

信用评级公告

联合〔2021〕5586号

联合资信评估股份有限公司通过对大秦铁路股份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，确定维持大秦铁路股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“大秦转债”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：

二〇二一年六月二十八日

大秦铁路股份有限公司 可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
大秦转债	AAA	稳定	AAA	稳定

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
大秦转债	0523320亿元	320亿元	2026/12/14

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

评级时间：2021年6月28日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
财务风险	F1	现金流	盈利能力	1
			现金流量	3
			资产质量	3
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

大秦铁路股份有限公司（以下简称“公司”）在全国煤炭运输行业居于重要地位，跟踪期内，公司仍保持很强的盈利能力，现金流较为充沛，债务负担轻。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到新冠肺炎疫情对公司业务运营造成一定影响等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来一段时期内，铁路运输行业仍将在我国经济发展中居重要战略地位，公司仍将面临良好的机遇，“公转铁”等政策的出台有助于释放铁路货运需求，公司综合竞争实力有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“大秦转债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在行业内地位突出。公司是全国承担“西煤东运”任务的重要煤炭铁路运输企业之一，且公司运输线路的货源地具有较好的煤炭资源优势，在我国煤炭铁路运输领域居重要地位。
2. 公司盈利能力很强。跟踪期内，公司保持较高的利润率水平，经营活动产生的现金流较为充沛。
3. 公司债务负担轻。公司债务结构以长期为主，截至2021年3月底，公司全部债务资本化比率为24.13%，债务负担轻。

关注

1. 跟踪期内，新冠肺炎疫情对公司业务运营造成一定影响。受新冠肺炎疫情影响，2020年，公司货物发送量、到达量、周转量均有所下降。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	185.74	153.46	520.59	561.89
资产总额(亿元)	1459.50	1480.44	1822.03	1944.47
所有者权益(亿元)	1144.64	1222.23	1298.26	1342.56

分析师:

张 雪 登记编号 (R0040215060001)

郭雄飞 登记编号 (R0040220010003)

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

短期债务 (亿元)	25.57	8.39	9.72	11.90
长期债务 (亿元)	102.61	91.20	366.19	415.04
全部债务 (亿元)	128.18	99.59	375.91	426.94
营业收入 (亿元)	783.45	799.17	723.22	194.11
利润总额 (亿元)	207.06	197.91	156.59	52.81
EBITDA (亿元)	283.43	276.01	231.87	--
经营性净现金流 (亿元)	178.88	150.23	125.29	42.66
营业利润率 (%)	24.46	22.43	19.19	24.74
净资产收益率 (%)	14.11	12.41	9.47	--
资产负债率 (%)	21.57	17.44	28.75	30.95
全部债务资本化比率 (%)	10.07	7.53	22.45	24.13
流动比率 (%)	167.07	204.89	503.10	433.69
经营现金流流动负债比 (%)	97.70	106.01	93.21	--
现金短期债务比 (倍)	7.26	18.28	53.57	47.20
EBITDA 利息倍数 (倍)	57.25	57.74	48.46	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.45	0.36	1.62	--

公司本部 (母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	1271.56	1309.68	1661.53	1729.85
所有者权益 (亿元)	1081.05	1156.52	1228.04	1257.47
全部债务 (亿元)	15.03	1.15	286.53	295.08
营业收入 (亿元)	735.36	751.25	676.91	179.20
利润总额 (亿元)	179.77	177.59	137.47	45.14
资产负债率 (%)	14.98	11.69	26.09	27.31
全部债务资本化比率 (%)	1.37	0.10	18.92	19.01
流动比率 (%)	173.73	216.98	533.11	444.01
经营现金流流动负债比 (%)	82.94	94.68	79.52	--

注: 1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 将长期应付款中的有息债务和租赁负债纳入长期债务核算; 3. 2018 年财务数据来自 2019 年财务报表的期初数或上年同期数; 4. 2021 年一季度财务数据未经审计

资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
大秦转债	AAA	AAA	稳定	2020/05/20	张雪 徐汇丰	一般工商企业信用评级方法 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文

声 明

一、本报告引用的资料主要由大秦铁路股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

大秦铁路股份有限公司

可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

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”）关于大秦铁路股份有限公司（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，公司主要业务、控股股东和实际控制人未发生变化。2020 年 11 月 25 日，公司发布《大秦铁路股份有限公司关于控股股东增持股份计划公告》，公司控股股东中国铁路太原局集团有限公司（以下简称“国铁太原局”）计划自 2020 年 11 月 25 日起十二个月内择机增持公司股份，累计增持数量不低于公司总股本的 1.00%，累计增持金额不超过人民币 15 亿元。截至 2021 年 3 月底，国铁太原局累计增持公司 0.76 亿股股份，增持数量占公司总股本的 0.51%，合计持股比例达到 62.20%。公司实际控制人仍为中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1822.03 亿元，所有者权益 1298.26 亿元（含少数股东权益 88.98 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 723.22 亿元，利润总额 156.59 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1944.47 亿元，所有者权益 1342.56 亿元（含少数股东权益 102.32 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 194.11 亿元，利润总额 52.81 亿元。

公司注册地址：山西省大同市城区站北街 14 号；法定代表人：程先东。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表。“大秦转债”自 2021 年 6 月 18 日起进入转股期，转股价格为 7.66 元/股。

根据公司公告，“大秦转债”募集资金扣除已支付的承销费用和保荐费用（含增值税）后，公司实际收到募集资金 319.81 亿元。截至 2020 年底，公司未使用募集资金，募集资金账户余额为 319.93 亿元（包含募集资金存放银行产生的利息收入）。截至本报告出具日，大秦转债尚未到付息日。

“大秦转债”募集资金用途为收购国铁太原局国有授权经营土地使用权（283.09 亿元）和收购国铁太原局持有的太原铁路枢纽西南环线有限责任公司（以下简称“西南环公司”）51.00% 股权（36.91 亿元）。根据公司公告，2021 年 2 月 1 日，西南环公司已完成工商变更登记，成为公司控股子公司。

表 1 截至 2021 年 5 月末联合资信所评债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
大秦转债	320.00	320.00	2020/12/14	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长

2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等

短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度

固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除技术效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同。

的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债

务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化

调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 铁路运输行业

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

(1) 行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产

业。

截至 2020 年底，中国铁路营业里程 14.63 万公里，其中高铁 3.80 万公里；复线率 59.5%；电化率 72.8%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：国家铁路独资投建铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国家铁路控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国家铁路负责铁路资产后续的运营管理。

(2) 铁路建设资金来源

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

以及参与度增强，中国铁路的投资压力或在一定程度上得以缓解。

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

（3）铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2016—2019年，中国铁路行业固定资产投资总体呈相对稳定态势，均维持在8000亿元以上规模。2020年，受新冠疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路固定资产投资累计完成7819亿元，较上年（8029亿元）有所下降。目前，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

表3 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

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

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面，2016—2019年，中国铁路旅客运量及周转量较快增长；受益于高速铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2020年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降。2020年，全国铁路旅客发送量22.03亿人，同比下降

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

表4 全国铁路运输情况（单位：亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里）

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

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

客运价格变化方面，2017年4月起，中国铁路对部分动车组列车的公布票价进行优化调整，从上限票价来看，二等座涨幅在25%~30%，一等座涨幅在65%~70%；2019年12月，中国铁路进一步对730余趟高铁动车组

列车执行票价优化调整，总体有升有降。货运价格变化方面，2018年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，中国铁路在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；

此外，中国铁路还采取了降低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。2020年，为应对疫情对经济造成的冲击并助力企业复工复产，国家铁路自2020年3月6日起至6月30日对部分铁路货运杂费实施阶段性减半核收政策，进一步降低企业物流成本，助力打赢疫情防控阻击战，促进经济社会发展。

（4）行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，但随着铁路建设的快速推进，中国铁路也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一、投资效率不足等问题日益凸显。此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此，国家相关部门颁布了一系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

2015年7月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015年10月，中共中央国务院发布关于推进价格

机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在2015年12月和2017年10月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018年9月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019年9月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。2020年8月，中共中央国务院发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，明确了铁路建设未来30年的“两步走”战略目标，到2035年，率先建成服务安全优质、保障坚强有力、实力国际领先的现代化铁路强国；到2050年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设，纲要分别从铁路网的建设、铁路运输安全以及铁路自主创新等9个方面对未来铁路建设的重点进行了明确。

表5 铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015年7月10日	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610号	全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制
2015年10月12日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015年12月23日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速200公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定

2017年12月14日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格(2017)2163号	扩大铁路货运价格市场调节范围,简化运价结构、完善运价体系,具体包括:1、铁路集装箱、零担各类货物运输价格,以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等12个货物品类运输价格实行市场调节,由铁路运输企业依法自主制定。2、将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价,不再单独收取。3、实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变,铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础,在上浮不超过15%、下浮不限的范围内,根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018年9月17日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020年)的通知》国办发(2018)91号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场,大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”,不断完善综合运输网络,减少公路运输量,增加铁路运输量
2019年9月19日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网,推进干线铁路、城际铁路、市域(郊)铁路、城市轨道交通融合发展;2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设;3、优化运输结构,加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设,推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移;4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体,推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通
2020年8月13日	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到2035年,全国铁路网达到20万公里左右,其中高铁7万公里左右;全国1、2、3小时高铁出行圈和全国1、2、3天快货物流圈全面形成;智能高铁率先建成,智慧铁路加快实现等。

资料来源:联合资信整理

(5) 未来发展

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

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确,到2035年,全国现代化铁路网率先建成,铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅,网络设施智慧升级,有效供给能力充沛,全国铁路网达20万公里左右,其中高铁7万公里左右;到2050年,全国建成更加发达完善的现代化铁路网。铁路货运价格下浮有助于增加铁路货运竞争优势,加之“公转铁”政策的大力推行,铁路货运市场份额有望继续扩大;铁路客运价格调整有助于优化资源配置,改善铁路运输企业营收状况。随着铁路供给侧改革的深入实施,社会资本参与合作竞争的意愿有望增强,铁路投融资方式有望逐步多元化,有助于缓解中国铁路债务及资本支出压力,进一步促进行业良性发展。

2. 我国煤炭铁路运输格局

(1) 煤炭供需格局

我国煤炭产量平稳增长,产能向资源富集地区进一步集中。煤炭需求增速下降。

中国煤炭资源分布的基本特点为:北富南贫,西多东少,除上海以外其它各省区均有分布,但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭—太行山、贺兰山之间的地区,地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部,是中国煤炭资源集中分布的地区,其基础储量占全国基础储量的68.93%。

煤炭产量方面,2020年疫情期间,煤炭企业复工复产进度较快,全年产量保持平稳增长。据煤炭运销协会统计,2020年全国原煤产量38.44亿吨,同比增长2.62%。其中,晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比重为78.29%,同比上升1.45个百分点,煤炭产能继续向资源富集地区集中。

煤炭需求方面,据国家统计局数据,2020年全国煤炭消费量同比增长0.6%,增速较上年下降0.4个百分点。煤炭消费量占能源消费总量的56.8%,比上年下降0.9个百分点。

(2) 煤炭铁路运输主要线路

煤炭运输方面,由于我国煤炭资源生产与

消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”³地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。我国另一煤炭主要消费地京津冀地区

煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。由于区域不平衡，我国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响。

表6 我国煤炭运输主要干线情况（单位：公里）

线路名称	线路起点	线路终点	里程	开通时间
张唐线	河北省张家口市孔家庄站	唐山曹妃甸港	约 525	2015 年 12 月
大秦线	山西省大同市韩家岭站	河北省秦皇岛市柳村南	658	1988 年
朔黄线	山西省神池县神池南站	河北省沧州市渤海新区黄骅港站	594	2000 年 5 月
瓦日线	山西省吕梁市兴县瓦塘镇	山东省日照市日照港	1269.84	2017 年 7 月
浩吉铁路	内蒙古浩勒报吉站	江西省吉安市	1814.5	2019 年下半年

资料来源：公开资料，联合资信搜集整理

我国煤炭运输的主要铁路干线中，张唐线、大秦线、朔黄线和瓦日线是“西煤东运”的主要干线，浩吉铁路是“北煤南运”新通道的主要组成部分。其中，公司对大秦线拥有控制权，同时参股朔黄线和浩吉铁路。大秦线的货源地主要在内蒙西部、陕西和山西地区，煤炭最终主要通过秦皇岛港、京唐港、曹妃甸港等运往东南沿海地区，部分出口日本、韩国及中国台湾等国家和地区，货源地和最终需求地与其他线路均有一定交叉。

六、基础素质和管理分析

跟踪期内，公司在政府补助方面仍获得一定的外部支持，过往债务履约情况良好，董事和监事变更对公司经营管理影响不大。

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。国铁太原局为公司控股股东，国铁集团为公司实际控制人。

2020年，公司收到政府补助1.26亿元，计入“其他收益”。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：1402000000461739），截至2021年6月23日，公司本部无已结清和未结清的关注类/不良类信贷记录，过往债务履约情况良好。

截至2021年6月20日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

跟踪期内，公司不断完善治理规则体系，根据监管规定和指引要求，修订了《大秦铁路股份有限公司内幕信息知情人登记制度》等治理文件，管理制度更加合规规范。

2021年5月25日，公司股东大会审议通过了“关于选举王道阔先生为公司董事的议案”和“关于选举于峰先生为公司监事的议案”，公司选举王道阔先生为董事、副董事长，选举于峰先生为监事、监事会主席。

董事和监事变更为正常人事变动，对公司经营管理影响不大。

七、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入受新冠肺炎疫情影响有所下降，综合毛利率变化不大。2021年一季度，公司经营情况恢复良好。

2020年，公司货运业务收入较上年下降5.45%，客运业务收入较上年下降37.10%，均系新冠肺炎疫情影响所致，货运业务受到的影响相对较小。公司营业收入较上年下降9.50%。2020年，公司毛利率变化不大。

³ “三西”地区指山西、陕西和蒙西。

2021年一季度，公司实现营业收入194.11亿元，较上年同期增长19.33%，综合毛利率25.08%。

表7 公司营业收入及毛利率情况

项目	2019年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
铁路运输-货运	611.72	76.54	--	578.36	79.97	--
铁路运输-客运	76.14	9.53	--	47.89	6.62	--
铁路运输-其他	92.58	11.58	--	80.30	11.10	--
主营业务合计	780.44	97.66	22.92	706.55	97.70	19.65
其他业务	18.73	2.34	17.27	16.67	2.30	12.80
合计	799.17	100.00	22.79	723.22	100.00	19.49

注：1. 公司年报未披露铁路运输-货运、客运及其他的营业成本，故相关毛利率无法计算；2. “铁路运输-其他”收入主要是公司同时向国内其他铁路运输企业提供服务，主要包括机车牵引、货车使用、线路使用、货车修理等，并为大西高铁、晋豫鲁铁路等提供委托运输管理服务所产生

资料来源：公司年报

2. 业务运营

(1) 线路情况

公司管理线路里程未发生变化，公司本部所辖线路的里程较长、等级较高，多数已实现电气化。公司通过参股朔黄铁路可获得相对较高的投资收益和红利，参股浩吉铁路拓宽了煤

炭运输的货源区域和经营地域。

公司本部直接经营的线路

截至2020年底，公司本部管辖的铁路线路未发生变化，线路营业里程2593.5公里，线路总体等级较高，且多数线路已实现电气化。

表8 截至2020年底公司本部所辖主要线路情况（单位：公里）

线路名称	线路起终点	里程	级别	正线数目	牵引种类
大秦线	韩家岭（不含）—柳村南	658.0	I级	双线	电气化
北同蒲线	大同-皇后园	334.7	I级	双/单线	电气化
南同蒲线	榆次-风陵渡	478.3	I级	双/单线	电气化
侯月线	侯马北—嘉峰（不含）	150.3	I级	双线	电气化
石太线	赛鱼（不含）—皇后园	113.5	I级	双线	电气化
丰沙大线	郭磊庄（不含）-大同	155.5	I级	双线	电气化
太焦线	修文-夏店（不含）	190.7	II级	单线	内燃
京原线	薛孤—灵丘	174.7	II级	单线	电气化
宁崮线	宁武—崮岚	95.4	I级	单线	电气化
口泉线	平旺—口泉	9.7	I级	双线	电气化
介西线	介休—阳泉曲	46.9	II级	双/单线	电气化
忻河线	忻州—河边	39.9	III级	单线	内燃
兰村线	汾河（不含）-上兰村	12.7	III级	单线	内燃
玉门沟线	太原西（不含）-白家庄	12.9	III级	单线	电气化/内燃
合计		2473.2	--	--	--

注：1. 大秦线658.0公里的营业里程中包含秦皇岛港区内秦皇岛东-秦皇岛南6公里的联络线；2. 除上述主要线路外，公司本部所辖线路还有120.3公里的联络线

资料来源：公司提供

公司通过股权控制的线路

除上述公司本部所辖的干线和支线，公司

还通过子公司控制侯禹、太兴和唐港铁路等线路。

截至 2020 年底，公司持有山西侯禹铁路有限责任公司（以下简称“侯禹公司”）92.50% 的股权，侯禹公司负责黄陵至韩城至侯马铁路（山西段）项目的建设及运营，该路段已通车。公司持有山西太兴铁路有限责任公司（以下简称“太兴铁路公司”）的股权比例为 74.44%。太兴铁路公司主要负责太原至静游、静游至兴县铁路的建设和经营，线路正线全长 163.4 公里⁴，于 2015 年 12 月 30 日开通运营。公司对唐港铁路有限责任公司（以下简称“唐港铁路公司”）持股比例为 19.73%⁵。唐港铁路公司主要负责迁曹、曹西、东港、京唐港线及张唐连接线等铁路的货物运输业务，营业里程 237.6 公里，延展里程 527.9 公里⁶。

参股线路

公司于 2010 年 8 月取得国能朔黄铁路发展有限责任公司（以下简称“朔黄公司”）股权，截至 2020 年底，公司对朔黄公司持股比例为 41.16%，计入“长期股权投资”并按照权益法核算。2019—2020 年，朔黄公司实现归属于母公司的净利润 76.15 亿元和 76.78 亿元，公司分别收到来自朔黄公司的股利 27.77 亿元⁷和 28.28 亿元。

公司于 2019 年以现金对蒙西华中铁路股份有限公司（已于 2019 年 10 月 29 日更名为浩吉铁路股份有限公司，以下简称“浩吉铁路公司”）出资 59.85 亿元，截至 2020 年底，公司对

浩吉铁路公司的持股比例为 10.00%，于“长期股权投资”列示并按照权益法核算。浩吉铁路是北煤南运新通道的主要组成部分，于 2019 年下半年通车。出资浩吉铁路公司有利于公司布局“北煤南运”协同发展的集疏运体系，进一步拓宽煤炭运输的货源区域和经营地域。浩吉铁路运营时间较短，处于亏损状态，2019—2020 年分别净亏损 14.78 亿元和 49.67 亿元。

（2）货运业务

受新冠肺炎疫情影响，公司货运指标有所下降，煤炭消费及运输需求波动对公司煤炭货运收入影响较大。

货运业务是公司业务收入的主要来源，公司运输的货品以动力煤为主，主要承担晋、陕、蒙等省区的煤炭外运任务。煤炭消费及运输需求波动对公司煤炭货运收入影响较大。运输的其他货品还包括焦炭、钢铁等大宗货物，以及集装箱、零散批量货物。公司向客户提供承运、装车、编组、运输、到达、卸车及交付等相关服务。2020 年，公司货物发送量、到达量、周转量均有所下降，主要系新冠肺炎疫情影响所致。

跟踪期内，公司货运业务清算方式未发生变化。铁路货物运输实行承运清算。承运企业取得全程货物运费进款，并由承运企业按照计费工作量和对应的清算单价按票向提供服务企业付费。

表 9 公司货运业务主要运输指标情况

项目	2019 年	2020 年	变动比例
货物发送量（万吨）	68417	66202	-3.2%
其中：煤炭（万吨）	56693	54330	-4.2%
货物到达量（万吨）	58613	58354	-0.4%
其中：煤炭（万吨）	49682	48844	-1.7%
换算货物周转量（亿吨公里）	3845	3697	-3.8%

资料来源：公司年报

⁴ 数据来自公司于 2015 年公告的《太原铁路局拟转让其所持有的山西太兴铁路有限责任公司 70% 股权项目评估报告》

⁵ 唐港公司股东国投交通控股有限公司、唐山曹妃甸实业港务有限公司和河北建投交通投资有限责任公司出函同意并确认，在行使股东表决权等事项中与公司保持一致。因此，公司对唐港铁路的实际控制权比例合计为 61.63%，公司合并其财务报表。

⁶ 数据来自公司于 2018 年 12 月公告的《大秦铁路股份有限公司关于收购中国铁路太原局集团有限公司持有唐港铁路有限责任公司股权的关联交易公告》

⁷ 股利分配可能存在跨期，当期确认而尚未收到的股利，反映于财务报表中的“应收股利”。

(3) 客运业务

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司客运收入大幅下降。

跟踪期内，公司客运业务模式未发生变化，公司担当开行多列以太原、大同等为始发或终到的旅客列车，通达全国大部分省市、自治区。2020年，公司客运收入较上年下降37.10%，旅客周转量29亿人公里，较上年下降57.7%，主要系新冠肺炎疫情影响所致。

3. 未来发展

公司将聚焦“交通强国、铁路先行”的方向，深化“强基达标、提质增效、节支降耗”，坚持以标准化规范化专业化管理为主线，以市场化法治化集约化经营为方向，以助力铁路资产资本化股权化证券化为目标，突出风险防控、制度建设和党建引领，稳健、合规经营，不断提升核心竞争力和持续盈利能力，加快一流国铁控股上市公司建设。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年度合并报表经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计，审计结论为标准无保留意见。公司2021年1-3月财务报表未经审计。2021年1月1日起，公司开始执行《企业会计准则第21号-租赁》，由于公司经营租赁规模相对较小，对财务数据可比性影响较小。

合并范围方面，2020年，公司合并范围未发生变化；2021年1-3月，公司合并范围新增1家子公司。截至2021年3月底，公司合并范围内子公司7家。公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产总额连续增长，货币资金较为充裕，股权投资和固定资产占比较高且可带来相对稳定的运输收入或投资收益，公司整体资产质量高。

截至2020年底，公司合并资产总额较上年底增长23.07%，主要系流动资产增长所致。流动资产占比上升较快。

表10 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2019年底		2020年底		2021年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	290.34	19.61	676.20	37.11	709.71	36.50
货币资金	153.46	10.37	520.59	28.57	561.89	28.90
应收账款	59.75	4.04	64.39	3.53	69.84	3.59
非流动资产	1190.09	80.39	1145.82	62.89	1234.76	63.50
长期股权投资	265.33	17.92	263.62	14.47	271.70	13.97
固定资产	799.44	54.00	765.21	42.00	827.56	42.56
无形资产	89.72	6.06	88.65	4.87	94.98	4.88
资产总额	1480.44	100.00	1822.03	100.00	1944.47	100.00

资料来源:公司财务报表,联合资信整理

截至2020年底,公司流动资产较上年底增长132.90%,主要系货币资金增长所致。公司货币资金较上年底增长239.23%,主要系发行可转换公司债券所致,货币资金中不存在使用受限情况。公司应收账款较上年底增长7.77%,从

账龄看,应收账款账龄1年以内占51.72%、1至2年占14.71%、2至3年占9.82%、3年以上占23.75%。应收账款累计计提坏账准备0.23亿元。应收账款前五大欠款方合计金额为58.21亿元,占比为89.92%,集中度很高,欠款方以国

铁集团及其下属单位为主。

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底下降 3.72%。公司长期股权投资较上年底变化不大，长期股权投资主要是对朔黄公司和浩吉铁路公司的投资。公司固定资产较上年底下降 4.28%，固定资产主要由路基、桥梁、隧道、道口、涵、轨道、道岔和其他线路资产（占 49.26%）、机车车辆（占 30.17%）和房屋及建筑物（占 11.28%）构成，累计计提折旧 601.43 亿元；固定资产成新率 57.17%，成新率一般。公司无形资产较上年底变化不大，无形资产主要为土地使用权，累计摊销 18.79 亿元，未计提跌价准备。

截至 2020 年底，公司无受限资产。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额持续增长，资产构成较上年底变化不大。

3. 资本结构

公司所有者权益稳定增长，未分配利润规模较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益 1298.26 亿元，较上年底增长 6.22%，主要系其他权益工具、盈余公积和未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.15%，少数股东权益占比为 6.85%。所有者权益主要由实收资本（占 11.45%）、资本公积（占 18.41%）、其他权益工具（占 2.59%）、盈余公积（占 13.20%）和未分配利润（占 47.50%）构成。

截至 2020 年底，公司实收资本和资本公积较上年底未发生变化。公司新增其他权益工具 33.58 亿元，为“大秦转债”的权益部分。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 1342.56 亿元，较上年底变化不大。权益结构较上年底变化不大。所有者权益稳定性一般。

公司债务总额快速增长，以长期债务为主，债务负担轻。

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 102.85%，主要系非流动负债增长所致。非流动负债占比上升较快。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	141.70	54.88	134.41	25.66	163.64	27.19
应付账款	31.21	12.09	30.34	5.79	29.75	4.94
其他应付款	53.06	20.55	47.18	9.01	81.36	13.52
非流动负债	116.50	45.12	389.36	74.34	438.26	72.81
长期借款	89.83	34.79	78.64	15.01	121.30	20.15
应付债券	--	--	286.50	54.70	288.92	48.00
负债总额	258.21	100.00	523.76	100.00	601.91	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底下降 5.15%。公司应付账款较上年底变化不大。公司其他应付款 47.18 亿元，较上年底下降 11.07%，主要系应付工程及设备款下降所致，其他应付款主要由应付工程及设备款（32.97 亿元）和应付国铁集团及其下属单位的款项（2.61 亿元）构成。

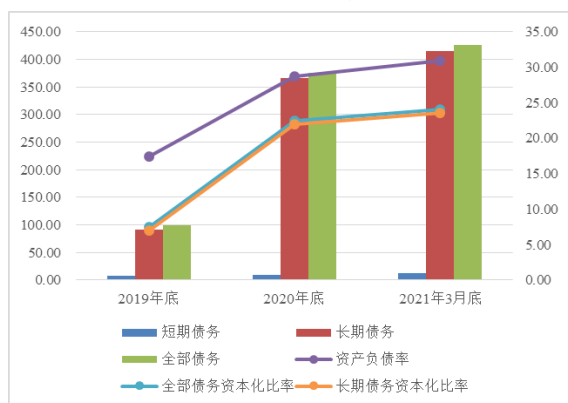
截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 234.20%，主要系应付债券增长所致。公司长期借款较上年底下降 12.46%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期借款均为信用借款。公司新增应付债券 286.50 亿元，为“大秦转债”。

截至 2020 年底，公司全部债务 375.91 亿元，较上年底增长 277.46%。以长期债务为主。

截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 28.75%、22.45% 和 22.00%，较上年底分别提高 11.30 个百分点、14.92 个百分点和 15.06 个百分点。

如将“大秦转债”权益部分调入长期债务，截至 2020 年底，公司全部债务增至 409.49 亿元。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 30.59%、24.46% 和 24.02%，较调整前分别上升 1.84 个百分点、2.01 个百分点和 2.02 个百分点。

图 1 公司财务杠杆情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 601.91 亿元，较上年底增长 14.92%，主要系其他应付款和长期借款增长所致。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 426.94 亿元，较上年底增长 13.57%。仍以长期债务为主。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 30.95%、24.13% 和 23.61%，较上年底分别上升 2.21 个百分点、1.67 个百分点和 1.61 个百分点。

如将“大秦转债”权益部分调入长期债务，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务增至 460.52 亿元。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 32.68%、26.03% 和 25.52%，较调整前分别上升 1.73 个百分点、1.90 个百分点和 1.91 个百分点。公司整体债务

负担轻。

4. 盈利能力

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入有所下降，2021 年一季度公司营业收入和利润恢复良好，投资收益对公司利润实现有一定贡献，整体盈利能力很强。

2020 年，公司营业收入较上年下降 9.50%，营业成本较上年下降 5.64%。公司营业利润率为 19.19%，较上年下降 3.23 个百分点。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
营业收入	799.17	723.22	194.11
营业成本	617.04	582.26	145.43
费用总额	10.67	9.11	3.01
其中：销售费用	1.98	1.97	0.46
管理费用	7.17	6.46	1.73
财务费用	1.42	0.62	0.82
投资收益	29.89	26.65	8.08
其他收益	0.93	1.26	0.05
利润总额	197.91	156.59	52.81
营业利润率	22.43	19.19	24.74
总资本收益率	11.84	7.63	--
净资产收益率	12.41	9.47	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020 年，公司费用总额为 9.11 亿元，较上年下降 14.65%，主要系管理费用和财务费用下降所致。费用总额以管理费用和销售费用为主。2020 年，公司费用总额占营业收入比重为 1.26%，较上年下降 0.08 个百分点，公司费用控制能力强。

2020 年，公司投资收益 26.65 亿元，主要是权益法核算的长期股权投资收益，占营业利润的比重为 16.92%，对公司利润实现有一定贡献。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别较上年有所下降。公司主要盈利指标表现很好，盈利能力很强。

2021 年 1-3 月，公司实现营业收入 194.11 亿元，较上年同期增长 19.33%，利润总额 52.81

亿元，较上年同期增长 53.54%。

5. 现金流

公司经营活动净现金保持大规模净流入，投资活动现金转为净流入，筹资压力小。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	552.18	492.37	149.29
经营活动现金流出小计	401.95	367.08	106.63
经营活动现金流量净额	150.23	125.29	42.66
投资活动现金流入小计	32.88	34.32	3.33
投资活动现金流出小计	112.46	19.45	3.09
投资活动现金流量净额	-79.58	14.88	0.24
筹资活动现金流入小计	2.48	322.14	1.25
筹资活动现金流出小计	104.41	95.18	3.14
筹资活动现金流量净额	-101.93	226.96	-1.89
现金收入比	67.84	67.58	75.06

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入量较上年下降 10.83%，主要系受新冠疫情影响业务量下降所致；经营活动现金流出量较上年下降 8.68%。2020 年，公司经营活动现金净流入 125.29 亿元。公司现金收入比为 67.58%，较上年下降 0.26 个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入量增长 4.39%，主为取得投资收益形成的现金流入；投资活动现金流出量较上年下降 82.71%，主要为在建工程投入。2020 年，公司投资活动现金流转为净流入。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 322.14 亿元，主要为发行“大秦转债”融资；筹资活动现金流出较上年下降 8.84%，主要为债务还本付息支出。2020 年，公司筹资活动现金流由净流出转为净流入。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 42.66 亿元，投资活动现金净流入 0.24 亿元，筹资活动现金净流出 1.89 亿元。

6. 偿债能力

公司长、短期偿债能力很强，整体偿债能力极强。

表 14 公司偿债能力指标

项目	2019 年 (底)	2020 年 (底)	2021 年 3 月(底)
短期偿债能力指标			
流动比率 (%)	204.89	503.10	433.69
速动比率 (%)	194.30	489.36	423.21
现金短期债务比 (倍)	18.28	53.57	47.20
长期偿债能力指标			
EBITDA (亿元)	276.01	231.87	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	57.74	48.46	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.36	1.62	--

资料来源：公司财务报表，联合资信

从短期偿债能力指标看，2019—2020 年底及 2021 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均波动上升，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，全部债务/EBITDA 大幅提高，公司长期偿债能力很强。

截至 2020 年底，公司无对外担保事项和重大诉讼、仲裁事项。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来自于母公司，母公司对子公司管控能力强，债务负担轻。

公司收入主要来自母公司，并通过子公司控股部分运输线路，母公司对子公司管控力度较强。截至 2021 年 3 月底，母公司资产、负债和所有者权益分别较上年底增长 4.11%、8.97% 和 2.40%，分别占合并口径的 88.96%、78.48% 和 93.66%，其构成与合并口径基本一致。母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 27.31% 和 19.01%，母公司债务负担轻。2021 年 1—3 月，母公司营业收入占合并口径的 92.32%。

九、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对未来待偿本金峰值保障能力强。

截至2021年5月底，公司存续债券仅有“大秦转债”。假设“大秦转债”转股期内未发生转股、赎回或回售，则公司2021年没有到期债券，未来债券偿付高峰发生在2026年，金额320亿元。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对公司存续债券保障情况如下表。公司经营活动现金流入量对未来待偿本金峰值保障能力强。

表15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2021年5月底
本年度剩余应到期债券金额	0.00
未来待偿债券本金峰值	320.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.54
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.39
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.72

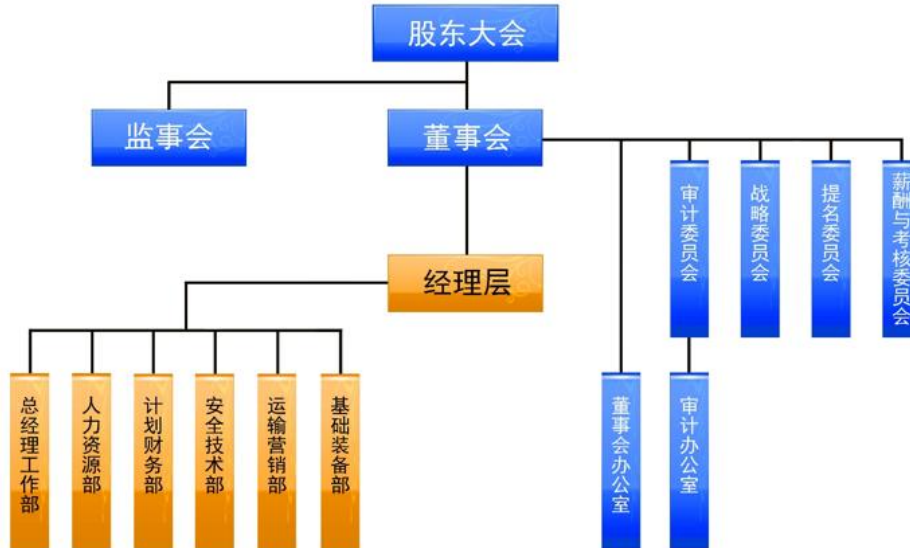
注：1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 本年度无应付债券，现金类资产/本年度剩余应到期债券金额无法计算；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2020年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、财务报表及公开资料整理

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“大秦转债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 大秦铁路股份有限公司组织结构图（截至 2021 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 大秦铁路股份有限公司
纳入合并范围的子公司情况（截至 2021 年 3 月底）

序号	子公司名称	主要经营地	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	山西侯禹铁路有限责任公司	山西省河津市	200000	92.50
2	大秦铁路经贸发展有限公司	山西省太原市	13000	100.00
3	山西太兴铁路有限责任公司	山西省太原市	504265	74.44
4	山西晋云现代物流有限公司	山西省太原市	7930	100.00
5	山西中鼎物流集团有限公司	山西省太原市	209250	83.64
6	唐港铁路有限责任公司	河北省唐山市	234226	19.73
7	太原铁路枢纽西南环线有限责任公司	山西省太原市	132783	78.62

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	185.74	153.46	520.59	561.89
资产总额 (亿元)	1459.50	1480.44	1822.03	1944.47
所有者权益 (亿元)	1144.64	1222.23	1298.26	1342.56
短期债务 (亿元)	25.57	8.39	9.72	11.90
长期债务 (亿元)	102.61	91.20	366.19	415.04
全部债务 (亿元)	128.18	99.59	375.91	426.94
营业收入 (亿元)	783.45	799.17	723.22	194.11
利润总额 (亿元)	207.06	197.91	156.59	52.81
EBITDA (亿元)	283.43	276.01	231.87	--
经营性净现金流 (亿元)	178.88	150.23	125.29	42.66
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	12.40	12.97	11.65	--
存货周转次数 (次)	37.84	40.49	34.79	--
总资产周转次数 (次)	0.55	0.54	0.44	--
现金收入比 (%)	70.57	67.84	67.58	75.06
营业利润率 (%)	24.46	22.43	19.19	24.74
总资本收益率 (%)	13.06	11.84	7.63	--
净资产收益率 (%)	14.11	12.41	9.47	--
长期债务资本化比率 (%)	8.23	6.94	22.00	23.61
全部债务资本化比率 (%)	10.07	7.53	22.45	24.13
资产负债率 (%)	21.57	17.44	28.75	30.95
流动比率 (%)	167.07	204.89	503.10	433.69
速动比率 (%)	158.62	194.30	489.36	423.21
经营现金流动负债比 (%)	97.70	106.01	93.21	--
现金短期债务比 (倍)	7.26	18.28	53.57	47.20
EBITDA 利息倍数 (倍)	57.25	57.74	48.46	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.45	0.36	1.62	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将长期应付款中的有息债务和租赁负债纳入长期债务核算；3. 2018 年财务数据来自 2019 年财务报表的期初数或上年同期数；4. 2021 年第一季度财务数据未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	162.83	148.15	517.67	558.67
资产总额 (亿元)	1271.56	1309.68	1661.53	1729.85
所有者权益 (亿元)	1081.05	1156.52	1228.04	1257.47
短期债务 (亿元)	15.03	1.15	0.02	2.29
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	286.50	292.79
全部债务 (亿元)	15.03	1.15	286.53	295.08
营业收入 (亿元)	735.36	751.25	676.91	179.20
利润总额 (亿元)	179.77	177.59	137.47	45.14
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	134.66	123.28	100.24	30.54
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	11.59	11.40	10.79	--
存货周转次数 (次)	38.56	41.43	35.21	--
总资产周转次数 (次)	0.60	0.58	0.46	--
现金收入比 (%)	67.00	65.73	65.30	70.60
营业利润率 (%)	21.65	19.72	16.29	21.61
总资本收益率 (%)	12.91	11.95	7.30	--
净资产收益率 (%)	13.09	11.96	8.94	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	18.92	18.89
全部债务资本化比率 (%)	1.37	0.10	18.92	19.01
资产负债率 (%)	14.98	11.69	26.09	27.31
流动比率 (%)	173.73	216.98	533.11	444.01
速动比率 (%)	164.66	206.03	518.97	433.55
经营现金流动负债比 (%)	82.94	94.68	79.52	--
现金短期债务比 (倍)	10.83	128.73	23746.14	244.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将租赁负债纳入长期债务核算; 3. 2018 年财务数据来自 2019 年财务报表的期初数或上年同期数; 4. 2021 年第一季度财务数据未经审计; 5. “/” 指数据未获得
资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

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	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

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