

信用评级公告

联合〔2024〕1498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面向专业投资者公开发行的 2024 年公司债券（第一期）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 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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

评级总监：

二〇二四年三月十五日

华远国际陆港集团有限公司 2024 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 20.00 亿元（含），分两个品种（两个品种之间可全额双向互拨）

本期债券期限：本期债券分为两个品种。品种一为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期

偿还方式：按年计息，到期一次性还本

募集资金用途：拟用于偿还到期公司债券本金

评级时间：2024 年 3 月 15 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，公司在资本金及资产注入、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”）也关注到公司债务规模增长、铁路投资回报率有待提升、铁路沿线土地综合开发项目未来去化情况有待关注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 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）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，本期债券信用等级为 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，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 3479.1 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。
- 持续有力的外部支持。**公司在资本金及资产注入、政府债券资金拨付和政府补助等方面持续获得有力的外部支持。2020—2022 年，公司累计获得政府部门注资 93.81 亿元，获得山西省财政厅拨付的政府

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：无			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：政府支持			+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

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
GDP（亿元）	25642.59	29129.03	26300.87	32074.70
一般公共预算收入（亿元）	3453.89	2103.40	1687.72	2948.30
资产总额（亿元）	1434.92	3463.02	1962.82	1031.32
所有者权益（亿元）	512.22	1786.70	857.06	469.34
营业总收入（亿元）	478.62	49.09	368.07	87.92
利润总额（亿元）	7.92	3.10	18.01	3.97
资产负债率（%）	64.30	48.41	56.34	54.49
全部债务/EBITDA（倍）	21.65	20.42	32.80	27.84
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.22	1.02	1.86

注：公司 1 为重庆城市交通开发投资（集团）有限公司，公司 2 为广西铁路投资集团有限公司，公司 3 为江西省铁路航空投资集团有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

分析师：

张婷婷（项目负责人） 张 昶

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

债券资金 65.83 亿元，获得财政贴息等政府补助 100.96 亿元。

关注

1. 有息债务规模增长。截至 2023 年 9 月底，公司全部债务 769.22 亿元，较 2020 年底增长 29.84%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.07% 和 58.63%。
2. 铁路建设项目投资回报率有待提升。截至 2022 年底，公司参与的重大铁路建设投资项目已完成投资额超过 500.00 亿元，2020—2022 年累计实现投资收益 0.15 亿元。
3. 铁路沿线土地综合开发项目未来去化情况有待关注。截至 2022 年底，公司在建铁路沿线土地综合开发项目总投资 163.21 亿元，已投资 77.94 亿元，已销售规模约 32.35 亿元。公司该板块投资规模较大，在房地产行业景气度不高的背景下，公司开发项目未来去化情况有待关注。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
现金类资产（亿元）	175.35	188.40	193.02	239.29
资产总额（亿元）	1167.00	1301.21	1434.92	1554.05
所有者权益（亿元）	397.24	457.92	512.22	542.88
短期债务（亿元）	203.41	222.27	181.13	200.01
长期债务（亿元）	389.05	452.61	518.41	569.22
全部债务（亿元）	592.46	674.88	699.54	769.22
营业总收入（亿元）	215.64	384.53	478.62	379.32
利润总额（亿元）	4.25	6.01	7.92	6.49
EBITDA（亿元）	25.11	28.09	32.31	--
经营性净现金流（亿元）	10.68	13.36	20.20	11.26
营业利润率（%）	5.17	4.07	3.82	3.91
净资产收益率（%）	0.65	0.63	0.87	--
资产负债率（%）	65.96	64.81	64.30	65.07
全部债务资本化比率（%）	59.86	59.58	57.73	58.63
流动比率（%）	120.01	135.93	147.82	151.17
经营现金流动负债比（%）	3.13	3.79	5.40	--
现金短期债务比（倍）	0.86	0.85	1.07	1.20
EBITDA 利息倍数（倍）	2.09	2.09	1.48	--

全部债务/EBITDA（倍）	23.60	24.02	21.65	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
资产总额（亿元）	791.84	955.85	1006.55	1058.87
所有者权益（亿元）	338.93	347.26	391.74	423.64
全部债务（亿元）	412.86	482.40	487.79	504.14
营业总收入（亿元）	0.36	0.40	1.43	0.49
利润总额（亿元）	0.10	0.15	0.36	4.75
资产负债率（%）	57.20	63.67	61.08	59.99
全部债务资本化比率（%）	54.92	58.14	55.46	54.34
流动比率（%）	124.73	101.14	115.06	93.77
经营现金流流动负债比（%）	1.55	12.01	1.26	--

注：1. 2023 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：根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

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	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	--
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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

华远国际陆港集团有限公司 2024 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）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和山西能源产业集团有限责任公司股权划转给公司。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2023年9月底，公司注册资本231.30亿元¹，实收资本251.30亿元，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 2023 年 9 月底，公司本部设置规划投资部、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 2022 年底，公司资产总额 1434.92 亿元，所有者权益 512.22 亿元（含少数股东权益 118.88 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 478.62 亿元，利润总额 7.92 亿元。

截至 2023 年 9 月底，公司资产总额 1554.05 亿元，所有者权益 542.88 亿元（含少数股东权益 119.33 亿元）；2023 年 1—9 月，

公司实现营业总收入 379.32 亿元，利润总额 6.49 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、本期债券概况

公司已注册规模不超过 36.00 亿元的公司债券（证监许可〔2023〕1541 号），本期计划面向专业投资者公开发行 2024 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）。本期债券分为两个品种，品种一和品种二总计发行规模不超过 20 亿元（含），设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。品种一期限于 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限于 5 年期。本期债券按年计息，到期一次性还本。募集资金拟用于偿还到期公司债券本金。

三、宏观经济和政策环境

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产

¹ 公司尚未完成工商变更登记

调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分季度看，一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024 年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在 3.5% 左右。总体看，中国 2024 年全年经济增长预期将维持在 5% 左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2023 年年报）](#)》。

四、行业及区域经济环境

1. 铁路运输行业

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。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。

2022 年，中国铁路投资额较上年有所下降，铁路建设投资随铁路网的逐渐完善而放缓。2022 年，受复杂外部环境影响，中国铁路客运指标有所下降，中国铁路持续实施货运增量行动，货运指标持续增长。为了增强铁路运输市场活力，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。

长期来看，随着外部环境的好转，中国铁路客运指标有望触底回升，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，中国铁路网络仍有较大投资空间，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。随着国家对铁路行业给予各项政策支持，中国铁路市场活力将不断增强，行业发展前景良好。详见《[铁路运输行业分析](#)》。

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。根据《山西省国民经济和社会发展统计公报》，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 2022 年底，山西省常住人口 3481.35 万人，较上年底增长 0.02%；人均地区生产总值

73675 元，城镇化率为 63.96%。

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；房地产开发投资 1764.2 亿元，同比下降 9.3%。

根据《关于山西省全省和省本级预算执行情况报告》，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 3453.89 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 2696.45 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 5872.65 亿元，比上年增长 16.3%，财政自给率 58.81%，财政自给程度一般。2020—2022 年，山西省政府性基金预算收入分别完成 1151.96 亿元、980.49 亿元和 628.97 亿元，其中 2022 年同比下降 35.90%，主要受房地产市场低迷影响。

根据山西省统计局官网公布的《2023 年全省主要经济指标完成情况》，2023 年，山西省实现地区生产总值 25698.18 亿元，同比增长 5.0%。其中，全省规模以上工业增加值同比增长 4.6%。2023 年，山西省一般公共预算收入为 3479.1 亿元，同比增长 0.7%。其中，税收收入占比 73.49%，一般公共预算收入质量较好。

“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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 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 6 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，2022 年货物发运量 3060.05 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 90 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，员工综合素质较高，能保障公司日常经营管理的高效运营。

截至2023年9月底，公司高管人员包括董事长兼党委书记1名、副董事长兼总经理1名、副总经理3名、总会计师1名。

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（已更名为山西省经济建设投资集团有限公司）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。

谢鹏远先生，1973年7月出生，研究生学历，正高级工程师；历任山西省大同高速公路有限责任公司技术部部长、总经理助理、养护工程部部长、养护系统党支部书记，山西交通控股集团有限公司大同南高速公路分公司筹备组组长、总经理、党委书记、董事长，山西交通控股集团有限公司副总经理。2023年5月至今，任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2023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2024年3月12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。

截至本报告出具日，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，系相关贸易业务纠纷形成，截至2023年9月底未履行金额合计约3062.81万元。

六、管理分析

公司法人治理结构相对完善，管理制度建设相对健全，能够保障公司经营管理活动的高效运行。

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6名董事组成，设董事长1名、董事2名、专职外部董事3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，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

2020—2022 年，随着现代物流和现代服务业务收入的增长，公司营业总收入逐年增长，综合毛利率小幅下降。

2020—2022 年，公司营业总收入逐年增长，主要来自现代物流业和现代服务业收入的增长。具体来看，公司营业总收入以铁路运输业、现代物流业和现代服务业三大板块为主，2022 年合计占比为 97.81%。

毛利率方面，2020—2022 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；铁路运营业务毛利率小幅上升；现代物流业务毛利率较为稳定，处于较低水平。

2023 年 1—9 月，公司实现营业总收入 379.32 亿元，相当于 2022 年全年的 79.25%。同期，公司综合毛利率为 4.18%，较 2022 年略有上升。

表 1 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 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
铁路运输业	31.09	14.42	15.43	33.04	8.59	15.53	37.16	7.76	18.54	26.43	6.97	17.56
现代物流业	121.65	56.41	2.21	200.31	52.09	2.16	313.41	65.48	2.58	249.27	65.72	1.44

现代服务业	60.38	28.00	5.47	143.53	37.33	3.74	117.59	24.57	1.23	97.06	25.59	4.91
新能源产业	1.52	0.70	38.02	5.56	1.44	20.79	6.28	1.31	13.22	3.12	0.82	13.77
金融服务业	1.01	0.47	76.61	2.09	0.54	67.93	4.19	0.88	54.89	3.45	0.91	70.79
合计	215.64	100.00	5.63	384.53	100.00	4.53	478.62	100.00	4.09	379.32	100.00	4.18

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；铁路运营业务收入逐年增长，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 2022 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 692.25 亿元，公司已完成投资 562.98 亿元，未来尚需投资 129.27 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，2020—2022 年公司分别收到山西省政府铁路投资建设的各项资金约 58.55 亿元、46.00 亿元和 68.16 亿元（包括计入“实收资本”“资本公积”和“长期借款”等科目，以及冲抵财务费用的财政贴息）。

表 2 截至 2022 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	16.08	--	15.80	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	3.10	43.97	3.10	在建
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

太绥高铁	652.29	559.35	待定	待定	--	拟建
合计	4767.07	3273.78	692.25	--	562.98	--

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 年开始太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：公司提供

截至 2022 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 500.86 亿元，仅 2020 实现投资收益 0.15 亿元，2021—2022 年均未实现投资收益，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 6 月底，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、综合服务费等，以运输费用为主，2020—2022 年，上述三大铁路货物发运量波动下降，但随着运输单价的上涨，运营收入波动增长。

表3 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)			
		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月
孝柳铁路	116.00	2275.14	2242.14	1900.40	1193.49	20.58	22.49	24.59	12.57
宁静铁路	93.64	482.24	551.72	415.00	209.28	1.09	3.99	0.59	0.41
武沁铁路	118.00	662.35	633.08	744.65	339.82	2.51	2.64	3.69	1.80
合计	327.64	3419.73	3426.94	3060.05	1742.59	24.18	29.12	28.88	14.78

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

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 90 余条。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，主营业务成本是支付给太原铁路局各业务单位的有关人工费、材料费等。2020—2022 年，公司代管线路铁路运营收入分别约 6.91 亿元、3.92 亿元和 8.28 亿元。

（2）现代服务业

2020—2022 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，同时新增网络货运业务，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。此外，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。2020—2022年，随着网络货运业务的拓展，公司现代服务业收入快速增长；受网络货运业务毛利率低的影响，该板块毛利率逐年下降。

④ 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，2020—2022年，随着货运业务量的增加，公司汽车运输收入较快增长。

表 4 汽车运输相关收入主要构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客 运	4.40	14.06	4.56	9.93	2.98	5.01	2.20	5.18
货 运	15.81	50.51	34.91	76.06	50.86	85.51	36.34	85.61
汽车修理及配件销售	11.09	35.43	6.43	14.01	5.64	9.48	3.91	9.21
合 计	31.30	100.00	45.90	100.00	59.48	100.00	42.45	100.00

注：尾差系四舍五入所致
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 年以来，山西汽运客运业务班线有所调整，公司化经营班线、市际班线有所下降，区内及农村班线有所增加。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，2020—2022 年，客运业务收入规模波动下降，其中 2022 年同比下降 34.65%，主要系客运量下降所致。

表 5 公司主要客运经营指标情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
客运车辆（辆）	7884	8090	8010
公司化经营班线（班次）	1006	783	792
市际班线（班次）	337	259	267
区内及农村班线（班次）	204	305	305
旅游班线（班次）	--	30	30
客运站（个）	121	122	122
公路客运量（亿人）	0.55	1.29	0.79
货运车辆（辆）	3850	5223	5557
公路货运量（万吨）	--	5903	7964.45

资料来源：公司提供

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。2022 年，公司货运车辆和货运量同比分别增长 6.39%和 34.92%。2020—2022 年，货运收入大幅增长，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。2020—2022 年，山西汽运汽车维修及配件销售收入逐年下降，主要系随着货运车辆的增长，该业务主要用于供应内需所致。截至 2023 年 6 月底，公司拥有 29 个汽车维修厂站，遍布山西省各地市，其中一类维修企业 16 个，二类维修企业 13 个，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1.00亿元，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。2021年和2022年，网络货运公司分别实现营业收入50.80亿元和63.35亿元，但毛利率水平低。

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2022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77.94亿元，已销售规模约32.35亿元；公司暂无拟建项目。在房地产行业景气度不高的背景下，公司房地产开发项目未来去化情况有待关注。

表6 公司主要房地产开发项目情况（单位：亿元）

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	2.49
宝佳瑞景花园项目二期	住宅、商业	7.07	3.32

表7 公司主要贸易品种销售情况（单位：万吨、亿元）

项目	2020年		2021年		2022年		2023年1—6月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
煤炭	1194.05	63.08	1231.97	134.18	1449.13	197.78	1030.91	127.11
钢材	60.85	27.69	53.93	30.07	83.12	34.04	19.16	12.08
化工	8.11	1.79	7.00	1.62	5.14	2.47	11.55	8.15
非煤矿产	77.17	25.51	36.00	27.47	154.58	23.95	1.07	6.91
合计	1340.18	118.07	1328.90	193.33	1691.97	258.24	1062.69	154.25

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%。2020—2022年，得益于煤炭市场行情的持续向好，公司煤炭平均售价和贸易量均持续增长，带动煤炭销售收

宝佳长风近山庭院项目	住宅	7.80	4.96
宝佳龙城壹号项目	住宅 车位 储藏室 商业	18.81	0.77
宸悦府	房地产开发	35.70	21.39
泰瑞城项目	房地产开发	19.83	3.94
怡和·天润园	住宅	8.35	12.15
怡和·天誉	住宅商业综合体	19.50	16.01
怡和·清徐国际教育小镇	住宅教育商业综合体（商住区）	22.27	7.34
宝佳瑞景花园项目三期	住宅、商业	11.10	5.57
合计	--	163.21	77.94

资料来源：公司提供

（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，2020—2022年，随着煤炭行情的好转，平均售价和贸易量均持续上升，公司煤炭贸易收入大幅增长，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。2020—2022年，公司现代物流业收入快速增长，但毛利率较低。

入大幅增长，同时，煤炭在贸易收入中的比重由2020年的51.85%上升至2022年的63.11%。2023年1—6月，公司实现煤炭销售收入127.11亿元，其占贸易收入的比重进一步上升。

表 8 公司煤炭贸易销售情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
煤炭贸易量（万吨）	1194.05	1231.97	1449.13
煤炭销售收入（亿元）	63.08	134.18	197.78
平均售价（元/吨）	528.27	1089.15	1364.84

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。2022 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 299.26 万吨和 223.12 万吨，占总采购量和总销量的比重分别为 20.71%和 15.40%，集中度均不高。公司煤炭贸易业务采取以销定采的模式，结算方式以预收现付制为主，资金回笼较好。

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”。2022 年，公司钢材贸易量同比大幅增长，带动钢材贸易收入同比增长 13.20%，占公司贸易收入的 10.86%。

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。2020—2022 年，非煤矿产销量波动幅度较大，受贸易品种单价差异较大的影响，整体收入小幅波动下滑。

（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，2020—2022 年收入逐年增长，2022 年及 2023 年 1—9 月，公司分别实现新能源业务收入 6.28 亿元和 3.12 亿元；毛利率分别为 13.22%和 13.77%。

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，2020—2022 年收入逐年增长，2022 年及 2023 年 1—9 月，公司分别

实现金融服务收入 4.19 亿元和 3.45 亿元，整体收入规模较小，毛利率水平高，均超过 50%。公司金融服务业务客户以中、小型企业为主，截至 2023 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 1318.97 万元，整体风险可控。

3. 未来发展

未来，公司在完成在建及拟建的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 2020 年度和 2022 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。上述会计师事务所均将政府贴息补助的确认列为关键审计事项，并均未发现公司确认的政府补贴存在不符合政府补助准则相关规定的情况。此外，会计事务所变更时未发生重要会计政策和重要会计估计的变更。公司 2023 年三季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2021 年，公司合并范围内新增二级子公司 4 家，均为投资设立；2022 年，公司合并范围因无偿划转新增二级子公司 1 家，注销二级子公司 1 家；2023 年 1—9 月，公司合并范围新增子公司 1 家。截至 2023 年 9 月底，公司拥有合并范围内二级子公司 22 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较强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，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。

2020—2022 年底，公司资产规模持续增长，2022 年底较上年底增长 10.28%，以非流动资产为主，但流动资产占比呈小幅上升趋势。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	170.69	14.63	147.15	11.31	169.44	11.81	190.57	12.26
应收账款	23.66	2.03	27.43	2.11	45.28	3.16	63.83	4.11
其他应收款（合计）	98.29	8.42	118.98	9.14	103.92	7.24	91.51	5.89
存货	76.08	6.52	87.25	6.71	106.37	7.41	109.75	7.06
流动资产	409.71	35.11	479.08	36.82	552.53	38.51	612.30	39.40
可供出售金融资产	490.19	42.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	494.76	38.02	575.51	40.11	623.84	40.14
固定资产	100.34	8.60	101.83	7.83	102.79	7.16	101.16	6.51
在建工程	115.01	9.86	127.08	9.77	88.60	6.17	92.47	5.95
非流动资产	757.30	64.89	822.13	63.18	882.39	61.49	941.75	60.60
资产总额	1167.00	100.00	1301.21	100.00	1434.92	100.00	1554.05	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

2022 年底，公司货币资金较上年底增长 15.14%，主要由银行存款构成（占 88.08%），受限货币资金 14.25 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。

2022 年底，公司交易性金融资产较上年底减少 16.48 亿元至 21.06 亿元，主要系处置部分股票变现所致，投资收益规模很小；交易性金融资产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等，2022 年持有期间形成投资收益 0.44 亿元。

2020—2022 年，公司应收账款逐年增长，2022 年底较上年底大幅增长 65.09%，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 82.26%），账龄较短；累计计提坏账准备 2.80 亿元。集中度方面，公司前五大欠款方合计欠款金额占比 36.04%，集中度较低。

2020—2022 年，公司其他应收款（合计）波动增长，2022 年底较上年底下降 12.66%，主

要系收回对晋能控股集团有限公司借款及山西省财政厅财政贴息所致。2022 年底，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，联合资信将对相关款项回收风险保持关注；应收前五大欠款方金额合计占比 41.15%，集中度一般；从账龄来看，1 年以内占 50.90%、1~2 年占 26.26%，整体账龄较短。

表 10 截至 2022 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	17.15	16.61
太原铁路局太原枢纽建设指挥部	待国铁确定各铁路公司入股金额后，转入其他权益工具投资核算	15.80	15.30
山西蓝图化工工程设计有限公司	购房款	5.04	4.89
山西宏盛能源开发投资集团有限公司	外部欠款	2.77	2.68

债务人名称	款项性质	账面余额 (亿元)	占比 (%)
山西转型综合改革示范区管理委员会	根据《山西转型综合改革示范区转型扶持协议》确认奖补	1.72	1.67
合计	--	42.48	41.15

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告整理

2020—2022 年，公司存货持续增长，2022 年底较上年底增长 21.91%，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（18.42 亿元）和房地产业务自制半成品（80.96 亿元）及开发成本（5.76 亿元）构成，累计计提跌价准备 3625.58 万元。

2022 年底，公司合同资产 47.59 亿元，较上年底增加 47.20 亿元，系根据《企业会计准则解释第 14 号》规定，将原在在建工程或无形资产核算符合条件的 PPP 项目调增至该科目所致。公司合同资产主要是对晋城东站站前广场及丹河快线“1+3”项目一期工程、晋城市中原街改造及地下综合管廊道路工程、太原市古交市东部新城火山片区等 PPP 项目投入资金。公司作为社会资本方牵头人与其他社会资本方组成联合体，与政府方代表共同组建项目公司，项目公司负责项目投资、融资、建设和运营工作，公司控股项目公司，通过项目公司运营收入和政府方支付的可行性缺口补助实现资金平衡，运营期约为 20~25 年，项目合作期满，公司将 PPP 项目移交给政府方代表或指定机构。

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，2022 年底其他权益工具投资较上年底增长 16.32%，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。

2020—2022 年，公司固定资产基本保持稳定，2022 年底主要由房屋及建筑物 60.90 亿元、机器设备 20.15 亿元和运输工具 13.84 亿元构成，累计计提折旧 73.44 亿元，固定资产成新率 58.31%。

2020—2022 年，公司在建工程波动下降，2022 年底较上年底下降 30.28%，主要系根据新会计准则将符合条件的 PPP 项目调整至合同资产科目所致；公司在建工程主要为在建铁路专线及集运站、地方铁路工程及维修改造工程、物流园工程等。

截至 2023 年 9 月底，公司资产总额 1554.05 亿元，较上年底增长 8.30%，仍以非流动资产为主。其中，货币资金较上年底增长 12.47%，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 40.95%，主要为应收贸易货款的增加。

受限资产方面，截至 2023 年 9 月底，公司受限资产 6.90 亿元，其中货币资金 6.56 亿元，其余为少量的固定资产抵押。受限资产占 2023 年 9 月底总资产的比重为 0.44%，受限比例很低。

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，权益结构稳定性较强；债务规模持续增长，债务负担较重。

所有者权益

2020—2022 年，公司所有者权益稳定增长，2022 年底较上年底增长 11.86%，其中实收资本、资本公积合计占比 70.47%，权益稳定性较强。

表 11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	225.60	56.79	231.30	50.51	251.30	49.06	251.30	46.29
资本公积	87.18	21.95	85.46	18.66	109.69	21.41	137.07	25.25

其他权益工具	25.00	6.29	12.00	2.62	12.00	2.34	12.00	2.21
归属于母公司的所有者权益	348.14	87.64	341.66	74.61	393.34	76.79	423.55	78.02
少数股东权益	49.09	12.36	116.26	25.39	118.88	23.21	119.33	21.98
所有者权益合计	397.24	100.00	457.92	100.00	512.22	100.00	542.88	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

2020—2022 年，公司实收资本持续增长，其中，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；2022 年底较 2021 年底增长 8.65%，系山西省财政厅将投入铁路建设的 20 亿元资金调增资本金。

2020—2022 年，公司资本公积波动增长，2022 年底较上年底增加 24.23 亿元，主要系山西省财政厅拨付 2022 年省本级偿还铁路建设存量债务国资预算款、无偿划入两家子公司（二级子公司和三级子公司各 1 家）以及注销 1 家子公司的综合影响所致。

2022 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”。2020—2022 年，少数股东权益持续增长，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。

截至 2023 年 9 月底，公司所有者权益较上年底增长 5.99%，主要系山西省财政厅拨付 2023 年省本级偿还铁路建设存量债务国资预算款 25 亿元及资本溢价等所致。

负债

2020—2022 年，公司负债总额持续增长，2022 年底以非流动负债为主。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	46.63	6.06	44.18	5.24	37.69	4.08	48.28	4.77
应付账款	29.48	3.83	32.97	3.91	46.33	5.02	50.44	4.99
其他应付款（合计）	83.26	10.82	68.98	8.18	110.23	11.95	111.87	11.06
一年内到期的非流动负债	130.64	16.97	156.15	18.52	98.68	10.69	107.59	10.64
流动负债	341.39	44.35	352.45	41.79	373.78	40.51	405.05	40.06
长期借款	234.44	30.46	309.50	36.70	353.14	38.27	413.22	40.87
应付债券	142.24	18.48	129.00	15.30	149.30	16.18	143.00	14.14
长期应付款（合计）	23.06	3.00	22.93	2.72	16.67	1.81	19.45	1.92
递延收益	27.26	3.54	26.80	3.18	26.75	2.90	26.91	2.66
非流动负债	428.38	55.65	490.85	58.21	548.92	59.49	606.11	59.94
负债总额	769.76	100.00	843.30	100.00	922.70	100.00	1011.17	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

2020—2022 年，公司短期借款有所下降，2022 年底主要由保证借款和信用借款构成。

2020—2022 年，公司应付账款逐年增长，2022 年底较上年底增长 40.54%，主要系应付贸易货款的增加。

2020—2022 年，公司其他应付款（合计）波动增长，2022 年底较上年底增长 59.79%，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。

2020—2022 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，2022 年底主要由一年内到期的长期借款 38.20 亿元和一年内到期的应付债券 58.10 亿元构成，其余为少量一年内到期的租赁

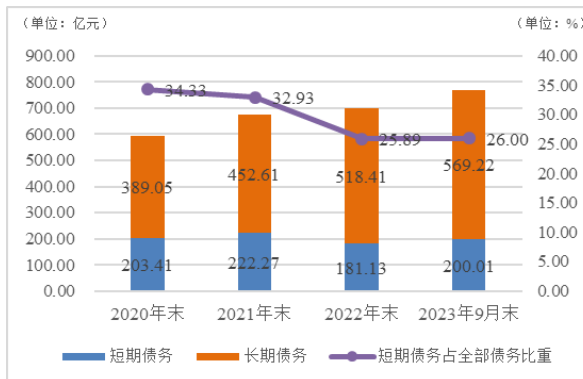
负债和融资租赁款。

2020—2022 年，公司长期借款较快增长，2022 年底主要为信用借款（占 80.36%），融资成本以 3.55%~5.23% 为主。

2020—2022 年，公司应付债券波动增长，2022 年底较上年底增长 15.74%，主要系当年发行“22 华港 01”20.00 亿元、“22 华港 03”10.00 亿元和“22 华港 05”5.00 亿元所致。公司应付债券以 3~5 年期为主，票面利率区间分布于 3.20%~5.50%。

2020—2022 年，公司长期应付款（合计）逐年下降，主要为融资租赁款的下降。2022 年底，公司专项应付款 9.89 亿元，主要为财政拨付的专项建设资金；融资租赁款 6.78 亿元。长期应付款中有息部分均已调整至有息债务核算。

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

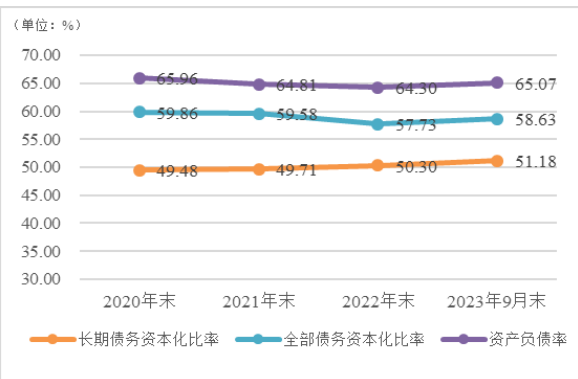
算。

2020—2022 年，公司递延收益较为稳定，全部为政府补助。

截至 2023 年 9 月底，公司负债总额较 2022 年底增长 9.59%，主要来自长期借款的增长，负债结构较上年底保持稳定。

有息债务方面，2020—2023 年 9 月底，公司全部债务持续增长，2023 年 9 月底为 769.22 亿元，以长期债务为主。融资渠道方面，公司 2022 年底全部债务中，银行贷款约占 61.33%，债券约占 29.65%，其余为少量的融资租赁和往来拆借资金。2020—2023 年 9 月底，公司资产负债率较为稳定，全部债务资本化比率小幅波动下降，长期债务资本化比率小幅上升。整体看，公司债务负担较重。

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。公司债务集中偿付压力不大。

表 13 截至 2023 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	200.01	120.98	115.12	333.11

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

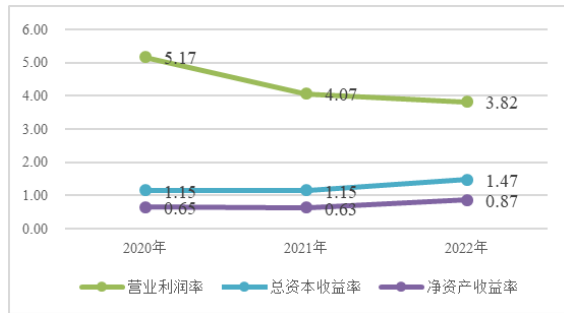
2020—2022 年，公司营业总收入快速增长，政府补助和投资收益对利润贡献程度高。

表 14 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
营业总收入	215.64	384.53	478.62	379.32
营业成本	203.48	367.12	459.05	363.46
期间费用	18.92	23.34	23.96	18.82
投资收益	4.34	2.59	3.76	1.35
其他收益	7.56	8.82	8.88	6.97
利润总额	4.25	6.01	7.92	6.49

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

2020—2022年，公司营业总收入和营业成本快速增长，分别年均复合增长48.98%和50.20%；营业利润率小幅下降，2022年为3.82%。

2020—2022年，公司期间费用有所增长，2022年主要由管理费用（占52.33%）和财务费用（占32.06%）构成。2022年，期间费用率为5.01%，期间费用控制能力尚可。

2020—2022年，公司投资收益波动下降，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。同期，政府补助规模较为稳定。2020—2022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，2020—2022年，公司总资产收益率和净资产收益率均小幅上升。

2023年1—9月，公司实现营业总收入379.32亿元，营业利润率3.91%，利润总额为6.49亿元。

5. 现金流分析

2020—2022年，公司经营活动现金流保持净流入，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。

表15 公司现金流状况（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月
经营活动现金流入小计	268.09	434.42	557.27	482.49
经营活动现金流出小计	257.41	421.05	537.07	471.23
经营活动现金流量净额	10.68	13.36	20.20	11.26
投资活动现金流入小计	81.74	57.11	110.86	313.37

投资活动现金流出小计	97.95	101.07	114.75	365.85
投资活动现金流量净额	-16.21	-43.96	-3.90	-52.48
筹资活动现金流入小计	328.06	321.22	346.89	282.98
筹资活动现金流出小计	298.04	305.23	358.10	226.01
筹资活动现金流量净额	30.02	15.99	-11.21	56.97
现金收入比	80.01	86.52	93.76	94.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从经营活动来看，2020—2022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大幅增长。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收支等。同期，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，2020—2022年，公司投资活动现金流入波动增长，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，投资活动现金流出持续增长，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。2020—2022年，公司投资活动现金流持续呈净流出状态。

从筹资活动来看，2020—2022年，公司筹资活动现金流入规模较为稳定，主要为取得银行贷款、发行债券、政府注资、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。2022年，公司偿还债务规模较大，筹资活动现金流转为净流出。

2023年1—9月，公司经营活动现金流呈小规模净流入；投资活动现金流持续净流出；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。

6. 偿债指标

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。

表16 公司偿债指标

项目	2020 年底	2021 年底	2022 年底	2023 年 9 月底
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	120.01	135.93	147.82	151.17
速动比率(%)	97.73	111.17	119.36	124.07
现金短期债务比(倍)	0.86	0.85	1.07	1.20
长期偿债能力指标				
EBITDA(亿元)	25.11	28.09	32.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.60	24.02	21.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.09	2.09	1.48	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，2020—2023 年 9 月底，公司流动比率、速动比率均持续上升。同期，公司现金短期债务比波动上升，2023 年 9 月底为 1.20 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，2020—2022 年，公司 EBITDA 逐年增长，2022 年同比增长 14.99%，主要由折旧（占 29.67%）、费用化利息支出（占 41.49%）和利润总额（占 24.50%）构成。公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均有所下降，2022 年分别为 1.48 倍和 21.65 倍。公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2023 年 9 月底，公司获得银行授信总额 1326.44 亿元，尚未使用的授信额度为 566.30 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2023 年 9 月底，公司对外担保金额合计 5.97 亿元，担保比率为 1.10%，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 2023 年 9 月底公司对潞安集团担保余额 0.03 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。

此外，截至 2023 年 9 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。

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 2022 年底，公司本部资产总额 1006.55 亿元，以非流动资产（占 75.80%）为主。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 92.91 亿元。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 391.74 亿元，其中实收资本占 64.15%、资本公积占 33.10%，所有者权益稳定性强。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 614.81 亿元，以非流动负债（占 65.57%）为主。截至 2022 年底，公司本部全部债务 487.79 亿元，以长期债务（占 82.63%）为主；现金短期债务比为 1.10 倍，短期偿付压力不大。2022 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.08%和 55.46%，公司本部债务负担较重。

2022 年，公司本部营业总收入为 1.43 亿元，投资收益为 3.95 亿元，利润总额为 0.36 亿元，利润的实现对外投资收益依赖较大。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 2.67 亿元，投资活动现金流净额 17.37 亿元，筹资活动现金流净额-13.69 亿元。

截至 2023 年 9 月底，公司本部资产总额 1058.87 亿元，所有者权益为 423.64 亿元，资产负债率 59.99%；公司本部全部债务 504.14 亿元，全部债务资本化比率 54.34%。2023 年 1

—9月，公司本部营业总收入0.49亿元，投资收益7.82亿元，利润总额为4.75亿元。

九、外部支持

1. 支持能力

山西省是中国重要的煤炭能源生产及输出大省，2020—2022年，山西省经济持续发展，一般公共预算收入稳步增长。截至2022年底，山西省政府债务余额为6285.79亿元。山西省政府财政实力非常强，政府支持能力非常强。

2. 支持可能性

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。山西省国资委为公司实际控制人。近年来，山西省政府在资本金及资产注入、地方政府债券资金拨付和政府补助方面持续给予公司大力支持。

资本金及资产注入

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。

2022年，根据财建〔2022〕178号《山西省财政厅关于转增华远国际陆港集团有限公司国家资本金的通知》，山西省财政厅同意将投入铁路建设的20.00亿元归公司管理并调增晋国资本金。同期，山西省财政厅向公司拨付2022年省本级偿还铁路建设存量债务国资预算款25.00亿元；无偿划入山西省食品公司（二

级子公司）和山西省晋兴创业有限公司（三级子公司），增加资本公积1.38亿元。

2023年1—9月，山西省财政厅向公司拨付2023年省本级偿还铁路建设存量债务国资预算款25.00亿元。

政府债券资金转拨

2020—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

2020—2022年，公司分别收到山西省财政厅拨付的政府补助资金37.10亿元、31.82亿元和32.04亿元，其中财政贴息分别为29.54亿元、23.00亿元和23.16亿元，财政贴息直接冲减财务费用，其余计入其他收益科目。

总体看，公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券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尚可。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行金额上限为20.00亿元，以发行上限20.00亿元进行测算（下同），分别相当于2023年9月底公司长期债务和全部债务的3.51%和2.60%。本期债券的发行对公司现有债务结构和规模影响小。

以2023年9月底财务数据为基础，本期债券发行后，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上升至65.51%、59.25%和52.05%，公司负债水平有所上升，债务负担有

所加重。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还到期公司债券本金，公司实际债务负担或将低于测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券发行后，公司 2022 年经营活动现金流入和 EBITDA 对发行后长期债务的保障程度尚可。

表 17 本期债券偿还能力测算

项目	2023 年 9 月底
发行后长期债务*（亿元）	589.22
2022 年经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	0.95
2022 年经营活动现金净流量/发行后长期债务（倍）	0.03
发行后长期债务/EBITDA（倍）	18.24

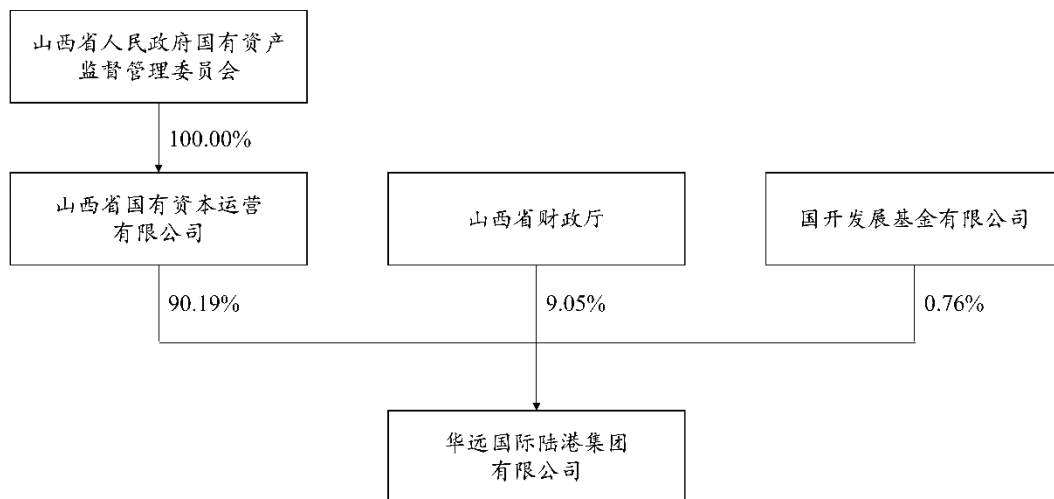
注：1、发行后长期债务为将本期债券发行额度上限计入后测算的长期债务总额；2、EBITDA 为 2022 年数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

十一、 结论

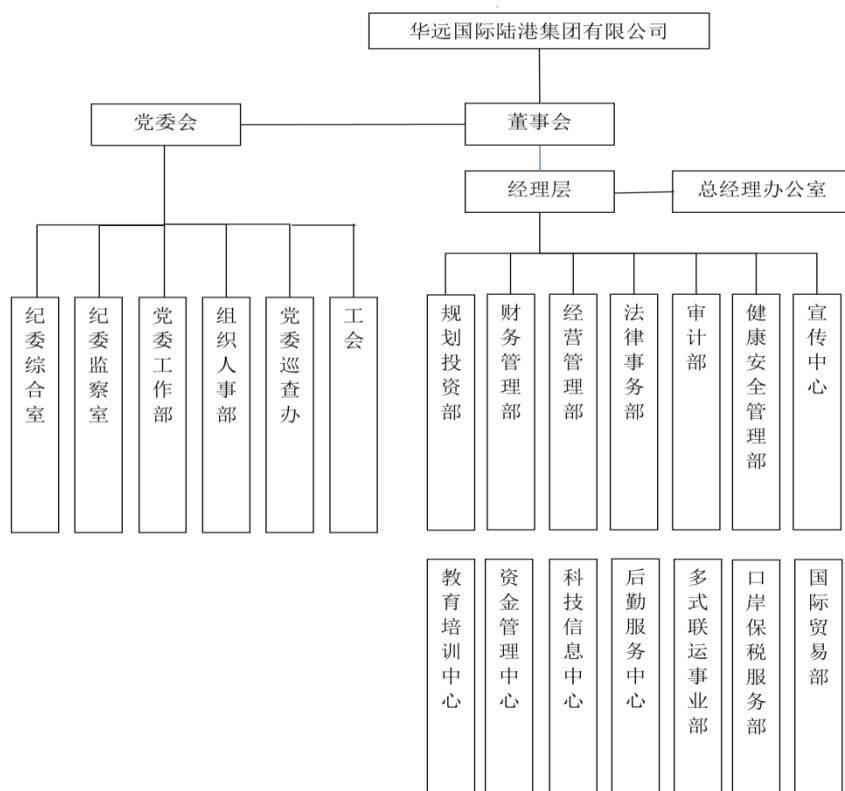
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2023 年 9 月底公司合并范围内二级子公司情况

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主要经营范围
1	山西省物资产业集团有限责任公司	22899.15	100%	物资内外贸易、仓储物流
2	山西汽车运输集团有限公司	73180.00	100%	公路客货运输、物流配送
3	山西地方铁路集团有限责任公司	80532.26	100%	铁路基本建设、客货运输管理
4	山西国际物流有限公司	50000.00	100%	物流仓储、贸易
5	山西能投国际贸易有限公司	15000.00	100%	物资贸易
6	华远陆港基础设施投资有限公司	200000.00	100%	土地开发
7	山西大宗商品交易集团有限公司	65000.00	100%	供应链管理服务、互联网信息服务
8	山西省经济建设投资集团有限公司	409257.30	100%	投资及资产管理
9	晋鲁国际能源投资有限公司	10000.00	100%	煤炭销售、物流仓储
10	华远陆港资本运营有限公司	500000.00	100%	投资管理
11	山西能投汇丰实业有限责任公司	10000.00	100%	农业种植等服务
12	华远陆港绿色物流(山西)有限公司	10000.00	100%	供应链管理服务, 道路货物运输
13	山西省食品有限公司	13139.99	100%	冷链物流
14	山西能投生物质能开发利用股份有限公司	15000.00	75.50%	热力生产供应
15	山西能投科技有限公司	5000.00	70.00%	专业技术服务
16	华远陆港跨境电子商务有限公司	10000.00	100.00%	电子商务
17	华远陆港网络货运(山西)有限公司	45000.00	100.00%	多式联运
18	华远陆港产业研究院(山西)有限公司	2000.00	100.00%	铁路运输设备制造、仓储设施建设规划等
19	华远国际陆港(大同)集团有限公司	1000.00	51.00%	园区管理及仓储等
20	山西华远陆港铁路投资有限公司	10000.00	100.00%	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	9500.00	100.00%	技术开发咨询
22	华远陆港国际联运(山西)有限公司	2000.00	100.00%	国际道路货物运输; 公共航空运输; 公共铁路运输等

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	175.35	188.40	193.02	239.29
资产总额 (亿元)	1167.00	1301.21	1434.92	1554.05
所有者权益 (亿元)	397.24	457.92	512.22	542.88
短期债务 (亿元)	203.41	222.27	181.13	200.01
长期债务 (亿元)	389.05	452.61	518.41	569.22
全部债务 (亿元)	592.46	674.88	699.54	769.22
营业总收入 (亿元)	215.64	384.53	478.62	379.32
利润总额 (亿元)	4.25	6.01	7.92	6.49
EBITDA (亿元)	25.11	28.09	32.31	--
经营性净现金流 (亿元)	10.68	13.36	20.20	11.26
财务指标				
现金收入比 (%)	80.01	86.52	93.76	94.69
营业利润率 (%)	5.17	4.07	3.82	3.91
总资本收益率 (%)	1.15	1.15	1.47	--
净资产收益率 (%)	0.65	0.63	0.87	--
长期债务资本化比率 (%)	49.48	49.71	50.30	51.18
全部债务资本化比率 (%)	59.86	59.58	57.73	58.63
资产负债率 (%)	65.96	64.81	64.30	65.07
流动比率 (%)	120.01	135.93	147.82	151.17
速动比率 (%)	97.73	111.17	119.36	124.07
经营现金流流动负债比 (%)	3.13	3.79	5.40	--
现金短期债务比 (倍)	0.86	0.85	1.07	1.20
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.09	2.09	1.48	--
全部债务/EBITDA (倍)	23.60	24.02	21.65	--

注：1. 2023 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、财务报表和提供资料整

理

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	71.78	86.86	93.11	117.83
资产总额（亿元）	791.84	955.85	1006.55	1058.87
所有者权益（亿元）	338.93	347.26	391.74	423.64
短期债务（亿元）	120.05	116.58	84.72	104.59
长期债务（亿元）	292.81	365.81	403.07	399.54
全部债务（亿元）	412.86	482.40	487.79	504.14
营业总收入（亿元）	0.36	0.40	1.43	0.49
利润总额（亿元）	0.10	0.15	0.36	4.75
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	2.47	29.15	2.67	1.20
财务指标				
现金收入比（%）	0.00	107.68	32.33	27.62
营业利润率（%）	99.35	88.72	99.51	98.09
总资本收益率（%）	0.01	0.02	0.04	--
净资产收益率（%）	0.03	0.04	0.09	--
长期债务资本化比率（%）	46.35	51.30	50.71	48.54
全部债务资本化比率（%）	54.92	58.14	55.46	54.34
资产负债率（%）	57.20	63.67	61.08	59.99
流动比率（%）	124.73	101.14	115.06	93.77
速动比率（%）	124.73	101.14	115.06	93.77
经营现金流流动负债比（%）	1.55	12.01	1.26	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.75	1.10	1.13
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.公司本部 2023 年三季度未经审计；2.公司未提供本部现金流量补充表等资料，故公司本部 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 2024 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）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“贵公司”）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。