

华远国际陆港集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕3519号

联合资信评估股份有限公司通过对华远国际陆港集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华远国际陆港集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 华远陆港 MTN001”“23 华港 02”“24 华港 02”“25 华港 03”和“25 华港 04”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：

二〇二六年六月二十五日

声 明

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

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

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

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

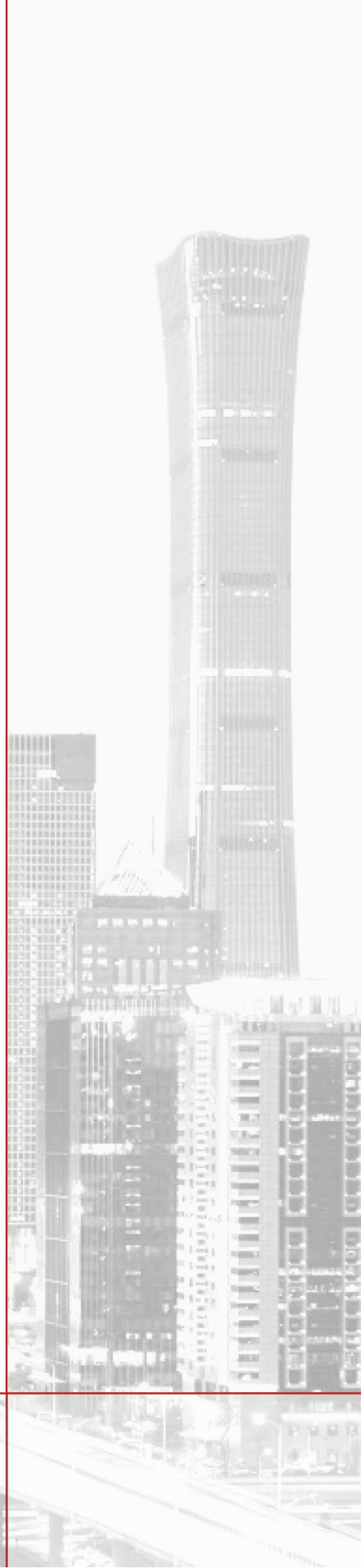
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



华远国际陆港集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
华远国际陆港集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/25
23 华远陆港 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 华港 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 华港 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 华港 03	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 华港 04	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

华远国际陆港集团有限公司（以下简称“公司”）是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，承担山西省主要合资新建铁路项目的资本金筹集和相关投资工作，具有区域垄断优势。2025 年，随着现代物流业业务规模的扩展，公司收入规模大幅增长，公司业务以铁路运营业、现代物流业和现代服务业三大板块为主。公司持续代表山西省政府进行铁路项目投入，已完工铁路项目投资回报率很低，拟建铁路项目投资规模较大，业务持续性很强。现代服务业务和现代物流业务收入规模大，但盈利空间相对小。财务方面，公司资产规模持续增长，货币资金充裕，对地方铁路投资形成的股权投资类资产占比较高，以往来款和项目投资款为主的其他应收款规模较大，且部分往来对象已出现经营风险，应收账款中贸易款规模较大，需关注相关资金回收情况；公司资产质量一般，盈利能力有待提升，利润主要来自政府补助和投资收益。跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务期限结构有待优化，整体债务负担适中。公司偿债指标表现较强，间接融资渠道通畅，但存在一定的或有负债风险。

个体调整：无。

外部支持：山西省是中国实施中部崛起战略的重点区域，也是连接中西部地区与京津冀及环渤海地区的重要通道，地理位置优越；拥有丰富的自然资源，煤炭、天然气等传统行业依然占据压舱石的地位，新兴产业稳步发展。2025 年，山西省经济总量为 25495.68 亿元，一般公共预算收入为 3218.6 亿元，依然保有铁路运输要塞优势，全省铁路货运总量和煤炭运量均居全国第一位。综合来看，山西省政府综合实力极强。公司作为山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，区域竞争优势显著，社会贡献很大，可替代性很弱，且在资金注入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

评级展望

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，在建及拟建项目均围绕主业展开，经营状况有望保持稳定；未来，公司将继续在地方铁路建设方面发挥关键作用，有望持续获得有力的外部支持，同时考虑公司间接融资渠道畅通，公司整体信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

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

优势

- **外部发展环境良好。**山西省是中国实施中部崛起发展战略的重点区域，拥有丰富的自然资源，煤炭、天然气等传统行业依然占据压舱石的地位，新兴产业稳步发展，全省铁路货运总量和煤炭运量均居全国第一位。2025 年，山西省经济总量为 25495.68 亿元，一般公共预算收入为 3218.6 亿元。
- **区域竞争优势显著。**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。
- **持续获得有力的外部支持。**公司在资金注入和政府补助方面持续获得有力的外部支持，资本实力不断充实。

关注

- **铁路建设项目投资回报率很低。**截至 2025 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，2023—2025 年分别实现投资收益 0.04 亿元、0.08 亿元和 0.83 亿元，投资回报率很低。
- **铁路沿线土地综合开发项目未来去化情况有待关注。**截至 2025 年底，公司在建铁路沿线土地综合开发项目总投资 170.87 亿元，已投资 158.29 亿元，已销售金额约 99.34 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。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法及模型					城市基础设施投资企业信用评级方法与模型（V4.1.202605）	
债项评级方法					债项评级基本方法 V3.0.202207	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次		
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2		
			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	4		
			盈利能力	4		
			现金流量	2		
		资本结构		2		
		偿债能力		2		
指示评级				aa ⁺		
个体调整因素：--				--		
个体信用等级				aa ⁺		
外部支持调整因素：政府支持				+1		
模型级别				AAA		

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月对《城市基础设施投资企业信用评级方法与模型》、《外部支持评估方法》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

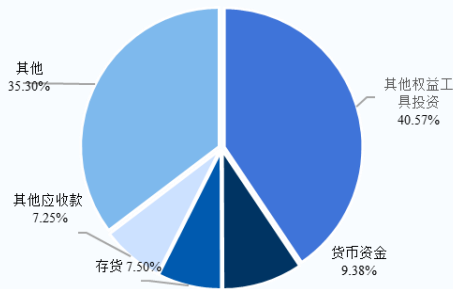
主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	229.20	178.90	209.00	197.15
资产总额（亿元）	1547.82	1594.67	1666.38	1684.05
所有者权益（亿元）	584.92	726.15	778.50	778.68
短期债务（亿元）	268.30	213.93	271.47	222.39
长期债务（亿元）	457.05	414.13	372.38	434.64
全部债务（亿元）	725.35	628.06	643.85	657.03
营业总收入（亿元）	556.86	577.56	670.82	120.17
利润总额（亿元）	8.58	8.64	9.07	1.36
EBITDA（亿元）	34.43	33.53	31.20	--
经营性净现金流（亿元）	16.25	14.21	0.91	-6.44
净资产收益率（%）	0.72	0.81	0.80	--
资产负债率（%）	62.21	54.46	53.28	53.76
全部债务资本化比率（%）	55.36	46.38	45.27	45.76
现金短期债务比（倍）	0.85	0.84	0.77	0.89
EBITDA 利息倍数（倍）	1.56	1.70	1.75	--
公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1053.92	1050.34	1068.51	1071.06
所有者权益（亿元）	468.22	604.55	654.09	652.64
全部债务（亿元）	443.00	290.08	260.10	264.47
营业总收入（亿元）	4.80	4.27	3.67	0.63
利润总额（亿元）	6.38	0.19	2.42	-1.08
资产负债率（%）	55.57	42.44	38.79	39.07
全部债务资本化比率（%）	48.62	32.42	28.45	28.84
现金短期债务比（倍）	0.67	0.79	0.72	1.20

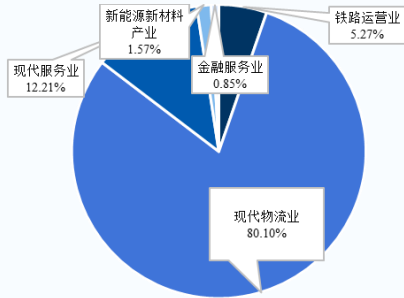
注：1. 公司 2026 年 1—3 月财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告已将其他应付款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分调整至全部债务核算；4. “--”表示不适用

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

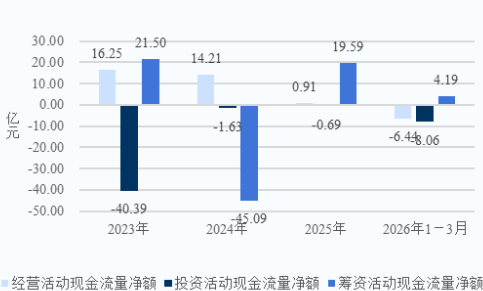
2025 年底公司资产构成



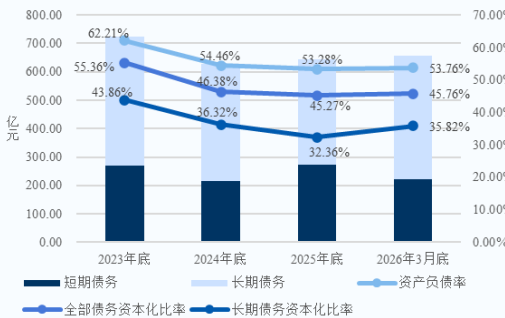
2025 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
23 华远陆港 MTN001	10.00 亿元	0.60 亿元	2028/03/22	调整票面利率选择权、回售选择权
23 华港 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/08/03	调整票面利率选择权、回售选择权
24 华港 02	20.00 亿元	20.00 亿元	2029/03/25	--
25 华港 03	5.00 亿元	5.00 亿元	2030/06/20	--
25 华港 04	5.00 亿元	5.00 亿元	2035/06/20	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 华港 02、23 华港 02、23 华远陆港 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/26	杨廷芳 张昶	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
25 华港 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/10	杨廷芳 张昶	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
25 华港 03	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/10	杨廷芳 张昶	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
24 华港 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/15	张婷婷 张昶	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 华港 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/26	张婷婷 许狄龙	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 华远陆港 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/03/10	张婷婷 张博	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨廷芳 yangtf@lhratings.com

项目组成员：刘 成 liucheng@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东发生变更。根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将山西省国有资本运营有限公司持有的相关企业国有股权划转至省国资委的通知》（晋国资产权〔2025〕75号），原股东山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国运”）将持有的公司52.39%股权划转至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”），公司控股股东由山西国运变更为山西省国资委，上述股权划转事项尚未完成工商变更登记。截至2026年3月底，公司注册资本及实收资本均为251.30亿元，山西国运、山西省国资委、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37.56%、52.39%、9.29%和0.76%，公司控股股东及实际控制人均为山西省国资委。

公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，承担了山西省主要合资新建铁路项目的资本金筹集和相关投资工作。跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。截至2026年3月底，公司本部内设规划投资部、财务管理部、经营管理部等职能部门；拥有纳入合并范围的一级子公司共24家。

截至2025年底，公司资产总额1666.38亿元，所有者权益778.50亿元（含少数股东权益116.82亿元）；2025年，公司实现营业总收入670.82亿元，利润总额9.07亿元。截至2026年3月底，公司资产总额1684.05亿元，所有者权益778.68亿元（含少数股东权益116.97亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入120.17亿元，利润总额1.36亿元。

公司注册地址：山西示范区太原唐槐园区龙盛街18号4号楼909室；法定代表人：谷建春。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2026年5月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。“25华港03”“25华港04”尚未至付息日，其他债券利息及回售本金已足额支付。

图表1·截至2026年5月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
23 华远陆港 MTN001	10.00	0.60	2023/03/22	5（3+2）年
23 华港 02	10.00	10.00	2023/08/03	5（3+2）年
24 华港 02	20.00	20.00	2024/03/25	5 年
25 华港 03	5.00	5.00	2025/06/20	5 年
25 华港 04	5.00	5.00	2025/06/20	10 年
合计	50.00	40.60	--	--

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。

宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。

“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业的发展与监管政策密切相关，同时城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松，整体呈现收紧态势。2025 年以来，一揽子化债政策深入推进，政策上以“控增化存、促发展”为核心，地方政府化债效果显现，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，城投企业流动性风险得以缓释；债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务风险管理更加全面，政策引导城投企业逐步化解经营性债务风险，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2026 年，城投企业的发展仍将围绕化债与发展两大主题，积极财政政策基调将延续，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及政企关系的演变。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2026 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

山西省是中国实施中部崛起战略的重点区域，也是连接中西部地区与京津冀及环渤海地区的重要通道，地理位置优越；拥有丰富的自然资源，煤炭、天然气等传统产业依然占据压舱石的地位，新兴产业稳步发展。2023—2025 年，山西省经济总量增速及一般公共预算收入均波动下降，受房地产市场行情拖累政府性基金收入持续下降。山西省是蒙西、陕北、宁夏煤炭的主要运输通道，全省铁路货运总量和煤炭运量均居全国第一位，2023—2025 年，山西省铁路货物运输周转量波动增长，铁路在山西省货物运输中占据重要的地位。

（1）山西省基本情况

山西省位于中国华北地区，是中国实施中部崛起战略的重点区域，也是连接中西部地区与京津冀及环渤海地区的重要通道，地理位置优越。2025 年底，山西省常住人口 3424.01 万人，比 2024 年底减少 21.95 万人。其中，城镇常住人口 2306.09 万人，占常住人口比重为 67.35%，较 2024 年底提高 1.03 个百分点。

山西省拥有丰富的水资源、矿产资源、旅游资源等自然资源。矿产资源方面，山西省是资源开发利用大省，在中国矿业经济中占有重要的地位。山西省已发现的矿种达 120 种，其中探明资源储量的矿产 63 种。与中国同类矿产相比，资源储量居全国第一位的矿产有煤层气、铝土矿、耐火粘土、镁矿、冶金用白云岩共 5 种，保有资源储量居全国前十位的矿产包括煤、煤层气、铝土矿、铁矿、金红石等 33 种。其中，煤炭保有资源储量 2730 亿吨，占中国保有资源储量的 17.5%；煤层气剩余经济可采储量约 2500 亿立方米。

十四五期间，山西省能源革命纵深推进，原煤、煤炭、天然气等能源产量均居全国前列，炼焦、炼铁、炼钢等产业转型步伐加快，打造了 16 条省级重点产业链、30 个省级重点专业镇，传统产业依然占据压舱石的地位。新兴产业稳步发展，2025 年全省计算机及办公设备制造业、新能源产业、新材料产业及装备制造业增加值较上年分别增长 1.2 倍、25.3%、6.2%和 1.1 倍，已形成以新能源汽车、半导体、碳基新材料、节能环保等为主的 14 个战略性新兴产业集群。

图表 2 • 山西省地区经济情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	25698.18	25494.69	25495.68
GDP 增速（%）	5.0	2.3	4.0
固定资产投资增速（%）	-6.6	3.2	-0.4
三产结构	5.4:51.9:42.7	--	5.5:40.4:54.0
人均 GDP（万元）	7.40	7.38	7.42

注：GDP 增速为按不变价格计算的增速

资料来源：联合资信根据《山西省国民经济和社会发展统计公报》整理

根据《山西省国民经济和社会发展统计公报》，2023—2025 年，山西省地区生产总值（GDP）波动下降。其中，2025 年，山西省第一产业增加值为 1410.52 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值为 10305.00 亿元，增长 3.1%；第三产业增加值为 13780.15 亿元，增长 4.5%。

2025 年，山西省固定资产投资（不含跨省、农户）比上年下降 0.4%。其中，第一产业投资增长 3.8%，第二产业投资增长 2.9%，第三产业投资下降 3.4%。基础设施投资下降 1.7%。民间投资增长 2.8%。2025 年，山西省房地产开发投资 1511.4 亿元，比上年下降 9.9%；新建商品房销售面积 1833.7 万平方米，下降 5.9%；新建商品房销售额 1278.6 亿元，下降 5.9%。

图表 3 • 山西省地区财政情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
一般公共预算收入（亿元）	3479.15	3541.74	3218.6
一般公共预算收入增速（%）	0.7	1.8	--
税收收入（亿元）	2556.83	2299.66	2142.1
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	73.49	64.93	66.55
一般公共预算支出（亿元）	6351.17	6318.08	6058.91
财政自给率（%）	54.78	56.06	53.12
政府性基金收入（亿元）	601.77	520.51	461.91
地方政府债务余额（亿元）	7082.52	8279.52	9643.17

资料来源：联合资信根据《山西省全省和省本级预算执行情况与全省和省本级预算草案的报告》整理

根据《关于山西省 2025 年全省和省本级预算执行情况与 2026 年全省和省本级预算草案的报告》，受全省经济发展、煤炭等大宗商品价格波动等影响，2025 年山西省一般公共预算收入有所下降，税收占比略有提升。同期，山西省一般公共预算支出有所下降，财政自给能力一般。2025 年，山西省政府性基金收入受土地市场行情影响继续下降。从政府债券的发行情况来看，2025 年山西省新增债券 902 亿元、再融资债券 1017.96 亿元，其中用于置换隐性债务的再融资债券额度为 385 亿元，省本级留存 67.85 亿元，剩余均转贷到各市县。截至 2025 年底，山西省政府债务余额为 9643.17 亿元，较上年底有所增长。

再融资方面，自一揽子化债方案启动以来，山西省通过积极向上争取中央化债资金、超长期特别国债等方式，筹措化债及项目建设资金，加速出清平台公司隐性债务，促进其实现退平台及市场化转型。2025 年以来，山西省城投债成本下行且无违约情况，融资环境持续改善。

（2）山西省交通运输状况

经过多年的建设与发展，山西省形成了公路、铁路、航空等综合交通运输网。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。2023—2025 年，山西省铁路货物运输周转量波动增长，铁路在山西省货物运输中占据重要的地位。

图表 4 • 山西省公路及铁路的客货运输情况（单位：亿人公里、亿吨公里）

分类		2023 年		2024 年		2025 年	
		公路	铁路	公路	铁路	公路	铁路
旅客运输	周转量	45.6	231.9	96.2	253.3	96.6	292.1
	同比（%）	102.1	140.1	110.9	9.2	0.3	15.3
货物运输	周转量	3383.2	3494.2	3424.1	3219.4	3499.1	3551.5
	同比（%）	6.9	5.6	1.2	-7.9	2.2	10.3

资料来源：根据山西省国民经济和社会发展统计公报及公开资料整理

“十五五”期间，铁路建设方面，山西省将建成雄安新区至忻州高铁，加快推进青银通道太原至绥德高铁前期工作。山西省将建设与京津冀互联互通大通道，构建多式协同的立体开放通道，主动对接秦皇岛港、唐山港、青岛港等，发展更多铁海联运线路。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

企业地位方面，公司是山西省人民政府批准并出资设立的省属国有大型企业，承担山西省政府赋予的代表山西省与中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）合资新建省级铁路项目出资人及铁路、公路运输职责，在山西省铁路建设领域具有垄断优势。

公司全资子公司山西地方铁路集团有限责任公司（以下简称“山西铁路”）是山西省内唯一的地方铁路运输企业，其所经营的地方铁路线路主要分布在霍西煤田、河东煤田、宁武煤田和沁水煤田的腹地，均与国铁干线连接，也是陕西省、内蒙古自治区等地煤炭入境山西铁路运输的纽带。截至 2025 年底，公司实际控制并运营的地方铁路专用线合计运营里程 355.93 公里，2025 年货物发运量 2813.67 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中国铁路太原局集团有限公司（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 28 条地方铁路专用线。公司全资子公司山西汽车运输集团有限公司（以下简称“山西汽运”）拥有遍布全省各地市的客运站点，形成了客运网络经营优势，在省内行业竞争力明显，客运线路和货运线路都已经通达了全国 23 个省。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2026 年 6 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。

根据公司及重要子公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现其存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2026 年 6 月 24 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被重大行政处罚的行为。

（二）管理水平

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及监事。2025 年 5 月，根据《华远国际陆港集团有限公司关于调整董事会各专门委员会委员的通知》，经公司董事会决议，对董事会战略与投资委员会、审计与内控合规风险管理委员会（以下简称“审委会”）、薪酬与绩效考核委员会的委员进行调整，由审委会履行原监事会相关职能。同期，根据山西省政府相关文件，山西省政府免去公司外部董事职务。本次人事变动后，公司董事会成员仅剩 6 人，少于章程约定人数，公司董事存在缺位，但并未影响公司正常生产经营及日常管理，公司董事会所作决议仍具有有效性。公司法人治理结构依然比较有效。公司主要管理制度未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

公司承担山西省主要合资新建铁路项目的资本金筹集和相关投资工作，同时开展铁路运营、现代物流和现代服务等业务。2023—2025 年，随着现代物流业收入的增长，公司营业总收入持续增长，综合毛利率持续下降。具体来看，公司营业总收入以铁路运

营业、现代物流业和现代服务业三大板块为主。2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 120.17 亿元，相当于 2025 年全年的 17.91%，综合毛利率为 4.10%。

图表 5 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	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	34.34	6.17%	18.96%	28.69	4.97%	17.63%	35.36	5.27%	11.73%
现代物流业	373.57	67.08%	1.77%	450.56	78.01%	1.72%	537.32	80.10%	1.53%
现代服务业	133.27	23.93%	2.79%	87.19	15.10%	3.80%	81.94	12.21%	5.91%
新能源新材料产业	8.11	1.46%	14.62%	6.42	1.11%	7.42%	10.53	1.57%	13.88%
金融服务业	7.58	1.36%	70.07%	4.70	0.81%	77.48%	5.68	0.85%	79.06%
合计	556.86	100.00%	4.19%	577.56	100.00%	3.50%	670.82	100.00%	3.45%

注：尾差系四舍五入所致；铁路运营包含地方铁路运营收入、代管收入和集运站收入
资料来源：公司提供

（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资，已完工铁路项目投资回报率很低，拟建铁路项目投资规模大，业务持续性很强；受运输单价及发运量下降影响，地方铁路运营业务收入逐年下降。

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负责具体铁路项目的建设和运营；在铁路建设过程中，项目资本金由公司和国铁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 2025 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 4113.87 亿元，需由公司代表山西省政府直接投入资金 691.38 亿元，公司已完成投资 687.61 亿元，未来尚需投资 3.77 亿元；公司拟建铁路项目为太绥高铁，项目计划总投资 760.04 亿元，需由公司代表山西省政府出资规模尚未确定。由于山西省政府铁路投资资本金到位具有一定滞后性，实际操作上铁路投资前期资金主要来源于公司自有资金和外部借款融资，后期山西省政府将通过资本金注入、财政贴息等方式对公司进行支持，2023—2025 年公司分别收到山西省政府铁路投资建设的各项资金约 70.90 亿元、166.96 亿元和 70.26 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）。

图表 6 • 截至 2025 年底公司参与的重大铁路建设项目情况（单位：公里、亿元）

序号	项目名称	项目总投资额	总里程	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
1	大西铁路	963.30	859.00	755.55	151.11	31.37	151.11	已完工
2	中南铁路	1037.91	1313.57	573.38	103.80	20.00	103.80	已完工
3	吕临支线	22.10	38.65	22.10	4.81	40.00	4.81	已完工
4	太兴铁路	85.94	163.00	85.94	12.89	25.56	12.89	已完工
5	黄韩侯铁路	22.04	76.20	22.04	1.50	7.50	1.50	已完工
6	太原南站枢纽	99.35	11.34	99.35	12.99	--	12.99	已完工
7	太中银铁路	303.20	940.00	113.38	11.71	--	11.71	已完工
8	阳大铁路	45.79	79.07	45.79	12.44	39.16	12.44	已完工
9	大张铁路	180.50	141.52	152.76	61.40	40.19	61.40	已完工
10	太焦铁路	431.30	362.10	392.22	123.10	61.41	123.10	已完工
11	太中银铁路开行动车	4.60	198.35	4.60	4.60	100.00	4.55	已完工
12	阳涉铁路开通客运服务	6.14	125.70	6.14	2.63	50.00	2.28	在建
13	集大原铁路	339.30	269.60	248.21	130.30	76.20	130.30	在建
14	雄忻铁路	572.40	342.00	192.06	58.10	60.46	54.73	在建
15	太绥高铁	760.04	304.87	638.24	待定	待定	--	拟建
--	合计	4873.91	5224.97	3351.76	691.38	--	687.61	--

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太原南站的出资，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：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2025 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、太原南站枢纽等，上述项目已完成投资 500.30 亿元，2023—2025 年分别实现投资收益 0.04 亿元、0.08 亿元和 0.83 亿元，投资回报率很低。

铁路运营方面，公司铁路运营业务主要由全资子公司山西铁路运营。山西铁路经营管理的地方铁路线主要分布在霍西煤田、河东煤田、宁武煤田和沁水煤田的腹地，均与国铁干线连接，也是陕西、内蒙古等地煤炭入境山西铁路运输的纽带。截至 2025 年底，山西铁路实际控制的地方铁路主要有孝义—柳林（孝柳）、武乡—沁县（武沁）、宁武—静乐（宁静）和静乐—静游（静静）四条铁路，运营总里程为 355.93 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，2023—2025 年，上述铁路货物发运量及运营收入均持续下降。

图表 7 • 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）		
		2023 年	2024 年	2025 年	2023 年	2024 年	2025 年
孝柳铁路	116.00	2320.16	2215.32	1986.33	23.13	17.95	15.73
宁静铁路	93.64	364.39	226.00	200.84	0.81	0.46	0.38
武沁铁路	118.00	703.62	625.13	592.64	3.47	2.04	1.64
静静铁路	28.29	--	151.07	33.86	--	0.17	0.04
合计	355.93	3388.17	3217.52	2813.67	27.41	20.62	17.79

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 28 条，2025 年公司代管铁路数量较上年减少 11 条。公司代管代维护铁路业务在收到客户运费后，按照 20%~30%的比例返还产权单位，剩余部分计入主营业务收入，主营业务成本包括支付给太原铁路局各业务单位的有关人工费、材料费等。2023—2025 年，公司代管线路铁路运营收入分别为 5.09 亿元、4.72 亿元和 1.89 亿元，系代管铁路数量逐年减少所致。

（2）现代服务业

公司现代服务业务以汽车运输业务和网络货运业务为主。2023—2025 年，受低毛利的汽车运输业务规模持续收缩且网络货运收入下降影响，公司现代服务业收入持续下降，毛利率逐年上升。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。2023—2025 年，受低毛利的汽车运输业务规模持续收缩且网络货运收入下降影响，公司现代服务业收入持续下降，毛利率逐年上升。

① 汽车运输业务

汽车运输业务主要由子公司山西汽运经营，山西汽运的运输收入包含客运、货运、汽车修理及配件销售和其他业务。货运和汽车修理及配件销售是运输收入的主要来源，2023—2025 年，公司货运收入持续下降导致汽车运输收入持续下降，毛利率持续较低。

图表 8 • 汽车运输相关收入主要构成情况（单位：亿元）

项 目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
客运	4.24	6.36	5.87	11.96	6.35	15.99
货运	53.38	80.13	41.40	84.39	23.72	59.72
汽车修理及配件销售	9.00	13.51	1.79	3.65	9.65	24.29
合计	66.62	100.00	49.06	100.00	39.72	100.00

注：2023—2024 年货运收入包含网络货运和相关贸易业务收入，2025 年未包含上述收入
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。2023 年以来，山西汽运客运业务班线有所调整，旅游专线、定制客运等专属化客运线路均有所增加。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，2023—2025 年，客运业务收入规模持续增长，主要系客运量增加且价格较高的定制化订单增加综合所致。

图表 9 • 公司运输业务经营指标情况

项目名称	2023 年	2024 年	2025 年
客运车辆（辆）	8048	8062	7438
客运站（个）	119	119	109
公路客运量（亿人）	1.23	1.45	1.38
货运车辆（辆）	5472	5071	5272
公路货运量（万吨）	6746.82	5326.97	6493.51

资料来源：公司提供

货运方面，2023 年以来，公司加大了对货运车辆的采购及市场开拓，主要运输产品包含煤炭、铁矿砂等。公司货运业务结算方式分为两种，一种为下游客户先支付 50%~100% 的预付款，支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，具体支付比例视公司的议价能力而定，未全额支付货款的下游客户一般在 1~2 个月内付全款；另一种为货到付款。货运费率由山西汽运各子公司参考市场价格后单独议价，因运输货物的不同，价格各不相同。2023—2025 年，公司货运量波动下降，叠加货运单价下降，货运收入持续下降，但仍是汽车运输业务最主要的收入来源。

汽车维修及配件销售业务方面，山西汽运所经营的汽车维修及配件销售业务主要包括汽车维修、检修和配套销售等全方位服务。2023—2025 年，山西汽运汽车维修及配件销售收入波动增长，其中 2024 年降幅明显主要系当年关停部分汽修门店所致。截至 2025 年底，公司已拥有 21 个汽车维修厂站，遍布山西省各地市，其各类特约维修服务站 65 个。近年来，公司还拓展了汽车 4S 店业务，建设了包含标志、雪铁龙、江淮、解放、东风、重汽等国内知名品牌在内的 4S 店共计 7 个，在山西省内的汽车维修及配件销售领域具有一定地位。

② 网络货运业务

网络货运业务主要由子公司华远陆港网络货运（山西）有限公司（以下简称“网络货运公司”，现已更名为华远陆港国际供应链管理（山西）有限公司）负责，网络货运公司成立于 2020 年 9 月，注册资本 4.50 亿元，已建成华远国际陆港联运生态园，并开发了“陆港通”和“陆港运”多式联运平台，利用多式联运、无船承运等技术优势，加快数智化转型升级，实现物流产业高度融合的集装箱多式联运服务。根据综合保税区最新部署安排，公司后续将暂停网络货运业务，2024—2025 年网络货运业务收入分别为 3.50 亿元和 35.00 万元，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 2025 年底，公司主要在建房地产开发项目如下表所示，计划总投资 170.87 亿元，已投资 158.29 亿元，已销售金额约 99.34 亿元；公司暂无拟建项目。公司房地产开发项目未来去化情况有待关注。

图表 10 • 截至 2025 年底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	12.69
宝佳瑞景花园项目二期	住宅、商业	7.07	6.58
宝佳长风近山庭院项目	住宅	7.99	8.03
宝佳龙城壹号项目	住宅、车位、储藏室、商业	19.61	20.67
宸悦府	房地产开发	35.70	27.04
泰瑞城项目	房地产开发	21.42	21.42
怡和·天润园	住宅	8.35	14.71
怡和·天誉	住宅商业综合体	24.38	22.56
怡和·清徐国际教育小镇	住宅教育商业综合体（商住区）	22.47	14.52
宝佳瑞景花园项目三期	住宅、商业	11.10	10.07
合计	--	170.87	158.29

注：公司部分项目已投资超过总投资，系概算资金后期根据实际情况调整，总投资规模仍按照可研批复列示所致

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，非煤矿产类贸易为辅。2023—2025 年，随着贸易规模的加速扩张，公司现代物流业收入快速增长，但毛利率较低。

公司贸易品种以煤炭为主，其他贸易品种种类较多，主要概括为钢材、化工产品和非煤矿产三类。2023—2025 年，随着贸易规模的加速扩张，公司现代物流业收入快速增长，但毛利率较低。

图表 11 • 公司主要贸易品种销售金额（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
煤炭	232.55	248.33	368.85
非煤贸易	69.76	179.61	168.47
合计	302.31	427.94	537.32

资料来源：公司提供

煤炭贸易对公司贸易收入贡献率较高，近年来在贸易收入中占比均超过 50%。煤炭贸易的上游供应商较为稳定，主要是山西各地区的煤炭生产企业及煤炭贸易企业；下游客户主要为鞍钢股份有限公司、攀钢集团物资贸易有限公司等钢铁企业或贸易企业等。公司煤炭贸易业务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。

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

(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，金融服务业务毛利率水平高，对公司整体收入和利润提供一定补充。

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能投科技有限公司、山西能投生物质能开发利用股份有限公司和山西省经济建设投资集团有限公司负责，收入来源于加气站的天然气销售收入，2023—2025 年，公司新能源业务收入波动增长，毛利率波动下降。

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，2023—2025 年，公司金融服务收入波动下降，整体收入规模较小，但毛利率水平高。公司金融服务业务客户以中、小型企业为主，截至 2025 年底，公司暂无因客户贷款逾期或担保代偿正在追偿的款项，整体风险可控。

2 未来发展

未来，公司在完成在建铁路投资建设项目后，将以打造产融结合特色明显的现代化物流企业为主要任务，计划构建三大基础体系：一是以出省铁路通道为主干、3 条地方铁路为支撑、企业专用线为外延的物流集运体系；二是以各类物流园区（包括煤炭配送基地）为空间承载的仓储配送体系；三是以网络化技术为支撑、信息服务平台为载体的现代物流服务体系。

(四) 财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对 2025 年财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2026 年 1—3 月财务报表未经审计。

2025 年，公司合并范围内增加 4 家子公司，减少 3 家子公司；2026 年一季度，公司合并范围子公司未发生变化。截至 2026 年 3 月底，公司拥有合并范围内一级子公司 24 家。公司新增及减少的子公司规模均小，对合并范围数据影响不大，公司财务数据可比性强。

1 资产质量及其盈利能力

公司资产规模持续增长，货币资金充裕，对地方铁路投资形成的股权投资类资产占比较高，但投资回报率很低；以往来款和项目投资款为主的其他应收款规模较大，且部分往来对象已出现经营风险，应收账款中贸易款规模较大，需关注相关资金回收情况。现代服务及现代物流业务相关收入规模大，但盈利空间相对小，利润主要来自政府补助和投资收益。整体看，公司资产质量

一般，盈利能力有待提升。

图表 12 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	602.61	38.93	593.90	37.24	672.60	40.36	690.04	40.97
货币资金	180.97	11.69	146.28	9.17	156.27	9.38	136.60	8.11
应收账款	53.47	3.45	54.90	3.44	55.47	3.33	66.23	3.93
预付款项	42.26	2.73	54.47	3.42	74.30	4.46	84.58	5.02
其他应收款（合计）	103.20	6.67	111.83	7.01	120.75	7.25	126.40	7.51
存货	109.73	7.09	116.04	7.28	125.00	7.50	128.31	7.62
非流动资产	945.20	61.07	1000.77	62.76	993.78	59.64	994.02	59.03
其他权益工具投资	630.91	40.76	674.86	42.32	676.11	40.57	676.11	40.15
固定资产（合计）	103.36	6.68	104.71	6.57	92.86	5.57	91.34	5.42
在建工程（合计）	92.82	6.00	95.75	6.00	91.88	5.51	93.16	5.53
资产总额	1547.82	100.00	1594.67	100.00	1666.38	100.00	1684.05	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2023—2026 年 3 月底，随着铁路项目持续投入及往来款的增加，公司资产总额持续增长，流动资产占比波动上升。

2025 年底，公司货币资金较上年底有所增长，期末主要由银行存款（131.28 亿元）及其他货币资金（24.97 亿元）构成，受限货币资金 16.49 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金等。应收账款主要为应收的贸易款，账龄以 1 年以内的为主（占 80.59%），累计计提坏账准备 3.81 亿元；考虑到公司大宗贸易行业周期性波动较大，需关注相关款项回收风险。预付款项主要为预付的工程款、贸易货款等，近年来持续增长，账龄以 1 年以内的为主（占 85.36%）；前五大预付对象主要为山西保陆房地产开发有限公司及新沪南船舶（江苏）有限公司等贸易企业，合计款项占预付款项的 11.10%，累计计提坏账准备 0.28 亿元。其他应收款主要由往来款及应收南站投资款（合计占比超过 50%）构成；其中，其他应收款前五大欠款方主要为政府部门及国有企业，其中应收民营企业山西蓝图化工工程设计有限公司（以下简称“蓝图设计公司”）购房款 5.04 亿元，该公司因经营异常被吊销营业执照，需对相关款项回收风险保持关注；其他应收款前五大欠款方金额合计占比 21.17%，集中度较低；从账龄来看，1 年以内（含 1 年）占 59.16%、1~3 年占 13.93%，整体账龄偏短；按照账龄法累计计提坏账准备 2.74 亿元。公司存货主要由物流业务库存商品（30.42 亿元）、房地产开发项目（83.96 亿元）及以尚未开发的土地储备为主的开发成本（4.56 亿元）构成，累计计提跌价准备 0.39 亿元。

图表 13 • 截至 2025 年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

单位名称	期末余额	占其他应收款项合计的比例 (%)	款项性质	账龄
太原铁路局太原枢纽建设指挥部	15.80	12.90	暂付南站投资款	3 年以上
蓝图设计公司	5.04	4.12	购房款	3 年以上
政府贴息	2.73	2.23	财政贴息	1 年以内
山西转型综合改革示范区管理委员会	1.54	1.25	网络货运政府补贴	1~2 年
临县光能扶贫电站运营维护有限公司	0.82	0.67	代收代付款	2~3 年、3 年以上
合计	25.93	21.17	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2025 年底，公司其他权益工具投资较上年底略有增长，主要为对山西集大原高速铁路有限责任公司、雄安高速铁路有限公司、太焦城际铁路山西有限责任公司等国家级重点铁路的建设投入；公司本期确认股利收入 0.83 亿元，主要来源于对太中银铁路有限责任公司的投资。公司固定资产主要由房屋及建筑物 50.91 亿元、机器设备 20.64 亿元和运输工具 13.51 亿元构成，累计计提折旧 86.89 亿元。公司在建工程较上年底略有下降，期末主要为在建铁路专线及集运站、地方铁路工程及物流园工程等。公司受限资产情况如下所示，资产受限比例很低。

图表 14 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	16.49	0.99%	保证金
固定资产	2.33	0.14%	抵押担保
无形资产	0.70	0.04%	抵押担保
应收票据	0.08	*	质押担保
存货	7.49	0.45%	抵押担保
投资性房地产	8.78	0.53%	抵押担保
合计	35.87	2.15%	--

注：“*”表示数据很小

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

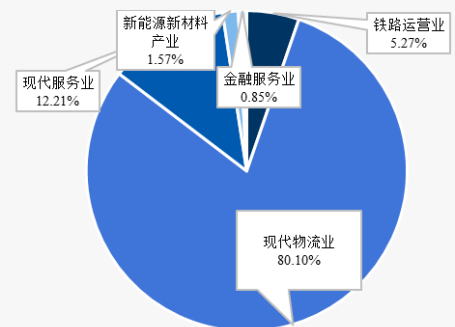
从盈利性角度来看，公司对地方铁路投资形成的资产规模较大，但投资回报率很低；现代服务及现代物流业务相关收入规模大，但盈利空间相对小，公司整体盈利能力有待提升。2023—2025 年，公司营业总收入持续增长，营业成本同趋势变动，营业利润率持续下降。同期，公司期间费用波动下降，2025 年期间费用主要由管理费用（14.47 亿元）和财务费用（7.49 亿元）构成，2023—2025 年期间费用占营业总收入的比重分别为 4.91%、4.46%和 3.88%。非经常性损益方面，公司投资收益主要来源于交易性金融资产持有期间的投资收益及权益法核算的长期股权投资收益，规模波动增长；其他收益主要为政府补贴，政府补贴及投资收益对公司利润总额的贡献大，是利润的重要来源；公允价值变动收益来自交易性金融资产的公允价值变动。从盈利指标来看，2023—2025 年，公司利润总额持续增长，总资本收益率波动下降，净资产收益率波动上升。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	556.86	577.56	670.82	120.17
营业成本	533.48	557.32	647.65	115.24
期间费用	27.35	25.78	26.04	6.45
投资收益	2.19	3.05	2.87	0.32
其他收益	10.17	9.06	8.79	2.14
公允价值变动收益	1.52	0.12	0.26	0.26
利润总额	8.58	8.64	9.07	1.36
营业利润率（%）	3.93	3.32	3.19	3.89
总资本收益率（%）	1.43	1.47	1.28	--
净资产收益率（%）	0.72	0.81	0.80	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 16 • 2025 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金依然保持净流入但净流入规模大幅下降，现金收入质量较好。公司投资活动现金依然保持净流出，随着项目持续投入及债务到期偿付，公司筹资活动仍保有一定需求。

从获现能力角度来看，2023—2025 年，随着现代物流业务规模的扩大，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出规模均持续增长，现金收入质量较好。公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要为保证金及外部单位往来款等相关现金收支，经营活动现金保持净流入状态，但 2025 年净流入规模大幅下降。2023 年，公司投资活动现金流入规模较大，其中收回投资收到的现金主要为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，投资活动现金流出规模亦较大，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。2024 年以来，上述投资活动资金往来规模均有所收缩，投资活动净流出规模大幅收窄。公司筹资活动现金流入主要为外部融资及政府债券资金，筹资活动现金流出主要用于偿付债务本息，公司筹资活动现金流量净额波动较大。2026 年 1—3 月，公司经营活动及投资活动现金均表现为净流出，筹资活动现金小幅净流入。

图表 17 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	664.46	742.63	819.33	170.61
经营活动现金流出小计	648.21	728.42	818.42	177.05
经营活动现金流量净额	16.25	14.21	0.91	-6.44
投资活动现金流入小计	421.89	242.41	212.77	86.66
投资活动现金流出小计	462.28	244.04	213.46	94.72
投资活动现金流量净额	-40.39	-1.63	-0.69	-8.06
筹资活动前现金流量净额	-24.14	12.57	0.22	-14.50
筹资活动现金流入小计	365.02	588.94	423.28	115.07
筹资活动现金流出小计	343.52	634.03	403.68	110.87
筹资活动现金流量净额	21.50	-45.09	19.59	4.19
现金收入比（%）	94.65	100.77	102.68	104.93

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

3 资本结构及偿债能力

公司所有者权益规模持续增长，实收资本及资本公积占比较高，权益稳定性较强。跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务期限结构有待优化，整体债务负担适中，集中偿付压力不大。公司偿债指标表现较强，间接融资渠道通畅，但存在一定的或有负债风险。

2023—2026 年 3 月底，公司所有者权益规模持续增长，以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较强。2024 年底资本公积增幅明显主要系收到山西省财政厅拨付的 145.94 亿元政府债券资金所致；2025 年底资本公积增长主要系收到山西省财政厅拨付的 50.58 亿元铁路建设专项资金所致；2026 年 3 月底公司资本公积由政府拨付的资本金、资产、债券资金及子公司股权构成。少数股东权益主要为其他股东对公司控股子公司的投资，规模较为稳定。

图表 18 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	251.30	42.96	251.30	34.61	251.30	32.28	251.30	32.27
资本公积	180.00	30.77	325.93	44.89	377.11	48.44	377.11	48.43
未分配利润	19.29	3.30	24.30	3.35	29.16	3.75	29.77	3.82
归属于母公司所有者权益合计	465.89	79.65	608.37	83.78	661.68	84.99	661.71	84.98
少数股东权益	119.02	20.35	117.78	16.22	116.82	15.01	116.97	15.02
所有者权益合计	584.92	100.00	726.15	100.00	778.50	100.00	778.68	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2025 年底，公司经营性质负债主要为以应付往来款为主的其他应付款、以预收贸易款为主的合同负债和长期应付款。其中，长期应付款包含 7.08 亿元融资租赁款和 8.66 亿元专项应付款，专项应付款主要为项目资金。

图表 19 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

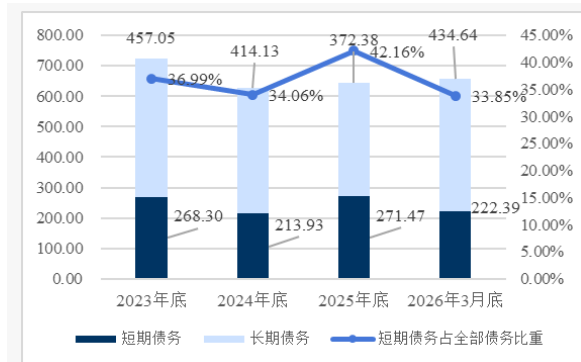
科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	479.63	49.81	432.59	49.81	492.22	55.44	449.13	49.61
短期借款	51.77	5.38	71.55	8.24	99.94	11.26	104.10	11.50
应付票据	50.79	5.27	60.24	6.94	56.50	6.36	54.10	5.98
其他应付款（合计）	124.56	12.94	134.89	15.53	139.91	15.76	144.58	15.97

一年内到期的非流动负债	160.79	16.70	73.83	8.50	107.45	12.10	60.84	6.72
合同负债	23.33	2.42	29.72	3.42	34.63	3.90	31.77	3.51
非流动负债	483.27	50.19	435.93	50.19	395.67	44.56	456.25	50.39
长期借款	335.37	34.83	236.91	27.28	210.28	23.68	247.82	27.37
应付债券	114.00	11.84	169.50	19.52	158.00	17.80	182.40	20.15
长期应付款（合计）	16.94	1.76	16.82	1.94	15.74	1.77	14.08	1.56
负债总额	962.90	100.00	868.52	100.00	887.89	100.00	905.37	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

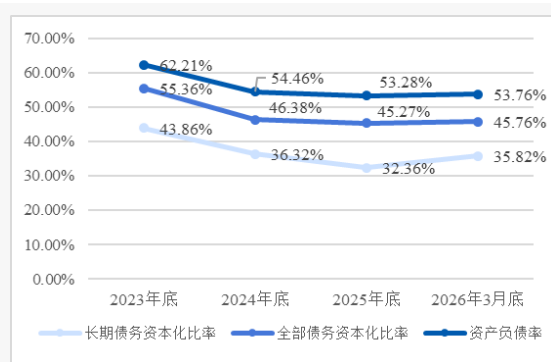
有息债务方面，将其他应付款付息部分（主要为借款）和其他流动负债付息部分纳入短期债务核算，将长期应付款付息部分纳入长期债务核算。2023—2026年3月底，公司全部债务规模波动下降，2026年3月底为657.03亿元，短期债务占比较高，债务期限结构有待优化；融资渠道主要包括银行贷款（约占60%）和债券融资（约占38%）。同期末，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈下降态势。若将公司计入其他权益工具的永续债券纳入全部债务统计，同时考虑少数股东权益中的债务，公司实际债务负担高于指标表现。整体看，公司整体债务负担适中。截至2026年3月底，公司于年底到期/行权债券规模29亿元，公司已发行足额债券用于置换到期债券本金，银行借款可得到滚续，公司集中偿付压力不大。截至2026年3月底，公司一年内到期债务规模为222.39亿元，现金短期债务比为0.89倍，现金类资产对短期债务覆盖程度较高。整体看，公司短期偿债指标表现较强。

图表 20 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 21 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 22 • 公司偿债指标

指标	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年（底）	2026 年 3 月（底）
现金短期债务比（倍）	0.85	0.84	0.77	0.89
EBITDA（亿元）	34.43	33.53	31.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.56	1.70	1.75	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从长期偿债指标看，2023—2025 年，公司 EBITDA 持续下降，EBITDA 对利息支出保障程度较强。

截至 2025 年底，公司对外担保金额为 1.53 亿元，担保比率很低，被担保对象均为地方国有企业。其中，被担保方山西大地环境投资控股有限公司系山西省国资委实际控制企业，公司未对被担保企业进行过代偿。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，公司涉及的重大未决诉讼与仲裁事项共计 7 个，涉案金额合计约 2.98 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，处于执行或强制执行阶段。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2025 年底，公司获得金融机构授信额度 1436.14 亿元，尚未使用授信额度 814.46 亿元，公司间接融资渠道通畅。

4 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轻，短期偿债压力不大。

2025 年底，公司本部资产总额 1068.51 亿元，资产以其他应收款、货币资金、其他权益工具投资和长期股权投资为主；所有者权益 654.09 亿元，以实收资本及资本公积为主；负债总额 414.43 亿元，以长期借款、应付债券、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。同期，公司本部全部债务为 260.10 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 38.79% 和 28.45%，整体债务负担较轻；其中短期债务 74.85 亿元，现金短期债务比为 0.72 倍，短期偿债压力不大。2025 年，公司本部实现营业总收入 3.67 亿元，利润总额为 2.42 亿元，投资收益为 4.22 亿元。

（五）ESG 方面

公司积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构比较有效。整体来看，公司 ESG 表现尚可。

环境方面，公司基础设施建设和铁路建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2025 年度为纳税信用 A 级纳税人。截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在一般事故以上的安全生产事故。同时，公司积极响应政府政策，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司建立了比较有效的法人治理结构，有利于规范董事会运作和提高决策水平。2025 年，联合资信未发现公司本部涉及未决诉讼，未发现其收到行政和监管部门处罚。

七、外部支持

山西省政府综合实力极强，公司作为山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，具有区域垄断优势，社会贡献很大，可替代性很弱，且在资金注入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

（1）支持能力

山西省是中国实施中部崛起战略的重点区域，也是连接中西部地区与京津冀及环渤海地区的重要通道，地理位置优越；拥有丰富的自然资源，煤炭、天然气等传统产业依然占据压舱石的地位，新兴产业稳步发展。2025 年，山西省经济总量为 25495.68 亿元，一般公共预算收入为 3218.6 亿元，依然保有铁路运输要塞优势，全省铁路货运总量和煤炭运量均居全国第一位。综合来看，山西省政府综合实力极强。

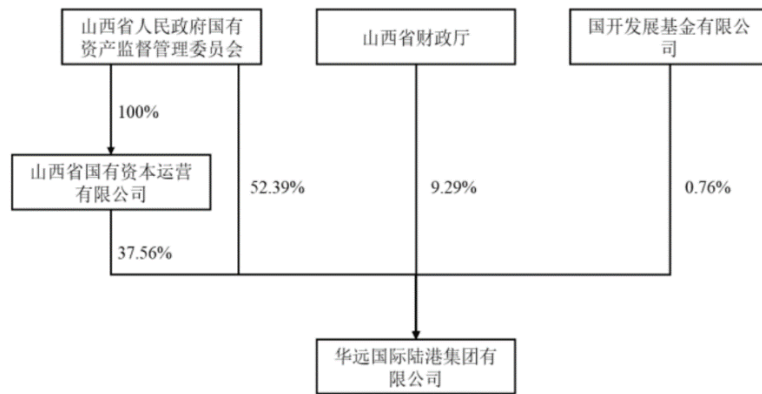
（2）支持可能性

公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，承担了山西省主要合资新建铁路项目的资本金筹集和相关投资工作，具有区域垄断优势，在基础设施、就业等方面的社会贡献很大，可替代性很弱。近年来，公司在资金注入和政府补助方面持续获得有力支持。2023—2025 年，山西省财政厅向公司拨付铁路建设专项预算资金（含政府债券）70.90 亿元、145.94 亿元和 50.58 亿元，计入“资本公积”。2023—2025 年，公司分别收到山西省财政厅拨付的政府补助资金 37.09 亿元、30.08 亿元和 28.47 亿元，其中财政贴息分别为 26.87 亿元、21.02 亿元和 19.68 亿元，财政贴息直接冲减财务费用，其余计入其他收益和营业外收入科目。

八、跟踪评级结论

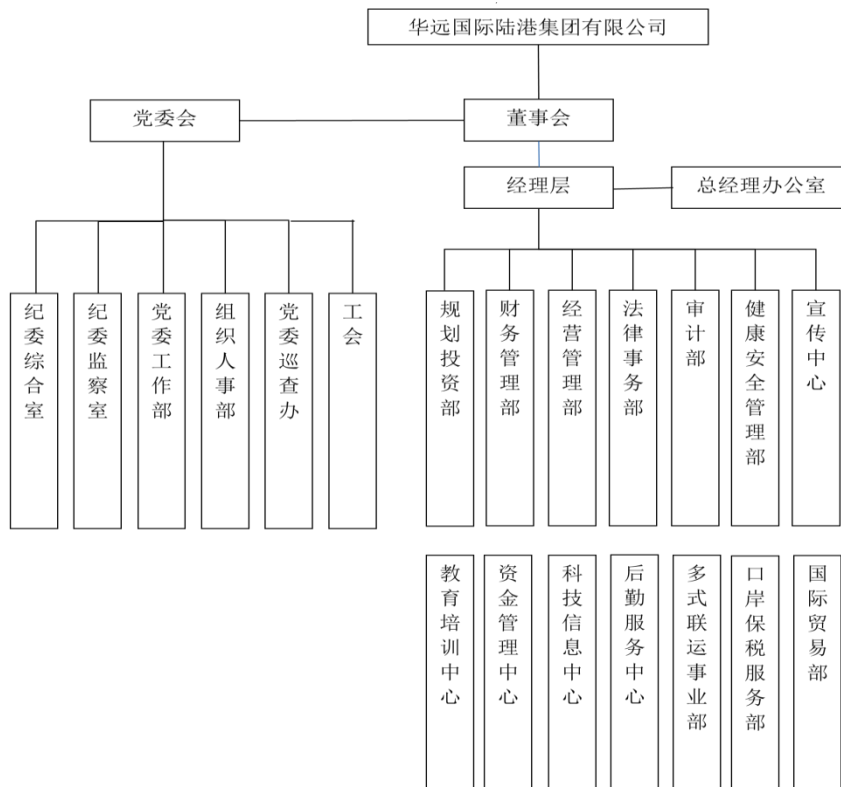
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 华远陆港 MTN001”“23 华港 02”“24 华港 02”“25 华港 03”和“25 华港 04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要一级子公司情况（截至 2026 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	持股比例		表决权比例	取得方式
		直接	间接		
山西国际物流集团有限公司	物流仓储贸易	100.00%	--	100.00%	投资设立
华远陆港国际联运（山西）有限公司	物流仓储贸易	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西能投国际贸易有限公司	物资贸易	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西大宗商品交易集团有限公司	电子贸易	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西地方铁路集团有限责任公司	铁路运输	100.00%	--	100.00%	其他
山西省物资产业集团有限责任公司	物资贸易	100.00%	--	100.00%	其他
山西省经济建设投资集团有限公司	投资与资产管理	100.00%	--	100.00%	其他
山西汽车运输集团有限公司	道路运输	100.00%	--	100.00%	其他
华远陆港基础设施投资有限公司	房地产开发	100.00%	--	100.00%	投资设立
山西能投科技有限公司	光伏电站开发建设	70.00%	--	77.78%	投资设立
山西能投生物质能开发利用股份有限公司	生物质燃气生产及供应	75.50%	--	75.50%	投资设立
华远陆港国际供应链管理(山西)有限公司	多式联运	100.00%	--	100.00%	投资设立
华远国际陆港（大同）集团有限公司	仓储	51.00%	--	51.00%	投资设立
山西华远陆港铁路投资有限公司	铁路货物运输	100.00%	--	100.00%	投资设立
华远陆港资本运营有限公司	金融资产管理公司	100.00%	--	100.00%	投资设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	229.20	178.90	209.00	197.15
应收账款（亿元）	53.47	54.90	55.47	66.23
其他应收款（合计）（亿元）	103.20	111.83	120.75	126.40
存货（亿元）	109.73	116.04	125.00	128.31
长期股权投资（亿元）	27.00	32.63	28.55	28.20
固定资产（合计）（亿元）	103.36	104.71	92.86	91.34
在建工程（合计）（亿元）	92.82	95.75	91.88	93.16
资产总额（亿元）	1547.82	1594.67	1666.38	1684.05
实收资本（亿元）	251.30	251.30	251.30	251.30
少数股东权益（亿元）	119.02	117.78	116.82	116.97
所有者权益（亿元）	584.92	726.15	778.50	778.68
短期债务（亿元）	268.30	213.93	271.47	222.39
长期债务（亿元）	457.05	414.13	372.38	434.64
全部债务（亿元）	725.35	628.06	643.85	657.03
营业总收入（亿元）	556.86	577.56	670.82	120.17
营业成本（亿元）	533.48	557.32	647.65	115.24
其他收益（亿元）	10.17	9.06	8.79	2.14
利润总额（亿元）	8.58	8.64	9.07	1.36
EBITDA（亿元）	34.43	33.53	31.20	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	527.06	582.01	688.78	126.10
经营活动现金流入小计（亿元）	664.46	742.63	819.33	170.61
经营活动现金流量净额（亿元）	16.25	14.21	0.91	-6.44
投资活动现金流量净额（亿元）	-40.39	-1.63	-0.69	-8.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	21.50	-45.09	19.59	4.19
财务指标				
现金收入比（%）	94.65	100.77	102.68	104.93
营业利润率（%）	3.93	3.32	3.19	3.89
总资本收益率（%）	1.43	1.47	1.28	--
净资产收益率（%）	0.72	0.81	0.80	--
长期债务资本化比率（%）	43.86	36.32	32.36	35.82
全部债务资本化比率（%）	55.36	46.38	45.27	45.76
资产负债率（%）	62.21	54.46	53.28	53.76
流动比率（%）	125.64	137.29	136.65	153.64
速动比率（%）	102.76	110.47	111.25	125.07
经营现金流动负债比（%）	3.39	3.28	0.18	--
短期债务占比（%）	36.99	34.06	42.16	33.85
现金短期债务比（倍）	0.85	0.84	0.77	0.89
EBITDA 利息倍数（倍）	1.56	1.70	1.75	--

注：1. 本报告合并口径已将其其他应付款和其他流动负债付息部分纳入短期债务核算，将长期应付款付息项调整至长期债务核算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示不适用；4. 2026 年一季报未经审计
 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

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	90.93	43.18	53.67	56.04
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	116.89	114.38	103.14	103.70
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	208.92	211.38	229.43	229.43
固定资产（合计）（亿元）	0.05	0.03	0.05	0.04
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1053.92	1050.34	1068.51	1071.06
实收资本（亿元）	251.30	251.30	251.30	251.30
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	468.22	604.55	654.09	652.64
短期债务（亿元）	136.21	55.00	74.85	46.60
长期债务（亿元）	306.79	235.08	185.25	217.87
全部债务（亿元）	443.00	290.08	260.10	264.47
营业总收入（亿元）	4.80	4.27	3.67	0.63
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.03	0.04	0.00
利润总额（亿元）	6.38	0.19	2.42	-1.08
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.48	0.53	0.49	0.03
经营活动现金流入小计（亿元）	3.80	2.43	1.46	0.17
经营活动现金流量净额（亿元）	2.21	0.60	-0.14	-0.35
投资活动现金流量净额（亿元）	-13.50	7.07	6.84	-5.82
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.93	-45.38	-5.22	-1.97
财务指标				
现金收入比（%）	9.90	12.37	13.29	5.13
营业利润率（%）	99.79	98.50	99.31	99.95
总资本收益率（%）	1.81	1.01	0.80	--
净资产收益率（%）	1.36	0.03	0.37	--
长期债务资本化比率（%）	39.59	28.00	22.07	25.03
全部债务资本化比率（%）	48.62	32.42	28.45	28.84
资产负债率（%）	55.57	42.44	38.79	39.07
流动比率（%）	74.53	74.79	68.43	79.66
速动比率（%）	74.53	74.79	68.43	79.66
经营现金流动负债比（%）	0.79	0.28	-0.06	--
短期债务占比（%）	30.75	18.96	28.78	17.62
现金短期债务比（倍）	0.67	0.79	0.72	1.20
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 由于公司本部口径未披露折旧、摊销、费用化利息及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算，“/”表示数据未获取；2. “--”表示不适用；3. 公司本部 2026 年一季报未经审计

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

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期债务占比	短期债务/全部债务×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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%

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断