金波动增长，2021 年底主要由银行存款构成（占 93.17%），受限货币资金 4.56 亿元，用于质押贷款及开具承兑汇票保证金。

截至 2021 年底，公司交易性金融资产较上年底增加 36.74 亿元至 37.54 亿元，主要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等国有企业以及部分民营上市公司的股票、认购的中国银行结构性存款产品等。

2019—2021 年，公司应收账款逐年增长，2021 年底较上年底增长 15.95%，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 72.55%），账龄较短；累计计提坏账准备 3.99 亿元。集中度方面，公司前五大欠款方合计欠款占比为 27.15%，集中度较低。

2019—2021 年，公司预付款项持续增长，2021 年底较上年底增长 57.36%，主要系预付的工程款和贸易相关款项，预付前五大客户主要

为大同市集大原高铁项目办公室、朔州市太原客专建设总指挥部办公室、忻州市太原客专项目建设指挥部等企事业单位。

2019—2021 年，公司其他应收款波动增长，2021 年底较上年底增长 21.05%，主要为应收财政贴息款 22.60 亿元、铁路投资款 15.80 亿元、资金借贷款 15.00 亿元以及垫支款、代收代付款和外部单位往来款等 64.74 亿元。其他应收款前五大欠款方主要为政府部门及国有企业，其中应收山西蓝图化工工程设计有限公司（以下简称“蓝图设计公司”）非经营性购房款 5.04 亿元，蓝图设计公司为民营企业，目前因经营异常被吊销营业执照，公司对其应收款项面临较大的回收风险，未来计提坏账损失的可能性较大；应收前五大欠款方合计金额占比为 53.28%，集中度一般；从前五大欠款方的账龄看，1 年以内占 64.44%、1~2 年占 19.07%，整体账龄较短。

表 12 截至 2021 年底公司前五大其他应收款情况

债务人名称	款项性质	账面余额 (亿元)	占比 (%)
山西省财政厅	财政贴息	22.60	18.60
太原铁路局太原枢纽建设指挥部	暂付南站投资款	15.80	13.00
晋能控股集团有限公司	借款	15.00	12.34
太原万物都荟房地产开发有限公司	周转往来款	6.32	5.20
山西蓝图化工工程设计有限公司	购房款	5.04	4.15
合计	--	64.76	53.28

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告整理

2019—2021 年，公司存货持续增长，2021 年底较上年底增长 14.68%，主要为自制半成品及在产品的增长。存货主要由物流业务库存商品（14.26 亿元）和房地产业务自制半成品（63.45 亿元）及开发成本（8.68 亿元）构成，累计计提跌价准备 3595.28 万元。

2019—2020 年，公司可供出售金融资产保持增长。截至 2021 年底，可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资科目，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。

2019—2021 年，公司固定资产小幅增长，2021 年底主要由房屋及建筑物 59.86 亿元、机器设备 17.98 亿元和运输工具 14.88 亿元构成，累计计提折旧 65.60 亿元，固定资产成新率 60.80%。

2019—2021 年，公司在建工程较快增长，2021 年底较上年底增长 10.50%，主要系对太原铁路、晋城东站站前广场及丹河快线“1+3”项目一期工程、新建大同至原平客运专线项目等现代服务业板块客运线路和货运线路建设维护持续投入所致。

受限资产方面，截至 2021 年底，公司受限资产 5.05 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 4.56 亿元，其余为少量的应收票据和固定资产抵质押。受限资产占 2021 年底总资产的比重为 0.39%，受限比例低。

截至 2022 年 9 月底，公司资产总额 1407.25 亿元，较上年底增长 8.15%，仍以非流动资产为主。其中，货币资金较上年底增长 29.60%，主要系银行贷款、发行债券等债务融资增加所致；应收账款较上年底增长 110.72%，主要为应收贸易货款的增加。

3. 资本结构

近年来，随着山西省财政厅对公司注资以及各级政府部门对公司投资的铁路项目增资，公司所有者权益稳定增长，权益稳定性较强；债务规模持续增长，债务负担较重，且 2023-2024 年存在集中兑付压力。

所有者权益

2019—2021 年，公司所有者权益稳定增长，2021 年底较上年底增长 15.28%，其中实收资本、资本公积占比合计 69.17%，权益稳定性较强。

表 13 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年底		2021 年底		2022 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	181.97	47.74	225.60	56.79	231.30	50.51	231.30	49.98
资本公积	87.08	22.85	87.18	21.95	85.46	18.66	84.80	18.32
其他权益工具	65.00	17.05	25.00	6.29	12.00	2.62	12.00	2.59
归属于母公司的所有者权益	345.38	90.61	348.14	87.64	341.66	74.61	344.84	74.52
少数股东权益	35.79	9.39	49.09	12.36	116.26	25.39	117.93	25.48
所有者权益合计	381.17	100.00	397.24	100.00	457.92	100.00	462.76	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019—2021 年，公司实收资本持续增长，其中，2020 年底较 2019 年底增长 23.98%，系山西省财政厅对公司资产及货币注资；2021 年底较 2020 年底增长 2.53%，系山西省财政厅对公司货币注资以及国开基金投资款由资本公积转入实收资本所致。

截至 2021 年底，其他权益工具全部为公司发行的“2021 年中保投资永续中票”，较上年底减少 13.00 亿元，系公司赎回部分永续债券所致。

2019—2021 年，少数股东权益持续增长，2021 年底较上年底增加 67.17 亿元，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。

截至 2022 年 9 月底，公司所有者权益较上年底略有增长，系来自未分配利润的增加。

负债

2019—2021 年，公司负债总额持续增长，2021 年底以非流动负债为主。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年底		2021 年底		2022 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	24.97	3.74	46.63	6.06	44.18	5.24	40.45	4.28
应付账款	25.85	3.87	29.48	3.83	32.97	3.91	50.84	5.38
其他应付款（合计）	67.87	10.15	83.26	10.82	68.98	8.18	70.58	7.47
一年内到期的非流动负债	168.14	25.16	130.64	16.97	156.15	18.52	111.13	11.77
流动负债	321.88	48.16	341.39	44.35	352.45	41.79	340.56	36.06
长期借款	126.21	18.88	234.44	30.46	309.50	36.70	401.43	42.50
应付债券	184.10	27.55	142.24	18.48	129.00	15.30	152.10	16.10
长期应付款（合计）	11.10	1.66	23.06	3.00	22.93	2.72	22.29	2.36
递延收益	22.81	3.41	27.26	3.54	26.80	3.18	26.44	2.80
非流动负债	346.45	51.84	428.38	55.65	490.85	58.21	603.92	63.94
负债总额	668.33	100.00	769.76	100.00	843.30	100.00	944.48	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019—2021 年，公司短期借款波动增长，2021 年底主要由保证借款和信用借款构成。

2019—2021 年，公司应付账款有所增长，2021 年底较上年底增长 11.83%，主要系应付贸易货款的增加。

2019—2021 年，公司其他应付款（合计）波动增长，2021 年底较上年底下降 17.15%，主要系应付咨询费等其他费用减少所致；其他应付款主要为往来款及借款、保证金、质保金等，本报告将其他应付款付息部分计入短期债务。

2019—2021 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，2021 年底主要由一年内到期的长期借款 67.80 亿元和一年内到期的应付债券 86.04 亿元构成。

2019—2021 年，公司长期借款快速增长，2021 年底主要为信用借款（占 81.00%）。

2019—2021 年，公司应付债券逐年下降，2021 年底较上年下降 9.31%，主要系偿还部分债券以及一年内到期部分调整至流动负债所致。

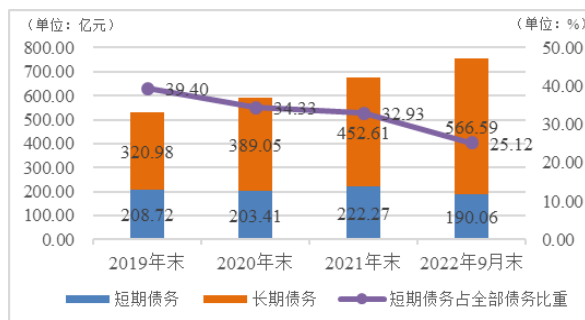
2019—2021 年，公司长期应付款（合计）波动增长，主要为专项应付款的增加。截至 2021 年底，公司长期应付款与上年基本持平，其中专项应付款 9.88 亿元，主要为财政拨付的专项建设资金；融资租赁款 13.05 亿元，均已调整至有息债务核算。

2019—2021 年，公司递延收益波动增长，2021 年底较上年下降 1.69%，全部为政府补助。

截至 2022 年 9 月底，公司负债总额较 2021 年底小幅增长 12.00%，主要来自长期借款和应付债券的增长，长期借款融资成本以 3.55%~5.23% 为主，存续债券票面利率在 3.20%~6.40% 之间。

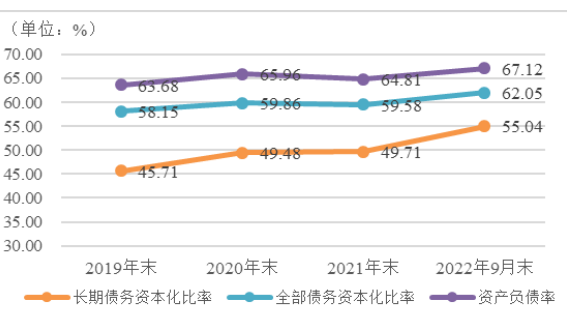
有息债务方面，2019—2021 年，公司全部债务持续增长，截至 2021 年底为 674.88 亿元，以长期债务为主，融资渠道以银行贷款（占比约 56.85%）和债券（占比约 30.01%）为主，其余为少量的融资租赁和往来拆借资金；2019—2021 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动上升，长期债务资本化比率持续上升。截至 2022 年 9 月底，公司上述指标较 2021 年底均小幅上升。整体看，公司债务负担较重。

图1 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供数据整理

图2 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供数据整理

公司未来债务到期情况如下表所示。公司 2023—2024 年债务到期规模较大，存在集中兑付压力。

表 15 截至 2022 年 9 月底公司有息债务到期分布
(单位：亿元)

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上
到期金额	190.06	140.24	87.56	338.79

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

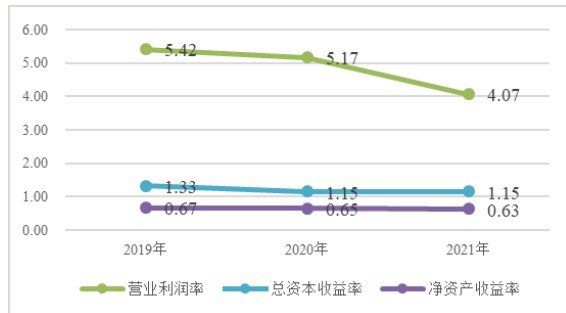
2019—2021 年，公司营业总收入波动增长，政府补助和投资收益对利润贡献程度高。

表 16 公司盈利情况 (单位：亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
营业总收入	239.96	215.64	384.53	351.82
营业成本	225.81	203.48	367.12	338.16
期间费用	19.30	18.92	23.34	15.56
投资收益	2.83	4.34	2.59	1.39
其他收益	7.73	7.56	8.82	2.13
利润总额	4.17	4.25	6.01	6.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图 3 公司盈利指标变化情况 (单位: %)



资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021 年, 公司营业总收入和营业成本波动增长, 2021 年分别同比增长 78.32% 和 80.43%; 营业利润率为 4.07%, 较 2020 年小幅下降。

2019—2021 年, 公司期间费用波动增长, 2021 年同比增长 23.38%, 主要由管理费用 (占 48.79%) 和财务费用 (占 34.35%) 构成。2021 年, 期间费用率为 6.07%, 期间费用控制能力尚可。

2019—2021 年, 公司投资收益波动下降, 2021 年为 2.59 亿元, 主要来源于其他权益工具投资持有期间和出售时取得的投资收益。2019—2021 年政府补助规模较为稳定, 其中, 2021 年, 除政府贴息外, 公司收到计入损益的政府补助为 8.82 亿元。2019—2021 年, 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。

从主要盈利指标看, 2019—2021 年, 公司总资产收益率和净资产收益率较为稳定。

2022 年 1—9 月, 公司实现营业总收入 351.82 亿元, 营业利润率 3.64%, 利润总额为 6.56 亿元。

5. 现金流分析

2019—2021 年, 公司经营活动现金保持净流入状态, 投资活动现金流持续净流出, 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。

从经营活动来看, 2019—2021 年, 公司经营活动现金流入和经营活动现金流出规模波动

增长。其中, 2021 年, 随着贸易业务和现代服务业收入的大幅增长, 公司经营活动现金流入同比增长 62.04%; 同期, 经营活动现金流出同比增长 63.57%。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。2019—2021 年, 公司经营活动现金保持净流入状态。同期, 现金收入比均保持在 80% 以上, 整体收入实现质量尚可。

从投资活动来看, 2019—2021 年, 公司投资活动现金流入波动增长。其中, 2021 年, 公司投资活动现金流入同比下降 30.13%, 主要系当年收到代建铁路垫资款减少; 投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金 10.32 亿元、收到政府贴息款 23.00 亿元和收到工程退款等其他投资相关款项 20.57 亿元。2019—2021 年, 投资活动现金流出较快增长, 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。同期, 公司投资活动现金流持续呈净流出状态。

从筹资活动来看, 2019—2021 年, 公司筹资活动现金流入波动增长, 主要为取得银行贷款、外部资金拆借等收到的现金; 筹资活动现金流出较快增长, 主要为偿还债务本息支付的现金。同期, 公司筹资活动保持净流入。

表 17 公司现金流状况 (单位: 亿元、%)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-9月
经营活动现金流入小计	288.73	268.09	434.42	419.92
经营活动现金流出小计	278.18	257.41	421.05	409.90
经营活动现金流量净额	10.55	10.68	13.36	10.02
投资活动现金流入小计	50.60	81.74	57.11	69.82
投资活动现金流出小计	76.30	97.95	101.07	81.41
投资活动现金流量净额	-25.70	-16.21	-43.96	-11.59
筹资活动现金流入小计	257.56	328.06	321.22	260.13
筹资活动现金流出小计	232.96	298.04	305.23	229.45
筹资活动现金流量净额	24.60	30.02	15.99	30.68
现金收入比	87.31	80.01	86.52	87.24

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2022 年 1—9 月，公司经营活动现金维持净流入；投资活动现金流持续净流出；公司保持较大融资力度，筹资活动现金流持续净流入。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标较强，长期偿债指标表现尚可，间接融资渠道通畅，或有负债风险可控。

表18 公司偿债指标

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	115.14	120.01	135.93	157.63
速动比率(%)	98.78	97.73	111.17	131.30
经营现金流动负债比(%)	3.28	3.13	3.79	--
现金短期债务比(倍)	0.74	0.86	0.85	1.21
长期偿债能力指标				
EBITDA(亿元)	22.79	25.11	28.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.25	23.60	24.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.96	2.09	2.09	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从短期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所上升。截至 2022 年 9 月底，流动比率和速动比率较 2021 年底进一步上升，现金短期债务比为 1.21 倍。公司短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 逐年增长，2021 年同比增长 11.90%，主要由折旧（占 31.74%）、费用化利息支出（占 36.01%）和利润总额（占 21.39%）构成。公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 较为稳定，2021 年分别为 24.02 倍和 2.09 倍。公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2022 年 9 月底，公司获得银行授信总额 1437.45 亿元，尚未使用的授信额度为 551.87 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2021 年底，公司对外担保金额合计 12.65 亿元，担保比率为 2.76%，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 年底公司对潞安集团担保余额 1.65 亿元。此外，被担保方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晋国资实际控制企业，公司未对被担保企业进行过代偿。总体看，公司或有风险可控。

7. 公司本部财务分析

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，公司本部债务负担较重，短期偿债压力不大。

截至 2021 年底，公司本部资产总额 955.85 亿元，较上年底增长 20.71%，主要为其他应收款和股权投资类科目的增长。截至 2021 年底，公司本部货币资金为 79.05 亿元。

截至 2021 年底，公司本部负债总额 608.59 亿元，较上年底增长 34.37%，主要为其他应付款和长期借款的增长。截至 2021 年底，公司本部全部债务 482.40 亿元，以长期债务（占 75.83%）为主。截至 2021 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.67% 和 58.14%，现金短期债务比为 0.75 倍。

截至 2021 年底，公司本部所有者权益为 347.26 亿元，较上年底增长 2.46%。其中，实收资本和资本公积分别占 66.61% 和 30.21%，所有者权益稳定性较好。

2021 年，公司本部营业收入为 0.40 亿元，投资收益为 3.08 亿元，利润总额为 0.15 亿元，利润的实现对外投资收益依赖较大。

现金流方面，2021 年，公司本部经营活动现金流净额为 29.15 亿元，投资活动现金流净额 -40.96 亿元，筹资活动现金流净额 26.69 亿元，公司本部投资活动所需资金对外部融资存在较大依赖。

截至 2022 年 9 月底，公司本部资产总额 979.69 亿元，所有者权益为 344.36 亿元，资产

负债率 64.85%；全部债务 538.48 亿元，全部债务资本化比率 60.99%，现金短期债务比为 1.21 倍，公司本部债务负担较重，短期偿债压力不大。2022 年 1—9 月，公司本部营业收入 0.77 亿元，利润总额-0.79 亿元。

九、外部支持

近年来，山西省政府在资本金注入、地方政府债券资金拨付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。

2021 年，根据晋财建〔2021〕156 号文件，山西省财政厅将 3.80 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金。

政府债券资金转拨

2019—2021 年，公司收到山西省政府转贷的地方政府债券（包含再融资一般债券、专项债券、结余专项债券调整资金等）分别为 35.88 亿元、46.63 亿元和 19.20 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

2019—2021 年及 2022 年 1—9 月，公司分别收到山西省财政厅拨付的政府补助资金 31.73 亿元、37.10 亿元、31.82 亿元和 29.34 亿元，其中财政贴息分别为 24.00 亿元、29.54 亿元、23.00 亿元和 23.16 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。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务结构和规模影响小，公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障程度均较低。

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 2022 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 1.76% 和 1.32%。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 2022 年 9 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 67.12%、62.05% 和 55.04% 上升至 67.35%、62.36% 和 55.48%，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计划用于偿还到期债务融资工具，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

本期中期票据发行后，公司 2021 年经营现金流入量、经营现金净流量和 EBITDA 对长期债务的保障程度均较低。

表 19 本期中期票据偿还能力测算

项目	2022 年 9 月底
发行后长期债务*（亿元）	576.59
2021 年经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	0.75
2021 年经营活动现金净流量/发行后长期债务（倍）	0.02
发行后长期债务/EBITDA（倍）	20.52

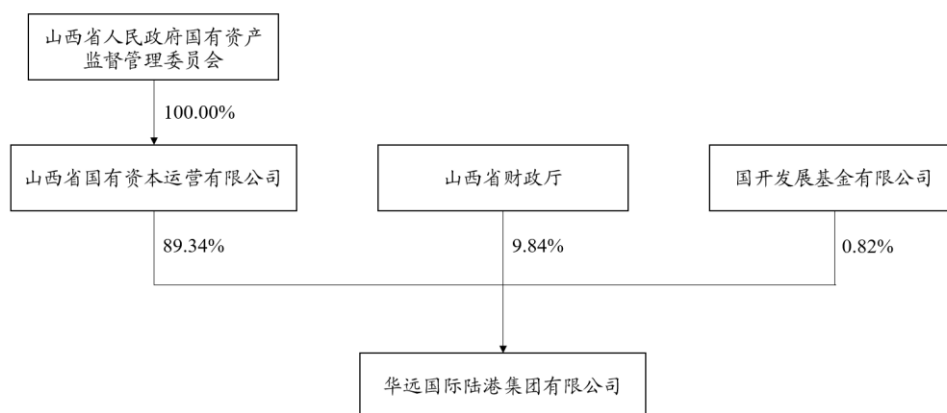
注：1、发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额；2、经营活动现金流入、经营活动现金净流量和 EBITDA 为 2021 年数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、 结论

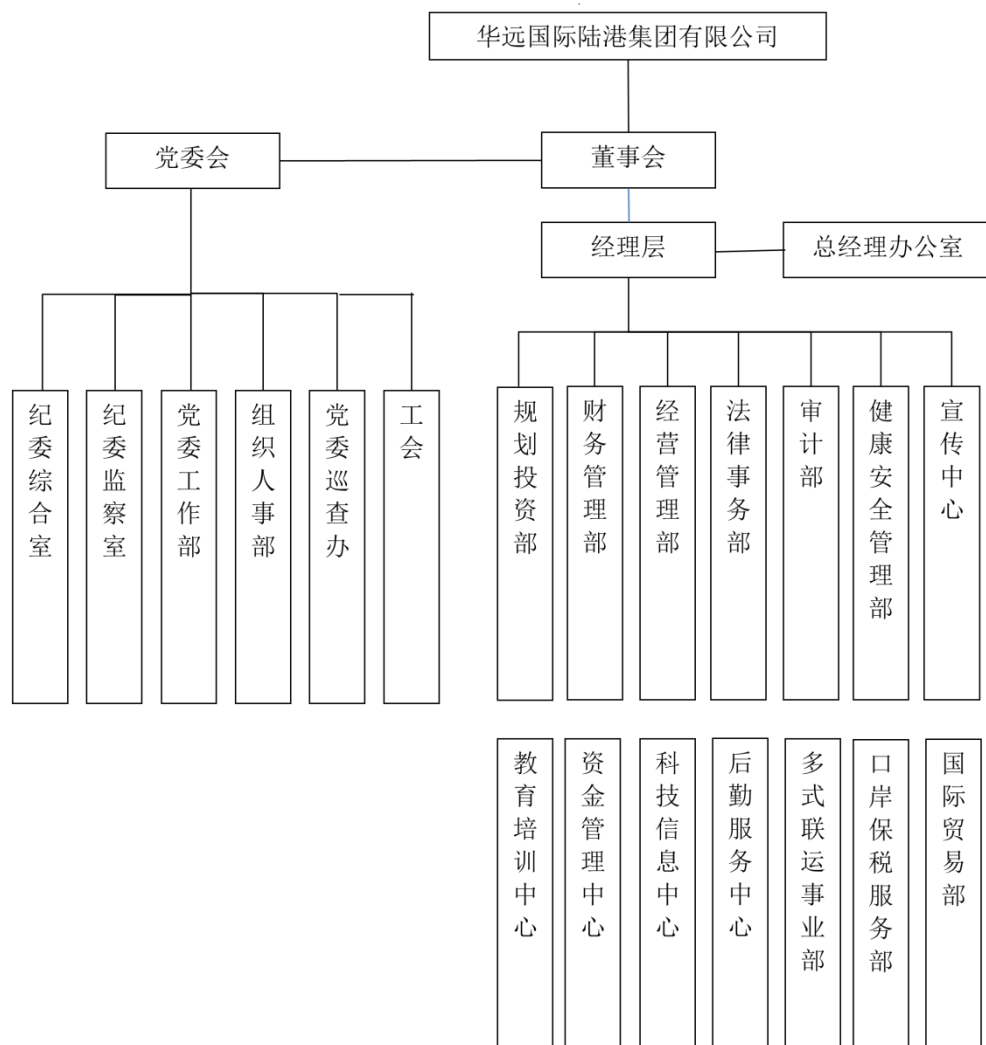
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2022 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

序号	公司名称	表决权比例（%）	主要经营范围
1	山西地方铁路集团有限责任公司	100.00	铁路运输
2	山西汽车运输集团有限公司	100.00	道路运输
3	山西省物资产业集团有限责任公司	100.00	物资贸易
4	山西省经济建设投资集团有限公司	100.00	投资与资产管理
5	山西国际物流有限公司	100.00	物流仓储贸易
6	华远陆港基础设施投资有限公司	100.00	房地产开发
7	华远陆港资本运营有限公司	100.00	资本运营
8	山西能投国际贸易有限公司	100.00	物资贸易
9	山西大宗商品交易集团有限公司	100.00	供应链管理服务
10	山西能投汇丰实业有限责任公司	100.00	其他农业服务
11	山西能投科技有限公司	87.50	专业技术服务
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	华远陆港跨境电子商务有限公司	100.00	电子商务
14	华远陆港网络货运（山西）有限公司	100.00	多式联运
15	华远国际陆港（大同）集团有限公司	51.00	园区运营
16	山西能投传化物流供应链有限公司	100.00	道路运输
17	山西太原铁路客运专线有限责任公司	53.83	铁路运输
18	华远陆港产业研究院（山西）有限公司	100.00	研究服务
19	山西华远陆港铁路投资有限公司	100.00	铁路投资
20	华远陆港智慧物流科技有限公司	100.00	物流
21	晋鲁国际能源投资有限公司	100.00	物流仓储贸易

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	153.75	175.35	188.40	229.30
资产总额 (亿元)	1049.50	1167.00	1301.21	1407.25
所有者权益 (亿元)	381.17	397.24	457.92	462.76
短期债务 (亿元)	208.72	203.41	222.27	190.06
长期债务 (亿元)	320.98	389.05	452.61	566.59
全部债务 (亿元)	529.70	592.46	674.88	756.65
营业总收入 (亿元)	239.96	215.64	384.53	351.82
利润总额 (亿元)	4.17	4.25	6.01	6.56
EBITDA (亿元)	22.79	25.11	28.09	--
经营性净现金流 (亿元)	10.55	10.68	13.36	10.02
财务指标				
现金收入比 (%)	87.31	80.01	86.52	87.24
营业利润率 (%)	5.42	5.17	4.07	3.64
总资本收益率 (%)	1.33	1.15	1.15	--
净资产收益率 (%)	0.67	0.65	0.63	--
长期债务资本化比率 (%)	45.71	49.48	49.71	55.04
全部债务资本化比率 (%)	58.15	59.86	59.58	62.05
资产负债率 (%)	63.68	65.96	64.81	67.12
流动比率 (%)	115.14	120.01	135.93	157.63
速动比率 (%)	98.78	97.73	111.17	131.30
经营现金流流动负债比 (%)	3.28	3.13	3.79	--
现金短期债务比 (倍)	0.74	0.86	0.85	1.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.96	2.09	2.09	--
全部债务/EBITDA (倍)	23.25	23.60	24.02	--

注：1. 2022 年三季度未经审计；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

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 4 主要财务数据及指标 (公司本部口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	69.89	71.78	86.86	113.84
资产总额 (亿元)	749.73	791.84	955.85	979.69
所有者权益 (亿元)	335.53	338.93	347.26	344.36
短期债务 (亿元)	152.17	120.05	116.58	93.77
长期债务 (亿元)	244.99	292.81	365.81	444.71
全部债务 (亿元)	397.16	412.86	482.40	538.48
营业总收入 (亿元)	0.34	0.36	0.40	0.77
利润总额 (亿元)	0.13	0.10	0.15	-0.79
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	4.15	2.47	29.15	1.78
财务指标				
现金收入比 (%)	0.00	0.00	107.68	35.25
营业利润率 (%)	99.51	99.35	88.72	99.31
总资本收益率 (%)	0.02	0.01	0.02	--
净资产收益率 (%)	0.04	0.03	0.04	--
长期债务资本化比率 (%)	42.20	46.35	51.30	56.36
全部债务资本化比率 (%)	54.21	54.92	58.14	60.99
资产负债率 (%)	55.25	57.20	63.67	64.85
流动比率 (%)	118.45	124.73	101.14	127.42
速动比率 (%)	118.45	124.73	101.14	127.42
经营现金流流动负债比 (%)	2.45	1.55	12.01	--
现金短期债务比 (倍)	0.46	0.60	0.75	1.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：1.公司本部 2022 年三季度报未经审计；2.公司未提供母公司现金流量表补充资料，故母公司 EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”表示

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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+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 6-1 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 6-2 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 6-3 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

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 2023 年第一期中期票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。