华远国际陆港集团有限公司
2025 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

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〔2025〕3001 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 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（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 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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：

二〇二五年六月十日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

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。

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

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

七、本报告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。

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
2025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

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/10

债项概况

本期债项发行规模不超过10.00亿元，分为两个品种，品种一为5年期，品种二为10年期。本期债项品种一及品种二的发行额度均可互拨，无比例限制，由公司与主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。本期债项按单利计息，每年付息一次，到期一次性偿还本金。本期债项募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期公司债券本金。

评级观点

山西省自然资源丰富，逐步形成了以采矿和钢材冶炼为主导的产业体系，近年来，山西省经济总量波动下降，一般公共预算收入持续增长。公司是山西省重要的地方铁路投资建设及运营主体，在山西省铁路建设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。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。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，需关注相关资金回收情况；公司资产质量较好，资产获现能力较强。2024年以来，公司债务规模明显下降，债务期限结构相对合理，整体债务负担适中。公司偿债指标表现尚可，间接融资渠道通畅，但存在一定的或有负债风险。

本期债项发行对公司现有债务规模及结构影响很小，公司EBITDA对发行后长期债务的覆盖能力尚可。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资本金及资产注入和政府补助方面持续获得外部支持。

评级展望

山西省是中国重要的煤炭能源生产及输出大省，公司在山西省地方铁路投资建设及运营领域具备显著的竞争优势，未来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。

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，逐步形成了以采矿和钢材冶炼为主导的产业体系，焦炭、生铁、粗钢、钢材等产量居全国前列。2022－2024年，山西省一般公共预算收入持续增长。
- **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。**公司在资本金及资产注入和政府补助方面持续获得有力的外部支持。2022－2024年，公司累计获得山西省财政厅拨付的政府债券资金及其他资金共计263.22亿元，获得财政贴息等政府补助99.21亿元。

关注

- **铁路建设项目投资回报率有待提升。**截至2024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，2023－2024年分别实现投资收益0.04亿元和0.08亿元，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2024年底，公司在建铁路沿线土地综合开发项目总投资170.20亿元，已投资151.13亿元，已销售金额约94亿元。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、打分表及结果

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

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

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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

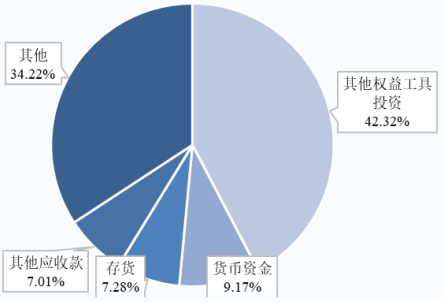
主要财务数据

公司合并口径				
项　目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	193.02	227.11	177.51	165.79
资产总额（亿元）	1434.92	1547.82	1594.67	1622.22
所有者权益（亿元）	512.22	584.92	726.15	778.93
短期债务（亿元）	181.13	268.30	211.93	195.70
长期债务（亿元）	518.41	457.05	414.13	395.58
全部债务（亿元）	699.54	725.35	626.06	591.27
营业总收入（亿元）	478.62	556.86	577.56	157.52
利润总额（亿元）	7.92	8.58	8.64	1.94
EBITDA（亿元）	32.31	34.43	33.53	--
经营性净现金流（亿元）	20.20	16.25	14.21	-16.63
营业利润率（%）	3.82	3.93	3.32	2.60
净资产收益率（%）	0.87	0.72	0.81	--
资产负债率（%）	64.30	62.21	54.46	51.98
全部债务资本化比率（%）	57.73	55.36	46.30	43.15
流动比率（%）	147.82	125.64	137.29	143.22
经营现金流动负债比（%）	5.40	3.39	3.28	--
现金短期债务比（倍）	1.07	0.85	0.84	0.85
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.56	1.70	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.65	21.06	18.67	--

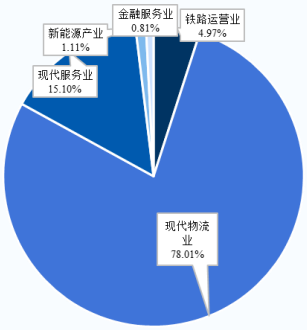
公司本部口径				
项　目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1006.55	1053.92	1050.34	1058.10
所有者权益（亿元）	391.74	468.22	604.55	654.88
全部债务（亿元）	487.79	443.00	290.08	239.41
营业总收入（亿元）	1.43	4.80	4.27	0.86
利润总额（亿元）	0.36	6.38	0.19	*
资产负债率（%）	61.08	55.57	42.44	38.11
全部债务资本化比率（%）	55.46	48.62	32.42	26.77
流动比率（%）	115.06	74.53	74.79	75.37
经营现金流动负债比（%）	1.26	0.79	0.28	--

注：1. 公司 2025 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. “*”表示数据很小
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

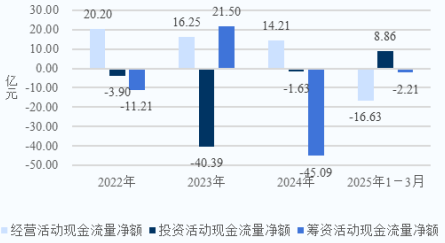
2024 年底公司资产构成



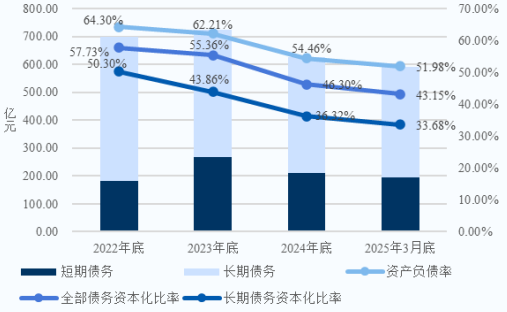
2024 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



同业比较（截至 2024 年底/2024 年）

主要指标	信用等级	所属区域	GDP（亿元）	一般预算收入（亿元）	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业总收入（亿元）	利润总额（亿元）	资产负债率（%）	全部债务资本化比率（%）	全部债务/EBITDA（倍）	EBITDA利息倍数（倍）
公司	AAA	山西省	25494.69	3541.74	1594.67	726.15	577.56	8.64	54.46	46.30	18.67	1.70
广西铁投	AAA	广西省	28649.40	1837.32	2528.37	1106.81	318.57	31.39	56.22	50.54	22.76	1.31
江西铁投	AAA	江西省	34202.50	3066.60	994.20	470.90	39.48	3.89	52.64	47.82	65.05	3.92

注：广西铁投为广西铁路投资集团有限公司，江西铁投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

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/06/27	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
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：上述评级方法/模型通过链接可查询；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
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：张　昶　zhangchang@lhratings.com

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

电话：010-85679696　传真：010-85679228

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

一、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“山西国运”）。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2025年5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89.95%、9.29%和0.76%，公司控股股东为山西国运，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2025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2024年底，公司资产总额1594.67亿元，所有者权益726.15亿元（含少数股东权益117.78亿元）；2024年，公司实现营业总收入577.56亿元，利润总额8.64亿元。截至2025年3月底，公司资产总额1622.22亿元，所有者权益778.93亿元（含少数股东权益117.91亿元）；2025年1－3月，公司实现营业总收入157.52亿元，利润总额1.94亿元。

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、本期债项概况

根据证监许可〔2025〕181号文件批复，公司已注册不超过20.00亿元公司债券，可分期发行。公司拟发行“华远国际陆港集团有限公司2025年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债项”），本期债项发行金额不超过10.00亿元，分为两个品种。品种一为5年期，品种二为10年期。本期债项品种一及品种二的发行额度均可互拨，无比例限制；由公司与主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。本期债项按单利计息，每年付息一次，到期一次性偿还本金。

本期债项募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期公司债券本金。

三、宏观经济和政策环境分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》。

四、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。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，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；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2025年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

山西省拥有丰富的自然资源，逐步形成了以采矿和钢材冶炼为主导的产业体系，焦炭、生铁、粗钢、钢材等产量居全国前列。2022－2024 年，山西省经济总量和固定资产投资增速波动下降，一般公共预算收入持续增长，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，2022－2024 年，山西省铁路货物运输周转量波动下降，铁路在山西省货物运输中仍占据重要的地位。

（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。2024 年末，山西省常住人口 3445.96 万人，比 2023 年末减少 20.03 万人。其中，城镇常住人口 2285.41 万人，占常住人口比重为 66.32%，较 2023 年末小幅提升。

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 32 种。其中，煤炭保有资源储量 2709.01 亿吨，占中国保有资源储量的 17.3%；煤层气剩余经济可采储量为 2304.09 亿立方米。依托丰富的煤炭资源优势及便利的交通条件，近年来，山西省逐步形成了以采矿和钢材冶炼为主导的产业体系，焦炭产量居全国第 1 位，生铁、粗钢、钢材等产量居全国前列。

图表 1 • 山西省地区经济情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	25584.00	25698.18	25494.69
GDP 增速（%）	4.4	5.0	2.3
固定资产投资增速（%）	5.5	-6.6	3.2
三产结构	5.2:54.1:40.9	5.4:51.9:42.7	--
人均 GDP（万元）	7.37	7.40	7.38

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》，2022－2024 年，山西省地区生产总值（GDP）波动下降，增速亦波动下降。其中，2024 年，山西省第一产业增加值为 1392.48 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值为 11021.46 亿元，增长 1.8%；第三产业增加值为 13080.74 亿元，增长 2.4%。

2024 年，山西省固定资产投资（不含跨省、农户）比上年增长 3.2%。其中，第一产业投资增长 0.8%，第二产业投资增长 7.6%，第三产业投资增长 0.2%。基础设施投资增长 3.1%。民间投资增长 1.7%。工业投资中，装备制造业投资增长 21.8%，医药工业投资增长 11.1%。2024 年，山西省房地产开发投资 1670.9 亿元，比上年下降 5.1%；新建商品房销售面积 1948.7 万平方米，下降 17.3%；新建商品房销售额 1358.5 亿元，下降 14.9%。

图表 2 • 山西省地区财政情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	3453.99	3479.15	3541.74
一般公共预算收入增速（%）	21.8	0.7	1.8
税收收入（亿元）	2696.55	2556.83	2299.66
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	78.07	73.49	64.93
一般公共预算支出（亿元）	5876.50	6351.17	6318.08
财政自给率（%）	58.78	54.78	56.06
政府性基金收入（亿元）	628.98	601.77	520.51
地方政府债务余额（亿元）	6285.79	7082.52	8279.52

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 2024 年全省和省本级预算执行情况与 2025 年全省和省本级预算草案的报告》，2024 年山西省一般公共预算收入小幅增长，税收收入未达预期，税收占比有所下降。同期，山西省一般公共预算支出略有下降，财政自给能力一般。2024 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，2024 年山西省新增债券 834 亿元、再融资债券 1638.69 亿元，其中包含 2024－2026 年置换存量隐性债务的债券额度 1154 亿元；2024 年，山西省发行专项债券置换隐性债务 385 亿元。截至 2024 年底，山西省政府债务余额为 8279.52 亿元，较上年底有所增长。

（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。根据《山西省 2024 年国民经济和社会发展统计公报》，截至 2024 年底，山西省公路通车里程 14.8 万公里，其中，高速公路 6445.6 公里。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。2022－2024 年，山西省铁路货物运输周转量波动下降，铁路在山西省货物运输中仍占据重要的地位。

图表 3 • 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		2022 年		2023 年		2024 年	
		公路	铁路	公路	铁路	公路	铁路
旅客运输	周转量	22.5	96.6	45.6	231.9	96.2	253.3
	同比（%）	-59.6	-41.6	102.1	140.1	110.9	9.2
货物运输	周转量	3164.3	3308.7	3383.2	3494.2	3424.1	3219.4
	同比（%）	-1.9	2.8	6.9	5.6	1.2	-7.9

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 竞争实力

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 2024 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，2024 年货物发运量 3217.52 万吨。除实际控制的铁路外，山西铁路还与太原市铁路局共同出资成立大同地方铁路有限责任公司（以下简称“大同铁路”），代为管理包括大峪口选煤厂专用线、大同市晶海达实业有限公司三友万吨煤站专用线、北周庄煤调站专用线、朔州市方川商贸有限公司专用线等 39 条地方铁路专用线。

公司全资子公司山西汽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。

2 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。

截至本报告出具日，公司拥有董事长兼党委书记 1 名、副董事长兼总经理 1 名、副董事长 1 名、副总经理兼总会计师 1 名、副总经理 2 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，公司党委委员、副总经理、副董事长、总经理等职务；2022 年 11 月至今，任公司党委书记、董事长、法定代表人。

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领导组组长、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等职务；2023 年 5 月至今，任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至 2025 年 3 月底，公司本部员工中硕士研究生及以上学历人员占 30.11%，本科学历人员占 59.66%，专科学历人员占 8.52%，高中及以下学历人员占 1.71%；从年龄构成看，30 岁以下的人员占 18.75%，30~50 岁的占 65.91%，50 岁及以上人员占 15.34%；从职称情况来看，高级职称人员占 13.07%，中级职称人员占 31.25%，其余为初级职称及无职称人员。

3 信用记录

公司本部及重要子公司本部征信记录情况良好，联合资信未发现上述主体存在重大失信行为。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：1401010001187993），截至 2025 年 4 月 29 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。

截至报告出具日，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行政处罚的行为。

六、管理分析

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

1 法人治理

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、董事长由同一人担任。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。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，山西省国资委授权山西国运履行出资人职责，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 7 名董事组成，设董事长 1 名、副董事长 2 名、专职外部董事 3 名、职工董事 1 名。其中专职外部董事由山西省人民政府任命，职工董事由职工代表大会选举产生，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。

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。

公司设总经理 1 名，副总经理 2 名，副总经理兼总会计师 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，总经理由董事兼任的，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

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。2022－2024 年，公司营业总收入持续增长，主要来自现代物流业收入的增长。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，综合毛利率小幅波动。2025 年 1－3 月，公司实现营业总收入 157.52 亿元，相当于 2024 年全年的 27.27%，综合毛利率为 2.75%。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铁路运营业	37.16	7.76%	18.54%	34.34	6.17%	18.96%	28.69	4.97%	17.63%	7.42	4.71%	9.76%
现代物流业	313.41	65.48%	2.58%	373.57	67.08%	1.77%	450.56	78.01%	1.72%	118.87	75.46%	1.79%
现代服务业	117.59	24.57%	1.23%	133.27	23.93%	2.79%	87.19	15.10%	3.80%	28.39	18.02%	2.37%
新能源新材料产业	6.28	1.31%	13.22%	8.11	1.46%	14.62%	6.42	1.11%	7.42%	1.93	1.23%	10.90%
金融服务业	4.19	0.88%	54.89%	7.58	1.36%	70.07%	4.70	0.81%	77.48%	0.91	0.58%	65.49%
合计	**478.62**	**100.00%**	**4.09%**	**556.86**	**100.00%**	**4.19%**	**577.56**	**100.00%**	**3.50%**	**157.52**	**100.00%**	**2.75%**

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

（1）铁路投资和经营

近年来，公司持续代表山西省政府进行铁路项目投入，拟建铁路项目投资规模较大，已完工铁路项目投资回报率很低；受运输单价下降影响，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 2024 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 694.08 亿元，公司已完成投资 687.61 亿元，未来尚需投资 6.47 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，2022－2024 年公司分别收到山西省政府铁路投资建设的各项资金约 68.16 亿元、70.90 亿元和 166.96 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 5 • 截至 2024 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	4.42	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	16.08	--	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	7.05	125.78	7.05	2.63	43.97	2.28	在建
13	集大原铁路	339.30	269.60	248.21	130.30	74.99	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	652.29	293.69	559.35	待定	待定	--	拟建
--	**合计**	**4767.07**	**5213.87**	**3273.78**	**694.08**	**--**	**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投资，所以在表中未体现各方股权占比；2. 太中银铁路项目公司已投入资本金 11.71 亿元（未包含开行动车组 2.30 亿元出资），已完成计划投资，但该项目仍未最终核算，各方股权占比仍待核算之后确定；3. 集大原项目即“新建集宁经大同至原平铁路项目”，2019 年取得国家发改委批复，是在原“大同-原平”项目基础上新设计审批的项目，因此 2017 年开始大原铁路项目投资均统计入已投资金额；4. 阳涉铁路开通客运服务项目已接近完工，后续待投资规模小
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 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 500.30 亿元，2022 年未实现投资收益，2023－2024 年分别实现投资收益 0.04 亿元和 0.08 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 2024 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）、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，2022－2024 年，上述铁路货物发运量波动增长，但随着运输单价的下降，运营收入持续下降。

图表 6 • 公司主要地方铁路运营情况

铁路线	运营里程（公里）	货物发运量（万吨）			营业收入（亿元）		
		2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
孝柳铁路	116.00	1900.40	2320.16	2215.32	24.59	23.13	17.95
宁静铁路	93.64	415.00	364.39	226.00	0.59	0.81	0.46
武沁铁路	118.00	744.65	703.62	625.13	3.69	3.47	2.04
静静铁路	28.29	--	--	151.07	--	--	0.17
合计	**355.93**	**3060.05**	**3388.17**	**3217.52**	**28.88**	**27.41**	**20.62**

资料来源：公司提供

除上述孝柳铁路、宁静铁路、武沁铁路、静静铁路外，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 39 条。公司代管代维护铁路业务在收到客户运费后，按照 20%~30%的比例返还产权单位，剩余部分计入主营业务收入，主营业务成本包括支付给太原铁路局各业务单位的有关人工费、材料费等。2022－2024 年，公司代管线路铁路运营收入分别为 8.28 亿元、5.09 亿元和 4.72 亿元。

（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。2022－2024 年，受低毛利的网络货运业务规模收缩影响，公司现代服务业收入波动下降，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。2022－2024 年，受低毛利的网络货运业务规模收缩影响，公司现代服务业收入波动下降，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，2022－2024 年，受货运规模波动影响，公司汽车运输收入波动下降。

图表 7 • 汽车运输相关收入主要构成情况（单位：亿元）

项 目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
客运	2.98	5.01	4.24	6.36	5.87	11.96
货运	50.86	85.51	53.38	80.13	41.40	84.39
汽车修理及配件销售	5.64	9.48	9.00	13.51	1.79	3.65
合计	**59.48**	**100.00**	**66.62**	**100.00**	**49.06**	**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。2022 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，2022－2024 年，客运业务收入规模持续增长，主要系客运量增加所致。

图表 8 • 公司运输业务经营指标情况

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年
客运车辆（辆）	8010	8048	8062
客运站（个）	122	119	119
公路客运量（亿人）	0.79	1.23	1.45
货运车辆（辆）	5557	5472	5071
公路货运量（万吨）	7964.45	6746.82	5326.97

资料来源：公司提供

货运方面，2022 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。2022－2024 年，货运收入波动下降，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。2022－2024 年，山西汽运汽车维修及配件销售收入波动下降，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 2024 年底，公司已拥有 29 个汽车维修厂站，遍布山西省各地市，其各类特约维修服务站 184 个。近年来，公司还拓展了汽车 4S 店业务，建设了包含标志、雪铁龙、江淮、解放、东风、重汽等国内知名品牌在内的 4S 店共计 7 个，在山西省内的汽车维修及配件销售领域具有一定地位。

② 网络货运业务

网络货运业务主要由子公司华远陆港网络货运（山西）有限公司（以下简称“网络货运公司”）负责，网络货运公司成立于 2020 年 9 月，注册资本 4.50 亿元，已建成华远国际陆港联运生态园，并开发了“陆港通”和“陆港运”多式联运平台，利用多式联运、无船承运等技术优势，加快数智化转型升级，实现物流产业高度融合的集装箱多式联运服务。2022－2024 年，网络货运公司分别实现营业收入 63.35 亿元、68.86 亿元和 24.63 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 2024 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 170.20 亿元，已投资 151.13 亿元，已销售金额约 94 亿元；公司暂无拟建项目。公司房地产开发项目未来去化情况有待关注。

图表 9 • 截至 2024 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	7.80	8.00
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	25.93
泰瑞城项目	房地产开发	20.94	20.94
怡和 • 天润园	住宅	8.35	13.98
怡和 • 天誉	住宅商业综合体	24.38	21.45
怡和 • 清徐国际教育小镇	住宅教育商业综合体（商住区）	22.47	12.30
宝佳瑞景花园项目三期	住宅、商业	11.10	8.59
合计	--	**170.20**	**151.13**

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，2022－2023 年，得益于煤炭行情的好转，公司现代物流业收入快速增长；2024 年，得益于非煤贸易规模扩张，公司现代物流业收入有所增长，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。2022－2024 年，公司现代物流业收入快速增长，但毛利率较低。

图表 10 • 公司主要贸易品种销售金额（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
煤炭	197.78	232.55	248.33
非煤贸易	60.46	69.76	179.61
合计	**258.24**	**302.31**	**427.94**

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%。2023 年，得益于煤炭市场行情的向好，公司煤炭销售收入快速增长。供应链分布方面，煤炭贸易的上游供应商较为稳定，主要是山西各地区的煤炭生产企业及煤炭贸易企业；下游客户主要为鞍钢股份有限公司、攀钢集团物资贸易有限公司等钢铁企业或贸易企业等。公司煤炭贸易业务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、化工产品及非煤矿产。其中，钢材主要贸易品种为线材、螺纹钢、焊管、卷板、H 型钢以及不锈钢产品，经营模式主要为“以销定购”；化工产品主要贸易品种包括纯苯、工业萘、煤焦油、燃料油、聚乙烯、聚丙烯；非煤矿产主要贸易品种为铁矿砂、高碳铬铁、煤层气等。公司非煤贸易中，公司的下游客户需向公司支付 50%~100%的预付款，支付方式一般为电汇和银行承兑汇票，具体支付比例视公司的议价能力而定，未全额支付货款的下游客户一般在 1~2 个月内付全款。公司向上游客户采购时，需支付大部分的预付款，支付方式为电汇和银行承兑汇票。2022－2024 年，得益于非煤贸易规模扩张，公司非煤贸易收入保持增长。

2024 年，公司贸易业务前五大上游供应商采购金额合计 35.17 亿元，贸易业务前五大下游客户销售金额合计 64.67 亿元。

（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，2022－2024 年，公司新能源业务收入波动增长，毛利率有所下降。

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，2022－2024 年，公司金融服务收入波动增长，整体收入规模较小，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 2024 年底，公司因客户贷款逾期或担保代偿正在追偿的规模为 946.85 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

公司提供了 2022－2024 年度合并财务报告，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年及 2023 年财务报告进行了审计，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年一季报未经审计。合并范围变化方面，2023 年，公司合并范围内增加 10 家子公司，出售减少 3 家子公司；2024 年，公司合并范围内增加 10 家子公司，注销 1 家子公司；2025 年一季度，公司合并范围子公司未发生变化。截至 2025 年 3 月底，公司拥有合并范围内一级子公司 24 家。近年来，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较强。

1 资产质量及其盈利获现能力

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，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。整体看，公司资产质量较好，获现能力较强。

图表 11 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	**552.53**	**38.51**	**602.61**	**38.93**	**593.90**	**37.24**	**614.25**	**37.87**
货币资金	169.44	11.81	180.97	11.69	146.28	9.17	133.52	8.23
交易性金融资产	21.06	1.47	40.82	2.64	27.17	1.70	29.71	1.83
其他应收款	103.92	7.24	103.20	6.67	111.83	7.01	110.46	6.81
存货	106.37	7.41	109.73	7.09	116.04	7.28	119.40	7.36

非流动资产	**882.39**	**61.49**	**945.20**	**61.07**	**1000.77**	**62.76**	**1007.97**	**62.13**
其他权益工具投资	575.51	40.11	630.91	40.76	674.86	42.32	677.22	41.75
固定资产	102.79	7.16	103.36	6.68	104.71	6.57	103.03	6.35
在建工程	88.60	6.17	92.82	6.00	95.75	6.00	97.88	6.03
资产总额	**1434.92**	**100.00**	**1547.82**	**100.00**	**1594.67**	**100.00**	**1622.22**	**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

2022－2025 年 3 月底，随着铁路项目持续投入，公司资产总额持续增长，资产结构以非流动资产为主。

2024 年底，公司货币资金较上年底有所下降，期末主要由银行存款（117.16 亿元）及其他货币资金（29.11 亿元）构成，受限货币资金 26.22 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款或通知存款等。公司交易性金融资产较上年底有所下降，主要系公司债务工具投资规模下降所致。公司其他应收款主要由往来款（73.21 亿元）、应收南站投资款（15.80 亿元）和应收政府补贴款（7.95 亿元）构成；其中，其他应收款前五大欠款方主要为政府部门及国有企业，其中应收民营企业山西蓝图化工工程设计有限公司（以下简称“蓝图设计公司”）购房款 5.04 亿元，该公司因经营异常被吊销营业执照，需对相关款项回收风险保持关注；其他应收款前五大欠款方金额合计占比 27.85%，集中度一般；从账龄来看，1 年以内（含 1 年）占 68.63%、1~3 年占 1.85%，整体账龄偏短；累计计提坏账准备 3.24 亿元。公司存货主要由物流业务库存商品（26.22 亿元）、房地产开发项目（82.72 亿元）及以尚未开发的土地储备为主的开发成本（4.49 亿元）构成，累计计提跌价准备 0.45 亿元。

图表 12 • 截至 2024 年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

单位名称	期末余额	占其他应收款项合计的比例（%）	款项性质	账龄
太原铁路局太原枢纽建设指挥部	15.80	14.98	暂付南站投资款	5 年以上
政府贴息	6.16	5.84	财政贴息	1 年以内
蓝图设计公司	5.04	4.78	购房款	5 年以上
山西转型综合改革示范区管理委员会	1.55	1.47	网络货运政府补贴	1 年以内
临县光能扶贫电站运营维护有限公司	0.82	0.78	代收代付款	1~5 年
合计	**29.37**	**27.85**	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2024 年底，公司其他权益工具投资较上年底有所增长，主要系增加对山西集大原高速铁路有限责任公司和雄安高速铁路有限公司投资规模所致；其他权益工具投资主要为公司作为山西省出资人代表参与的国家级重点铁路的建设投入。公司固定资产主要由房屋及建筑物 60.26 亿元、机器设备 22.31 亿元和运输工具 14.39 亿元构成，累计计提折旧 84.20 亿元，固定资产成新率 55.44%。公司在建工程较上年底变化不大，期末主要为在建铁路专线及集运站、地方铁路工程、天誉商业万达及物流园工程等。公司受限资产情况如下所示，资产受限比例很低。

图表 13 • 截至 2024 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	26.22	1.64	保证金
固定资产	1.59	0.04	抵押担保
无形资产	0.56	0.10	抵押担保
合计	**28.38**	**1.78**	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022－2024 年，公司营业总收入持续增长，营业成本同趋势变动，营业利润率波动下降。同期，公司期间费用波动增长，2024 年期间费用主要由管理费用（15.08 亿元）和财务费用（6.98 亿元）构成，2022－2024 年期间费用占营业总收入的比重分别为 5.01%、4.91%和 4.46%。

非经常性损益方面，2022－2024 年，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，规模波动下降；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。

2022－2024 年，公司利润总额持续增长，总资本收益率变动不大，净资产收益率波动下降。

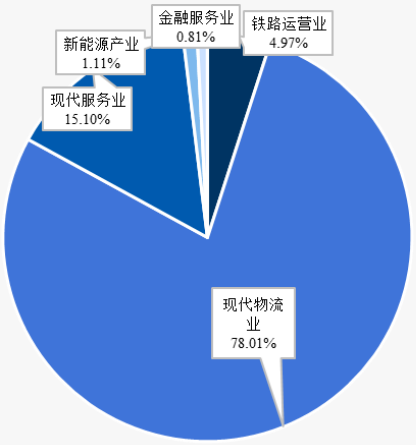
2025 年 1－3 月，公司实现营业总收入 157.52 亿元，同比增长 39.50%，利润总额为 1.94 亿元。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	478.62	556.86	577.56	157.52
营业成本	459.05	533.48	557.32	153.19
期间费用	23.96	27.35	25.78	5.70
投资收益	3.76	2.19	3.05	0.35
其他收益	8.88	10.17	9.06	2.06
公允价值变动收益	0.68	1.52	0.12	-0.03
利润总额	7.92	8.58	8.64	1.94
营业利润率（%）	3.82	3.93	3.32	2.60
总资本收益率（%）	1.47	1.43	1.47	--
净资产收益率（%）	0.87	0.72	0.81	--

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 15 • 2024 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

图表 16 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项　目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	557.27	664.46	742.63	170.82
经营活动现金流出小计	537.07	648.21	728.42	187.45
经营活动现金流量净额	**20.20**	**16.25**	**14.21**	**-16.63**
投资活动现金流入小计	110.86	421.89	242.41	58.80
投资活动现金流出小计	114.75	462.28	244.04	49.94
投资活动现金流量净额	**-3.90**	**-40.39**	**-1.63**	**8.86**
筹资活动前现金流量净额	**16.30**	**-24.14**	**12.57**	**-7.77**
筹资活动现金流入小计	346.89	365.02	588.94	165.13
筹资活动现金流出小计	358.10	343.52	634.03	167.33
筹资活动现金流量净额	**-11.21**	**21.50**	**-45.09**	**-2.21**
现金收入比（%）	93.76	94.65	100.77	79.25

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2022－2024 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；公司收到其他与经营活动有关的现金主要系收到的保证金及外部单位往来款等的现金流入；支付其他与经营活动有关的现金主要系用于支付保证金及与其他单位的往来款、日常经营活动的现金支出等。同期，公司经营活动现金保持净流入状态。

2023 年，公司投资活动现金流入大幅增长，其中收回投资收到的现金主要为收回持有至到期投资、资产管理业务收益、出售项目收到的资金等；收到其他投资活动有关的现金主要是收到的政府贴息资金、工程退款等。同期，投资活动现金流出大幅增长，主要为铁路项目投入、购买理财产品投资以及对关联企业借款支付的现金。2024 年，上述投资活动资金往来规模均有所收缩。综合来看，2023 年公司投资活动现金净流出规模较大，其余年份均呈小额净流出。

2022－2024 年，公司筹资活动现金流入与流出规模均呈增长态势。公司筹资活动现金流入主要为取得银行贷款、发行债券、票据筹资、外部资金拆借及政府债券等收到的现金；筹资活动现金流出主要为用于偿还债务本息、支付信用证保证金存款及票据保证金的现金支出等。同期，公司筹资活动现金流量净额有所波动。

2025 年 1－3 月，公司经营活动现金表现为净流出；投资活动现金净流入；筹资活动现金小幅净流出。

2 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。公司债务规模波动下降，债务期限结构相对合理，整体债务负担适中，集中偿付压力不大。公司偿债指标表现尚可，间接融资渠道通畅，但存在一定的或有负债风险。

2022－2025 年 3 月底，公司所有者权益规模持续增长，2025 年 3 月底公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较强。2023 年底，公司资本公积较上年底有所增长系收到财政预算资金所致；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 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。2025 年 3 月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”；少数股东权益主要为公司控股的铁路项目投资及非全资控股子公司股权等。

图表 17 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 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	49.06	251.30	42.96	251.30	34.61	251.30	32.26
其他权益工具	12.00	2.34	12.00	2.05	2.00	0.28	2.90	0.37
资本公积	109.69	21.41	180.00	30.77	325.93	44.89	376.51	48.34
未分配利润	17.35	3.39	19.29	3.30	24.30	3.35	25.81	3.31
归属于母公司所有者权益合计	**393.34**	**76.79**	**465.89**	**79.65**	**608.37**	**83.78**	**661.03**	**84.86**
少数股东权益	118.88	23.21	119.02	20.35	117.78	16.22	117.91	15.14
所有者权益合计	**512.22**	**100.00**	**584.92**	**100.00**	**726.15**	**100.00**	**778.93**	**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

2024 年底，公司经营性负债主要为应付账款、以应付往来款为主的其他应付款和长期应付款。其中，长期应付款包含 7.69 亿元融资租赁款和 9.13 亿元专项应付款，专项应付款主要为项目建设资金。

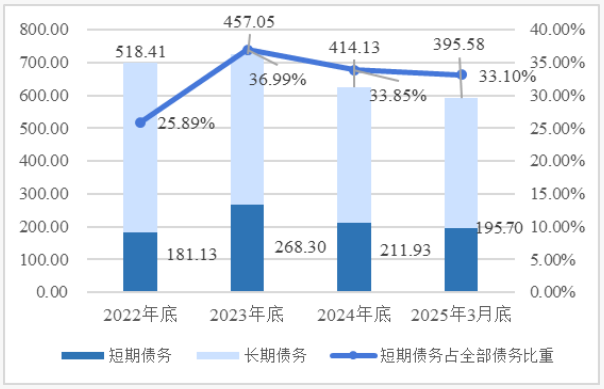
图表 18 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	**373.78**	**40.51**	**479.63**	**49.81**	**432.59**	**49.81**	**428.88**	**50.86**
短期借款	37.69	4.08	51.77	5.38	71.55	8.24	74.96	8.89
应付票据	38.24	4.14	50.79	5.27	60.24	6.94	55.79	6.62
应付账款	46.33	5.02	47.18	4.90	41.89	4.82	47.93	5.68
其他应付款	110.23	11.95	124.56	12.94	134.89	15.53	146.88	17.42
一年内到期的非流动负债	98.68	10.69	160.79	16.70	73.83	8.50	58.74	6.97
其他流动负债	8.16	0.88	9.59	1.00	9.81	1.13	6.67	0.79
非流动负债	**548.92**	**59.49**	**483.27**	**50.19**	**435.93**	**50.19**	**414.40**	**49.14**
长期借款	353.14	38.27	335.37	34.83	236.91	27.28	219.06	25.98
应付债券	149.30	16.18	114.00	11.84	169.50	19.52	164.50	19.51
长期应付款	16.67	1.81	16.94	1.76	16.82	1.94	18.07	2.14
负债总额	**922.70**	**100.00**	**962.90**	**100.00**	**868.52**	**100.00**	**843.29**	**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

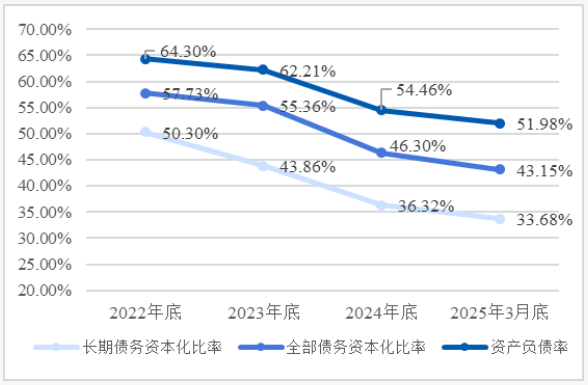
有息债务方面，将其他应付款和其他流动负债付息部分纳入短期债务核算，将长期应付款付息部分纳入长期债务核算。2022－2025 年 3 月底，公司全部债务规模波动下降，2025 年 3 月底为 591.27 亿元，以长期债务为主；融资渠道包括银行贷款（占 51.94%）、债券融资（占 35.67%）及票据融资（占 9.44%），其中债券融资成本介于 1.98%~4.68%。同期末，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均持续下降且降幅较为明显。若将永续债调整至全部债务核算，公司全部债务将增至 594.17 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较调整前均将小幅上升。整体看，公司债务负担有所减轻，整体债务负担适中。截至 2025 年 3 月底，公司于年末到期/行权债券规模 25 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。

图表 19 • 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 20 • 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 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年 3 月（底）
短期偿债指标	流动比率（%）	147.82	125.64	137.29	143.22
	速动比率（%）	119.36	102.76	110.47	115.38
	现金短期债务比（倍）	1.07	0.85	0.84	0.85
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	32.31	34.43	33.53	--
	全部债务/EBITDA（倍）	21.65	21.06	18.67	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.56	1.70	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从短期偿债指标看，2022－2025 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均波动下降，流动资产对流动负债的保障程度有所减弱；同期末，公司现金短期债务比波动下降，剔除受限货币资金后 2025 年 3 月底为 0.52 倍，现金类资产对短期债务保障程度一般。整体看，公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债指标看，2022－2024 年，公司 EBITDA 波动增长，EBITDA 对利息支出保障程度较强，全部债务/EBITDA 指标表现较弱。公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2024 年底，公司对外担保金额为 3.27 亿元，担保比率为 0.45%，被担保对象均为地方国有企业。其中，山西寿阳潞阳瑞龙煤业有限公司（以下简称“瑞龙煤业”）于 2019 年被列入全国法院失信被执行人名单。瑞龙煤业系山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）下属煤企，该笔担保系公司早期同潞安集团互保形成，截至 2024 年底公司对瑞龙煤业担保余额 0.50 亿元。此外，被担保方山西大地环境投资控股有限公司系山西国运实际控制企业，公司未对被担保企业进行过代偿。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，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，相关子公司在提起二审或争取和解过程中。已决诉讼方面，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 2025 年 3 月底未履约金额合计约 1239 万元。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2025 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度 1405.67 亿元，尚未使用授信额度 786.58 亿元，公司间接融资渠道通畅。

3 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。

2024 年底，公司本部资产总额 1050.34 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 604.55 亿元，以实收资本及资本公积为主；负债总额 445.79 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 290.08 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 42.44%和 32.42%，整体债务负担较轻；其中短期债务 55.00 亿元，现金短期债务比为 0.79 倍，短期偿债压力不大。2024 年，公司本部实现营业总收入 4.27 亿元，利润总额为 0.19 亿元，投资收益为 2.92 亿元。

九、ESG 分析

公司积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构相对完善。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 2024 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，2024 年度为纳税信用 A 级纳税人。截至 2024 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，公司建立了相对完善的法人治理结构，董事会设置外部董事，有利于规范董事会运作和提高决策水平。2024 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。

十、外部支持

山西省政府综合实力非常强，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，在资本金及资产注入和政府补助方面等方面持续获得外部支持。

公司实际控制人系山西省人民政府。山西省是中国实施中部崛起发展战略的重点区域，也是连接中西部地区与京津冀及环渤海地区的重要通道，山西省自然资源禀赋良好，逐步形成了以采矿和钢材冶炼为主导的产业体系。整体看，山西省综合实力非常强。

公司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，在资本金及资产注入和政府补助方面持续获得有力支持。

资本金及资产注入

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山西国运资本金。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。2023－2024 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 亿元和 145.94 亿元，计入“资本公积”。

政府补助

2022－2024 年，公司分别收到山西省财政厅拨付的政府补助资金 32.04 亿元、37.09 亿元和 30.08 亿元，其中财政贴息分别为 23.16 亿元、26.87 亿元和 21.02 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。

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。

十一、债券偿还风险分析

本期债项发行对公司现有债务规模及结构影响很小，公司 EBITDA 对发行后长期债务的覆盖能力尚可。

1 本期债项对公司现有债务的影响

公司本期债项发行规模上限为 10.00 亿元，以发行上限 10.00 亿元进行测算（下同），分别占公司 2025 年 3 月底长期债务和全部债务的 2.53%和 1.69%，对公司现有债务规模及结构影响很小。

以 2025 年 3 月底财务数据为基础，本期债项发行后，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 52.28%、43.56%和 34.24%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金拟用于偿还即将到期的公司债券本金，公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

以 2025 年 3 月底债务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债项发行后，公司 EBITDA 对发行后长期债务的覆盖能力尚可。考虑到本期债项全部用于偿还有息债务，上述指标对长期债务的覆盖能力或将高于测算值。

图表 22 • 本期债项偿还能力测算

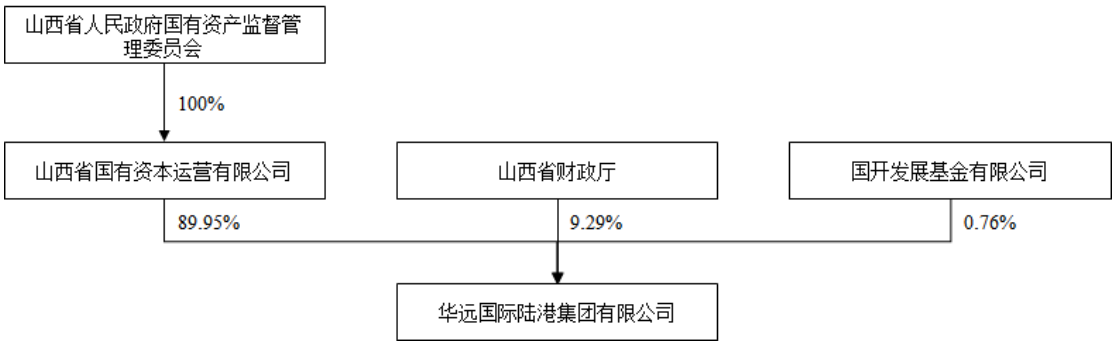
项目	2025 年 3 月（底）
发行后长期债务*（亿元）	405.58
2024 年经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	1.83
2024 年经营活动现金流净额/发行后长期债务（倍）	0.04
发行后长期债务/2024 年 EBITDA（倍）	12.10

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入 2025 年 3 月底长期债务后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十二、评级结论

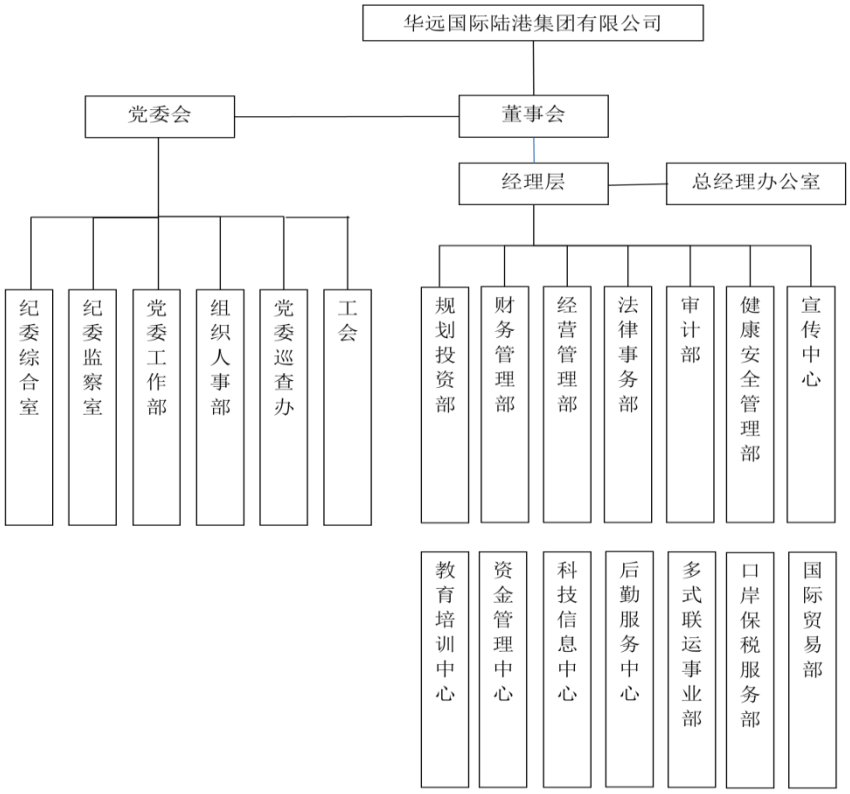
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2025 年 5 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2　公司组织架构图（截至 2025 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 2025 年 3 月底）

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

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	193.02	227.11	177.51	165.79
应收账款（亿元）	45.28	53.47	54.90	80.21
其他应收款（亿元）	103.92	103.20	111.83	110.46
存货（亿元）	106.37	109.73	116.04	119.40
长期股权投资（亿元）	27.10	27.00	32.63	32.57
固定资产（亿元）	102.79	103.36	104.71	103.03
在建工程（亿元）	88.60	92.82	95.75	97.88
资产总额（亿元）	1434.92	1547.82	1594.67	1622.22
实收资本（亿元）	251.30	251.30	251.30	251.30
少数股东权益（亿元）	118.88	119.02	117.78	117.91
所有者权益（亿元）	512.22	584.92	726.15	778.93
短期债务（亿元）	181.13	268.30	211.93	195.70
长期债务（亿元）	518.41	457.05	414.13	395.58
全部债务（亿元）	699.54	725.35	626.06	591.27
营业总收入（亿元）	478.62	556.86	577.56	157.52
营业成本（亿元）	459.05	533.48	557.32	153.19
其他收益（亿元）	8.88	10.17	9.06	2.06
利润总额（亿元）	7.92	8.58	8.64	1.94
EBITDA（亿元）	32.31	34.43	33.53	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	448.74	527.06	582.01	124.83
经营活动现金流入小计（亿元）	557.27	664.46	742.63	170.82
经营活动现金流量净额（亿元）	20.20	16.25	14.21	-16.63
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.90	-40.39	-1.63	8.86
筹资活动现金流量净额（亿元）	-11.21	21.50	-45.09	-2.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.08	10.22	9.53	--
存货周转次数（次）	4.74	4.94	4.94	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.37	0.37	--
现金收入比（%）	93.76	94.65	100.77	79.25
营业利润率（%）	3.82	3.93	3.32	2.60
总资本收益率（%）	1.47	1.43	1.47	--
净资产收益率（%）	0.87	0.72	0.81	--
长期债务资本化比率（%）	50.30	43.86	36.32	33.68
全部债务资本化比率（%）	57.73	55.36	46.30	43.15
资产负债率（%）	64.30	62.21	54.46	51.98
流动比率（%）	147.82	125.64	137.29	143.22
速动比率（%）	119.36	102.76	110.47	115.38
经营现金流动负债比（%）	5.40	3.39	3.28	--
现金短期债务比（倍）	1.07	0.85	0.84	0.85
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.56	1.70	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.65	21.06	18.67	--

注：1. 本报告合并口径已将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. 2025 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	93.11	90.93	43.18	53.35
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	150.48	116.89	114.38	107.76
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	179.92	208.92	211.38	214.20
固定资产（亿元）	0.03	0.05	0.03	0.03
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1006.55	1053.92	1050.34	1058.10
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）	391.74	468.22	604.55	654.88
短期债务（亿元）	84.72	136.21	55.00	50.00
长期债务（亿元）	403.07	306.79	235.08	189.41
全部债务（亿元）	487.79	443.00	290.08	239.41
营业总收入（亿元）	1.43	4.80	4.27	0.86
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.03	0.01	0.03	*
利润总额（亿元）	0.36	6.38	0.19	*
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.46	0.48	0.53	0.04
经营活动现金流入小计（亿元）	22.24	3.80	2.43	0.28
经营活动现金流量净额（亿元）	2.67	2.21	0.60	-0.27
投资活动现金流量净额（亿元）	17.37	-13.50	7.07	10.90
筹资活动现金流量净额（亿元）	-13.69	-2.93	-45.38	-8.75
财务指标				
现金收入比（%）	32.33	9.90	12.37	4.06
营业利润率（%）	99.51	99.79	98.50	99.80
总资本收益率（%）	0.85	1.81	1.01	--
净资产收益率（%）	0.09	1.36	0.03	--
长期债务资本化比率（%）	50.71	39.59	28.00	22.43
全部债务资本化比率（%）	55.46	48.62	32.42	26.77
资产负债率（%）	61.08	55.57	42.44	38.11
流动比率（%）	115.06	74.53	74.79	75.37
速动比率（%）	115.06	74.53	74.79	75.37
经营现金流动负债比（%）	1.26	0.79	0.28	--
现金短期债务比（倍）	1.10	0.67	0.79	1.07
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（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. “*”表示数据很小
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	（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	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（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 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

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。